

EURO

Historique complet

Volume 1/3

Christian BIALÈS

Ancien élève de l'École normale supérieure Paris-Saclay
Agrégré de l'Université
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](#)

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

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

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

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

• 19 septembre 1946, à l'Université de Zurich, discours de Winston Churchill : « Je voudrais vous parler de la tragédie de l'Europe. Ce continent magnifique, qui comprend les parties les plus belles et les plus civilisées de la terre, qui a un climat tempéré et agréable et qui est la patrie de tous les grands peuples apparentés du monde occidental. L'Europe est aussi le berceau du christianisme et de la morale chrétienne. Elle est à l'origine de la plus grande partie de la culture, des arts, de la philosophie et de la science du passé et du présent. Si l'Europe pouvait s'unir pour jouir de cet héritage commun, il n'y aurait pas de limite à son bonheur, à sa prospérité, à sa gloire, dont jouiraient ses 300 ou 400 millions d'habitants. En revanche, c'est aussi d'Europe qu'est partie cette série de guerres nationalistes épouvantables déclenchées par les Teutons dans leur course à la puissance et que nous avons vus au XXe siècle. La paix a été ainsi troublée et les espérances de l'humanité entière réduites à néant. (...)

Ces horreurs, Messieurs, peuvent encore se répéter.

Mais il y a un remède ; s'il était accepté par la grande majorité de la population de plusieurs États, comme par miracle toute la scène serait transformée, et en quelques années l'Europe, ou pour le moins la majeure partie du continent, vivrait aussi libre et heureuse que les Suisses le sont aujourd'hui. En quoi consiste ce remède souverain ? Il consiste à reconstituer la famille européenne, ou tout au moins la plus grande partie possible de la famille européenne, puis de dresser un cadre de telle manière qu'elle puisse se développer dans la paix, la sécurité et la liberté. Nous devons ériger quelque chose comme les États-Unis d'Europe ».

Deux remarques :

- Cette expression d'États-Unis d'Europe est utilisée par Victor Hugo le 21 août 1849 lors du Congrès international de la paix à Paris (C'est lui aussi qui a écrit : « Avant de s'agrandir au dehors, il faut s'affermir au dedans » : la construction européenne va connaître dans les décennies qui viennent une source d'affaiblissement parce que l'on va privilégier l'élargissement au détriment de l'approfondissement).
- Dans le champ des projets politiques, l'idée d'union européenne ne date pas de l'après-seconde guerre mondiale mais de l'après première guerre mondiale, quand, en 1923, le comte Richard Coudenhove-Kalergi crée l'Union paneuropéenne et publie en même temps son livre-manifeste intitulé « Paneuropa », dans lequel il milite pour la création d'une union politique des États européens, qui est pour lui la seule façon d'éviter à la fois que se reproduise la catastrophe de 14-18 et que se poursuive le déclin économique et politique de l'Europe sur l'échiquier international. Le modèle qu'avait en tête le comte Coudenhove-Kalergi pour l'Union paneuropéenne, pour les « États-Unis d'Europe » était ceux des États-Unis d'Amérique et de la Suisse. Il prévoyait quatre étapes : diplomatique, juridique (avec une Cour d'arbitrage), économique (avec une Union douanière et monétaire) et politique. Notons que le comte excluait de son projet l'URSS (problème de démocratie) et la Grande-Bretagne, jugée trop proche des États-Unis ; il considérait le « couple franco-allemand » comme moteur de l'unification. En octobre 1926 se tient le 1^{er} congrès de l'Union paneuropéenne, qui fixe et ratifie la structure internationale : l'Union paneuropéenne internationale. En France, de nombreux membres du Parti radical ont joué un rôle important dans le développement de la section française.

L'EURO

On se rend compte que les projets d'union européenne, qu'il s'agisse de celui de Coudenhove-Kalergi après la première guerre mondiale ou de celui de Monnet-Schuman, 20 ans plus tard, après la seconde guerre mondiale, se donnent toujours comme objectifs d'empêcher le retour de conflits intra-européens et de repositionner géostratégiquement l'Europe par rapport aux grandes puissances du moment.

Comme l'indique la 4^{ème} page de couverture du livre de Bernard Bruneteau, paru en 2016 et intitulé « Les "collabos" de l'Europe nouvelle », « "L'Europe nouvelle" : c'est sous ce vocable qu'en 1940 les sirènes de la propagande qualifièrent le continent unifié de force par les armées du III^e Reich. Si cette appellation fut synonyme pour des millions d'Européens de dépendance, de réquisitions et de travail obligatoire ou forcé, elle fut, étrangement, symbole d'espoir pour un certain nombre d'intellectuels français qui voulurent y voir l'annonce d'une possible union européenne. Pacifistes rêvant d'en finir avec la souveraineté absolue des États, "techniciens" confiants dans les vertus d'un gouvernement économique, socialistes en quête d'une dernière utopie mobilisatrice : tous furent victimes d'une illusion qui les fit croire à la volonté européenne de Hitler, les rendant aveugles aux réalités monstrueuses de son ordre nouveau. Mais, tout à cette illusion tragique qui fit basculer nombre d'entre eux dans l'impasse du collaborationnisme - Drieu, Luchaire, Delaisi en tête -, les intellectuels européens de Vichy n'en continuèrent pas moins les réflexions commencées au temps d'Aristide Briand sur les conditions d'existence d'une fédération politique et économique. Avec parfois des expressions troublantes : "communauté de communautés", "organe de gestion supra-continentale" ou "monnaie fédérale unique". Lors de la quatrième journée des « Journées du Mont Dore » (10 au 14 avril 1943, suivis d'une seconde session du 16 au 23 septembre) consacrées à la « révolution nationale communautaire », la septième et dernière commission (de la 1^{ère} session) s'est consacrée à « la paix communautaire » et a abordé le thème d'une « communauté européenne ». Pour le lecteur intéressé, il faut lire le livre d'Antonin Cohen, « De Vichy à la Communauté européenne », paru aux PUF en 2012 ; dont Marc Olivier Baruch dit ceci : « La thèse du livre est là : la matrice de la communauté telle que l'a méditée Vichy (à condition d'entendre par là non un régime - qui est, fût-ce à son corps défendant, d'abord étatiste - mais une tentative de penser le social) a enfanté la construction de l'Europe dont Monnet et Schuman furent les porte-drapeaux ».

Aristide Briand - influencé par le Paneuropa du comte Coudenhove-Kalergi - a été en effet amené à faire le 5 septembre 1929, devant la 10^{ème} session de l'Assemblée de la SDN réunie à Genève, un discours courageux où on a entendu en particulier les phrases suivantes : « (...) Je pense qu'entre des peuples qui sont géographiquement groupés comme les peuples d'Europe, il doit exister une sorte de lien fédéral ; ces peuples doivent avoir à tout instant la possibilité d'entrer en contact, de discuter leurs intérêts, de prendre des résolutions communes, d'établir entre eux un lien de solidarité, qui leur permette de faire face, au moment voulu, à des circonstances graves, si elles venaient à naître. (...) ». Et quelques jours plus tard, le 9 septembre, le chancelier allemand Gustav Stresemann lui a, en quelque sorte, emboîté le pas : « (...) Il y a beaucoup de gens qui se refusent de prime abord à discuter cette question. Ce sont les pessimistes de parti pris qui déclarent irréalisable toute idée qui sort des sentiers battus et rebattus. Ils parlent de « conception romanesque », d'utopie. Je ne peux, quant à moi, m'associer à ce pessimisme de principe, car, ainsi que l'a dit un écrivain allemand : « Ein grosser Einfall scheine in Anfang toll » (Une grande idée paraît tout d'abord folle.) Pourquoi l'idée de réunir les États européens dans ce qu'ils ont de commun serait-elle a priori impossible à réaliser ? Mais si je ne partage pas le pessimisme dont je viens de parler, je dois néanmoins demander que l'on se rende bien compte du but que l'on poursuit en cherchant à établir ce nouvel état de choses. Je me déclare nettement opposé à toute idée politique impliquant une tendance quelconque dirigée contre d'autres continents. Je ne suis pas partisan non plus d'une autarcie économique de l'Europe. Mais il y a, à mon avis, beaucoup de tâches qu'une telle concentration pourrait mener à bien. (...) Ou sont la monnaie européenne, le timbre-poste européen qu'il nous faudrait ? (...) ».

Et, suite à ces deux interventions importantes, les représentants des gouvernements européens à la réunion de la SDN se sont réunis ce même 9 septembre pour confier au gouvernement français la rédaction d'un mémorandum sur la « l'organisation d'un régime d'Union fédérale européenne ». Ce mémorandum sera rédigé par les services du Quai d'Orsay sous l'autorité d'Alexis Léger, dit Saint-John Perse, et rendu public le 1^{er} mai 1930. Dans ce document, qui mérite d'être lu, la notion d'Union européenne est clairement avancée, dans le cadre d'une conception fédérale, elle-même fondée sur l'idée non pas d'unité mais celle d'union, « assez souple pour respecter l'indépendance et la

souveraineté nationale de chacune des États, tout en leur assurant à tous le bénéfice de la solidarité collective ». Sur le plan institutionnel, c'est la visée intergouvernementale qui domine, sans contrôle démocratique direct puisque l'hypothèse d'un parlement européen n'est en rien évoquée. Sur le plan économique, un « marché commun » aurait pour finalité de réaliser « l'élévation au maximum du niveau de bien-être humain sur l'ensemble des territoires de l'union européenne, (...) un rapprochement des économies européennes, (...) une libération progressive et une simplification de la circulation des marchandises, des capitaux et des personnes. (...) ».

Pour lire l'intégralité de ce « Memorandum sur l'organisation d'un régime d'union fédérale européenne », aller à l'adresse : <https://dl.wdl.org/11583/service/11583.pdf>.

Le « plan Briand » n'eut pas de chance puisque Gustav Stresemann meurt en octobre 1929 et ses successeurs mènent une politique étrangère beaucoup moins conciliante et la fameuse « crise de 1929 » se déclenche quelques semaines après...

Début 1932, Aristide Briand, malade, cède son poste au Quai d'Orsay à Pierre Laval, A. Briand meurt en mars, l'Allemagne et le Japon se retirent de la SDN : le projet d'union fédérale européenne est mort.

• 1947 -> L'ERP (programme de relèvement européen) est à l'origine du fameux plan Marshall d'aide à l'Europe.

« (...) Le thème de l'Europe unie ou en coopération fut peut-être aussi le moyen de vérifier l'adhésion des Européens à un système de références économiques et politiques acceptables pour les Américains. Mélandri insiste sur l'opportunité de parler d'unité européenne en 1947. Les aides américaines antérieures avaient échoué parce qu'elles avaient été données individuellement. Le Sénat, l'opinion américaine et les responsables politiques américains désiraient une aide efficace. La solution de l'unité européenne venait immédiatement à l'esprit. Clayton, le 27 mai 1947, proposa à Marshall la création d'une fédération économique européenne, une idée de Harold Van B. Cleveland et de Ben T. Moore, deux jeunes experts du Département d'État. Tant mieux si cette prospérité servait aussi les desseins politiques de Washington, contenir l'URSS.

Le thème de l'unité de l'Europe comme moteur de la proposition Marshall est mis en avant par Hogan. Pour Milward, l'ERP avait pour objectif de réaliser l'intégration économique totale dans une zone politique unique. Hogan insiste sur le consensus qui se produit à Washington au printemps 1947 au moins sur l'idée d'un marché commun européen et au mieux d'une fédération économique européenne. Le plan Marshall a-t-il été décidé pour forcer les Européens à dépasser les nationalismes? (...) Ce fut le fond de la discussion du 28 mai entre Kennan, Clayton et les autres chefs de départements avec Marshall. Il faut briser les frontières économiques en Europe, y compris avec les pays occupés par les Soviétiques. L'aide américaine, dit encore Charles Bohlen, serait conditionnée par un plan européen d'aide mutuelle et peut-être même par une fédération économique. (...) ». (« Aux origines du Plan Marshall », de Gérard Bossuat – Histoire, économie et société, 1999).

Ce texte, comme beaucoup d'autres études, montre le rôle important des États-Unis dans la construction européenne.

Paul Valéry l'avait bien prédit et avait même annoncé la création de la Commission européenne quand il écrit en 1931, dans ses « notes sur la grandeur et la décadence de l'Europe, tirées des « Regards sur le monde actuel » : « L'Europe aspire visiblement à être gouvernée par une commission américaine. Toute sa politique s'y dirige ».

Et Paul Valéry fait plus loin dans « L'avant et l'après-guerre » une analyse intéressante des différences de culture et de comportement entre l'Allemagne et la France : « La "guerre de demain" ne sera point une de ces catastrophes auxquelles on n'a jamais pensé.

Mais des deux côtés de la frontière les conditions de ce travail préparatoire sont bien différentes. Tout le favorise en Allemagne : la forme du gouvernement, d'essence militaire, et dont la victoire a fondé le prestige ; une population surabondante et naturellement disciplinée ; une sorte de mysticisme ethnique ; et chez de nombreux esprits, une foi dans le recours à la force, qu'ils estiment le seul fondement scientifique du droit.

Chez nous, rien de pareil. Un tempérament national à la fois critique et modéré ; une population moins que stationnaire dans un pays de vie facile et douce ; une nation politiquement des plus divisées ; un régime, dont la sensibilité aux moindres mouvements de l'opinion faisait le vice et la vertu. (...) ».

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

Le Conseil de l'Europe est la plus ancienne organisation intergouvernementale européenne et celle qui regroupe le plus de pays d'Europe : 47 États membres, représentant plus de 800 millions d'Européens. Il est totalement indépendant de l'Union européenne, mais collabore avec elle dans certains domaines. Les 28 États membres de l'Union européenne sont membres du Conseil de l'Europe. Il œuvre principalement pour la sauvegarde des Droits de l'Homme et pour les valeurs démocratiques. Notons que l'institution du Conseil de l'Europe a été inspirée par le comte Coudenhove-Kalergi.

Notons que c'est aussi en 1949 qu'en Allemagne la CDU prend parti officiellement pour **l'ordolibéralisme et l'économie sociale de marché** (voir aussi plus loin en date du 14 septembre 1958). Il faudra attendre novembre 1959 pour que le SPD prenne le même tournant, après la publication en 1955 du livre de Karl Schiller - Socialisme et concurrence – dans lequel on trouve la fameuse formule « concurrence autant que possible, planification autant que nécessaire ». On peut considérer que « l'économie sociale de marché » mise en œuvre en Allemagne par les différents gouvernements successifs est le résultat de l'hybridation de l'ordolibéralisme « euckenien » et de la protection sociale « bismarckienne ». Quand Willy Brandt deviendra chancelier en 1969, le duo euckenien-bismarckien se teintera légèrement de keynésianisme. Mais cela ne sera qu'une parenthèse : avec l'arrivée à la chancellerie de Gerhard Schröder en 1998, on assiste à un retour en force du duo initial et plus spécialement de l'ordolibéralisme. Tous les partis politiques et même les syndicats s'en réclament. Plus important encore, grâce à l'activisme allemand au sein des institutions européennes, les conceptions de l'ordolibéralisme et de l'économie sociale de marché s'imposeront dans beaucoup d'entre elles et aux plus hauts niveaux. Notons que la conception française d'un certain interventionnisme de type keynésien, doublé d'une planification indicative, a joué malgré tout un rôle important dans la construction européenne au cours des décennies 1960 et 1970. Mais en mars 1983 est pris le tournant de la politique économique française en mars 1983, dit « tournant de la rigueur », réalisé par le Président Mitterrand, sous la pression conjointe du Premier ministre Pierre Maurois et du ministre de l'économie Jacques Delors, avec aussi les décisions de maintenir le Franc dans le SME, de l'arrimer au Deutsche Mark et de mener une politique de « désinflation compétitive ». Ce tournant et ces décisions marquent « l'abdication symbolique de Paris » pour reprendre l'expression du Monde diplomatique d'août 2015 ; dont les dernières lignes sont d'ailleurs très évocatrices quant au caractère dogmatique que peut avoir l'idéologie ordolibérale : « Hans-Werner Sinn, l'économiste le plus influent outre-Rhin, conseiller du ministre des finances et représentant inflexible de l'orthodoxie, nous l'affirmait : “la crise européenne exclut les recettes keynésiennes. Ce n'est pas spécialement ordolibéral, c'est tout simplement économique“. Le cadre d'Eucken s'est mué en cage de fer ».

L'inspiration ordolibérale de l'Union européenne est clairement assumée et même revendiquée par les représentants des institutions européennes. D'ailleurs, une excellente synthèse a été donnée par un commissaire européen le 10 juillet 2000, Frits Bolkestein, alors commissaire responsable à la Commission européenne du marché intérieur et de la fiscalité, lors d'une conférence faite devant l'Institut Walter Eucken à Fribourg : après avoir montré la filiation entre l'idée de liberté de Walter Eucken dans la concrétisation des « quatre libertés du marché intérieur », il décrit la Stratégie de Lisbonne comme un « programme ambitieux de déréglementation et de flexibilisation » qui représentera « un progrès considérable dans la réalisation d'une Europe conforme aux idées ordolibérales », et pour lui, le projet d'UEM « constitue également l'un des principaux instruments politiques qui doivent permettre de stabiliser l'énorme économie de marché qu'est l'Europe. Il est donc, à ce titre, un pur produit de la pensée ordo-libérale ».

L'EURO

À propos de l'ordolibéralisme allemand, si celui-ci prend toute son ampleur en 1949, il puise néanmoins ses racines au plus profond de l'histoire allemande. L'ordolibéralisme est une des formes que prend le néolibéralisme et nombreux sont les auteurs qui considèrent que le « néolibéralisme », autrement dit le nouveau libéralisme, prend naissance lors du colloque de Lippmann : ce « Colloque Walter Lippmann » s'est déroulé à Paris fin août 1938, en présence, entre autres, des économistes Ludwig von Mises, Friedrich Hayek, des ordo-libéraux Wilhelm Röpke et Alexander Rüstow, et des Français Louis Baudin, Bernard Lavergne et Jacques Rueff, et des « jeunes » français comme Raymond Aron, Étienne Mantoux, Robert Marjolin et André Piatier, pour répondre à la crise du libéralisme « classique », celui d'Adam Smith et de sa « main invisible » ou de Frédéric Bastiat et de sa parabole de la vitre cassée. Il semble que ce sont les arguments des industriels français Auguste Detœuf et Louis Marlio qui ont pesé lourd pour adopter le vocable de « néo-libéralisme ». Sur le colloque Lippmann et sur le néo-libéralisme, un ouvrage de référence est celui de Serge Audier : « Le colloque Lippmann ; aux origines du néo-libéralisme », précédé de « Penser le néo-libéralisme », éditions Le Bord de l'eau, nouvelle édition de mai 2012. Sont également très intéressants et importants à lire les articles de François Denord sur les origines du néolibéralisme en France, publié en 2001 et d'Arnaud Diemer sur les points d'accord et de divergence entre le néolibéralisme français et l'ordolibéralisme allemand, publié en 2017, ainsi que « Pour un libéralisme humaniste » d'Alexis Karklins-Marchay », publié aux Presses de la Cité en mars 2023 qui explique en quoi l'ordolibéralisme - dont il fait un utile historique - peut constituer une voie très prometteuse pour faire face aux défis contemporains, à cette époque où le « néolibéralisme » est tellement décrié (Röpke parlait lui-même de « troisième voie »). Le mérite du livre d'Alexis Karklins-Marchay est aussi de rappeler l'importance qu'a eu l'Allemand Alfred Müller-Armack (1901-1978) dans la conception de « l'économie sociale de marché » et la mise en pratique de l'ordolibéralisme - ainsi que dans la naissance du marché commun européen et de la CEE. Un regret cependant : A. Karklins-Marchay a tort, selon nous, de considérer qu'avec le keynésianisme « le libéralisme économique semblait, discrédité et rejeté pour de bon ». C'est en effet oublier que Keynes se considérait lui-même comme un libéral et qu'il a écrit dans un ouvrage intitulé précisément « Suis-je un libéral », paru en 1925 : « La transition de l'anarchie économique vers un régime visant délibérément à contrôler et diriger les forces économiques dans l'intérêt de la justice et de la stabilité sociale présentera d'énormes difficultés à la fois techniques et politiques. Je suggère néanmoins que la véritable mission du nouveau libéralisme est de leur trouver une solution ».

On sait que l'idée de Nation est née de manière différente, pour se limiter à des pays européens, en France et Angleterre d'une part et en Allemagne et Italie d'autre part. En effet, en France et en Angleterre, c'est l'État, avec le rôle centralisateur et unificateur du pouvoir royal, qui a contribué à faire émerger l'idée de Nation. Par contre, en Allemagne et en Italie, dont l'unité a pris beaucoup de temps, c'est la langue et une culture communes qui ont permis de concevoir la Nation, en l'absence pourtant de toute unité politique. Pour caricaturer quelque peu, en France et en Angleterre, c'est l'État qui fait la Nation et c'est l'inverse en Allemagne et en Italie. On a d'ailleurs l'habitude d'opposer la conception française de la Nation, avec des auteurs comme Renan et Fustel de Coulanges, à la conception allemande avec des auteurs comme Herder et Fichte. À l'époque du Saint-Empire romain-germanique, l'Empereur « des Romains » régnait sur un nombre très important de « princes d'empire » et le droit sera l'outil privilégié pour trancher les conflits entre ces princes et entre eux et l'Empereur. La Bulle d'or de 1356 est d'ailleurs assimilable à une véritable constitution ; c'est à l'époque la « loi fondamentale ». C'est grâce au Droit et aux juristes que le Saint-Empire a toujours pu sauvegarder son unité. Et c'est aussi grâce au Droit et aux juristes que les citoyens allemands ont pu défendre leurs libertés individuelles face à l'État, notamment lors des régimes politiques peu démocratiques du 19^{ème} siècle. En Allemagne, on a affaire à un État de droit au sens plein de l'expression ; depuis longtemps, le droit y est sacralisé, il est au-dessus de tout. Sur les conceptions de la notion d'État de droit dans les différents pays, voir : <https://wikis.fu-berlin.de/display/SBprojectrol/Home>. Également à propos de l'ordolibéralisme, notre document « Les Lumières et l'Europe » montre l'inspiration que prend l'idéologie ordo-libérale dans la philosophie kantienne.

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

C'est au cours de cette même année 1950, le 9 mai, que Robert Schuman (1886-1963), Ministre français des affaires étrangères, fait sa fameuse déclaration qui donne le coup d'envoi à la construction européenne en annonçant la création de la Communauté européenne du charbon et de l'acier (CECA). Dans cette déclaration, appelée aussi « Discours de l'Horloge » (la déclaration est

faite dans le salon de l'Horloge du Quai d'Orsay), et inspirée par Jean Monnet, R. Schuman pose le principe de base de la construction européenne : « L'Europe ne se fera pas d'un coup, ni dans une construction d'ensemble, elle se fera par des réalisations concrètes créant d'abord une solidarité de fait ».

Soulignons ici que Robert Schuman, avec Jean Monnet et quelques autres (Altiero Spinelli, Paul-Henri Spaak, ...), sont considérés comme les « pères fondateurs » de l'Europe. Deux remarques peuvent être faites à leur sujet. D'abord, selon certains auteurs, leur rôle est surestimé, ensuite, leur conception s'est rapidement opposée en France à celle des Gaullistes, celle des premiers étant plutôt technique et de type supranational, celle des seconds étant au contraire plutôt politique et de type intergouvernemental. La conception supranationale de la construction européenne va être déterminante pour l'avenir en en donnant une coloration technocratique et donc peu démocratique. Les Gaullistes feront preuve de pragmatisme en ce sens qu'ils verront dans la construction européenne le moyen de défendre les intérêts de la France, sur les plans économique (avec en particulier la PAC) et géostratégique (dans le contexte de la guerre froide). Alain Peyrefitte rapporte la réflexion suivante du Général de Gaulle : « Notre politique, Peyrefitte, (...) c'est de réaliser l'union de l'Europe. Mais quelle Europe ? Il faut qu'elle soit véritablement européenne. Si elle n'est pas l'Europe des peuples, si elle est confiée à quelques organismes technocratiques plus ou moins intégrés, elle sera une histoire pour professionnels, limitée et sans avenir. Et ce sont les Américains qui en profiteront (...) Les Américains ont favorisé l'Europe de Jean Monnet, tant qu'elle était pour eux un moyen de maintenir ou de développer leur hégémonie (...) Ce que veulent les Anglo-Saxons, c'est une Europe sans rivages, une Europe qui n'aurait plus l'ambition d'être elle-même (...) C'est justement à ça qu'il faut résister ».

- 18 avril 1951 -> Signature à Paris du traité instituant la CECA entre 6 pays : l'Allemagne, la Belgique, la France, le Luxembourg, les Pays-Bas et l'Italie. Très souvent, ce traité est appelé aussi « Traité de Paris » et est considéré comme le fondement de la construction européenne et le premier exemple d'organisation internationale fondée sur des principes supranationaux.

Pour avoir une chronologie complète des traités européens, on renvoie à la page Internet suivante : <https://eur-lex.europa.eu/collection/eu-law/treaties/treaties-overview.html?locale=fr>

- 1952-1954 -> Le 27 mai 1952 est signé à Paris le traité instituant la Communauté européenne de défense (CED) entre les 6. L'origine du projet date de 1950 avec le début de la guerre de Corée, quand les États-Unis ont voulu le réarmement de la République fédérale d'Allemagne (RFA). C'est Jean Monnet (1888-1979) qui écrit un projet de synthèse avec la même philosophie que celle de Schuman pour la CECA, projet auquel on donnera le nom du Président du Conseil : le « plan Pleven ». Mais s'ouvre une longue période, celle de la « querelle de la CED » entre les différents pays et au sein de certains d'entre eux, comme c'est particulièrement le cas en France, y compris au sein même des partis politiques. Tout cela se termine le 30 août 1954 par le rejet du projet par l'Assemblée nationale française mais à l'occasion d'une simple « question préalable » : alors que les socialistes et démocrates-chrétiens sont plutôt pour, les « contre » l'emportent en agrégeant une coalition hétéroclite de nationalo-gaullistes et de communistes. Donc, pas de CED mais pas de projet non plus de communauté politique européenne qui avait été associé à celui de la CED. Les démocrates-chrétiens du MRP (Mouvement Républicain Populaire) en voudront beaucoup à Pierre Mendès-France, Président du Conseil et ministre des affaires étrangères tout à la fois, pour ce double échec et parleront de « crime du 30 août ». En effet, l'échec de la CED est celui d'une vision supranationale de la communauté européenne.

Malgré tout, comme l'écrit Maurice Faure, ancien ministre et qui sera signataire du traité de Rome, « Au lendemain du rejet par le Parlement français du projet de CED, l'ambition européenne s'amenuisa considérablement. Il restait certes la CECA, dont le grand mérite fut de dessiner le schéma des institutions futures, notamment la coexistence de deux exécutifs.

Cependant, en toute discrétion, les six États ne restèrent pas totalement inactifs. En créant le Comité Spaak où chaque pays était représenté par d'éminents personnages - la France l'était par Félix Gaillard -, ils cherchaient la voie de ce que pourrait être une Communauté de l'énergie atomique et une Communauté économique européenne. Sans pouvoir aucun, indépendamment, ils mirent au point des traités tels qu'ils les voyaient, et par là-même ils ne manquèrent pas d'aider grandement la tâche de leurs successeurs, eux dotés de pouvoir de décision.

En réalité, la négociation fut facilitée par les circonstances. Le Maroc, en 1955, l'Algérie dès 1956 occupèrent l'attention des Français, laissant la voie libre pour les futurs traités de Rome. En outre, les six chefs de gouvernement étaient tous des européens, convaincus qu'il fallait aboutir rapidement si on voulait relancer le mécanisme de l'Union. La négociation commença en septembre 1956. La délégation française, que je présidais, comprenait des personnalités de premier plan, tels Robert Marjolin, Jacques Donnedieu de Vabres, Georges Vedel, Jean François-Poncet, ... Ajoutons le rôle que joua Guy Mollet dans les moments difficiles. D'où la rapidité de nos négociations qui furent terminées le 27 mars suivant ».

- Du 1^{er} au 3 juin 1955, conférence de Messine, qui réunit les 6 ministres des Affaires étrangères (P.-H. Spaak pour la Belgique, W. Hallstein pour la RFA, J. Bech pour le Luxembourg, A. Pinay pour la France, J. W. Beyen pour les Pays-Bas et G. Martino pour l'Italie). La résolution, obtenue in extremis, commence ainsi : "Les gouvernements croient le moment venu de franchir une nouvelle étape dans la voie de la construction européenne. Ils sont d'avis que celle-ci doit être réalisée d'abord dans le domaine économique. Ils estiment qu'il faut poursuivre l'établissement d'une Europe unie par le développement d'institutions communes, la fusion progressive des économies nationales, la création d'un marché commun et l'harmonisation progressive de leurs politiques sociales".

- Avril 1956 : adoption par les membres de la CECA du rapport Spaak. Pendant plusieurs mois, un comité intergouvernemental se réunit sous la direction de Paul-Henri Spaak (1899-1972), ministre belge des affaires étrangères, pour étudier le marché commun, les investissements et les problèmes sociaux, l'énergie classique, l'énergie nucléaire, les transports et les travaux publics. Dans un livre paru en 2013 (« Le viol de l'Europe » ; PUF), Robert Salais voit dans ce rapport le point de départ d'une construction européenne fondée sur la libéralisation des marchés, y compris financiers, au détriment de l'union politique, c'est-à-dire bien avant la « révolution néolibérale » des années 1980.

- Signature du **Traité de Rome le 25 mars 1957** au Palais du Capitole.

Pour leur pays respectif, les signatures sont celles, pour la Belgique, de P.-H. Spaak, ministre des affaires étrangères et du baron Jean-Charles Snoy et d'Oppuers, ministre des affaires économiques, pour la France, de Christian Pineau, ministre des Affaires étrangères et de Maurice Faure, secrétaire d'État aux Affaires étrangères, pour l'Allemagne, de Conrad Adenauer, chancelier de l'Allemagne fédérale, et de Walter Hallstein du ministère des Affaires étrangères de la RFA, pour l'Italie, d'Antonio Segni, président du Conseil, pour le Luxembourg, de Joseph Bech, et pour les Pays-Bas, de Johan Willem Beyen. Plusieurs d'entre eux sont allés ensuite se recueillir sur la tombe d'un autre « père fondateur » de l'Europe, l'italien Alcide De Gasperi, mort en 1954.

Plus précisément, ce sont deux traités qui sont signés à Rome le 25 mars 1957 : le premier crée la Communauté économique européenne (CEE) ; le second crée la Communauté européenne de l'énergie atomique (CEEA ou Euratom). Ces deux traités sont entrés en vigueur le 14 janvier 1958.

Quatre articles du *traité de Rome*, celui qui institue la Communauté économique européenne (CEE), évoquent les questions monétaires et financières :

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

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

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

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

- 1^{er} janvier 1958 -> Sont installées à Bruxelles les Commissions de la CEE et de la CEEA : l'Allemand Walter Hallstein préside la première et le Français Louis Armand la seconde. Le Français Robert Marjolin est le premier Vice-Président de la CEE en tant que commissaire chargé de l'économie et des finances.

Notons que Walter Hallstein, considéré comme l'un des « pères fondateurs de l'Europe », défendait une vision fédéraliste de l'Europe, donc supranationale, et s'opposait dans son pays à la vision au contraire intergouvernementale, basée sur le libre-échange, de Ludwig Erhard. Dans un discours fait à Londres en 1953, W. Hallstein avait distingué 3 dimensions de l'intégration européenne : l'intensité,

selon le degré de transfert par les États membres de leur souveraineté individuelle à la communauté supranationale, l'étendue, selon le nombre d'États membres et le temps, selon le délai de réalisation de l'intégration complète. Soulignons que le chancelier Adenauer a opté pour les choix de W. Hallstein à plusieurs reprises : contre ceux non seulement de L. Erhard qui était davantage favorable aux solutions intergouvernementales - alors que W. Hallstein était favorable à la solution fédérale sous forme d'une « intégration constitutionnelle - mais aussi contre d'autres ministres de la RFA qui préféraient créer une zone de libre-échange plutôt qu'un marché commun. Notons aussi que W. Hallstein, de même d'ailleurs que H. von der Groeben, l'un des principaux rédacteurs du rapport Spaak de 1956, et qui fut le 1^{er} commissaire européen en charge de la concurrence étaient des défenseurs de l'ordolibéralisme.

• 19 mars 1958 -> Tenue de la première session, à Strasbourg, de « l'Assemblée parlementaire européenne », qui résulte de l'élargissement de « l'Assemblée commune » de la CECA pour englober les 3 communautés. Elle comporte alors 142 membres.

• 14 Septembre 1958 -> Le Général De Gaulle, fondateur et premier président de la 5^{ème} République française, et Konrad Adenauer, premier chancelier de l'Allemagne fédérale (« l'Allemagne de l'Ouest »), se rencontrent pour la première fois à Colombey-les-deux-Églises où se trouve la résidence privée de Ch. De Gaulle. C'est le début non seulement d'une solide amitié entre les deux hommes mais aussi de ce qu'on appellera « le « couple franco-allemand » qui va jouer un rôle décisif dans la construction européenne. Cette rencontre concrétise le dessein qu'ont les premiers bâtisseurs de l'Europe : empêcher tout nouveau conflit entre les peuples européens. Car, le moins que l'on puisse dire, c'est que la France et l'Allemagne ont eu depuis des siècles des parcours totalement différents et même contraires puisqu'elles se sont affirmées dans l'affrontement ; et que la formation de leurs nations s'est appuyée sur des conceptions aussi différentes que celles de Renan d'un côté et de Fichte de l'autre. Le Chancelier Adenauer restera au pouvoir jusqu'en 1963. Il aura tout au long de cette longue période le même ministre de l'économie, Ludwig Erhard, qui prendra d'ailleurs sa succession à la chancellerie. C'est à L. Erhard que revient le mérite d'avoir lancé « l'économie sociale de marché » qui se propose d'assurer à la fois la liberté économique et la justice sociale. Il est important de savoir que L. Erhard est partisan de l'**ordolibéralisme**, thèse économique développée dans les années qui ont suivi la deuxième guerre mondiale par l'école de Fribourg qui réfute à la fois la philosophie utilitariste des libéraux et celle, matérialiste, des marxistes, pour y préférer les valeurs sociales chrétiennes et les principes de la philosophie idéaliste allemande (Selon de nombreux auteurs, c'est Walter Eucken qui est à l'origine de cette doctrine économique dès le début des années 1930 - donc dans le sillage de la crise de 1929 - avec des articles, dont « Denken, Warum ? » en 1933 et qui l'approfondit par la suite, notamment en publiant en 1940 « Die Grundlagen der Nationalökonomie »). L'ordolibéralisme défend l'initiative individuelle et les mécanismes du marché : il s'oppose à l'interventionnisme dirigiste (non seulement à la planification impérative à la soviétique mais aussi à la planification indicative à la française), et même à l'interventionnisme conjoncturel de type keynésien. Mais il préconise en même temps l'instauration d'un certain nombre de règles et d'institutions pour promouvoir des valeurs jugées supérieures à l'économie qui n'en est que le fondement matériel. L'ordolibéralisme est une forme de néolibéralisme : la coordination par le mécanisme des prix et la concurrence est un bien public et il se méfie du pouvoir exécutif et n'a de confiance que pour le pouvoir législatif et le pouvoir judiciaire. Pour lui, les politiques économiques que l'État met en œuvre doivent être définies ex ante par des lois votées par le pouvoir législatif et elles doivent être surveillées par le pouvoir judiciaire. D'où l'importance de la Constitution et des lois. Comme l'écrit Michel Aglietta dans son livre « La monnaie, entre dettes et souveraineté », « l'ordolibéralisme institue une véritable constitution économique, dont la clé de voute est la monnaie. La monnaie est le ciment de la nation parce qu'elle établit le lien de confiance le plus général. Elle préserve les intérêts des épargnants, la conservation des patrimoines et l'autonomie des États régionaux, eux-mêmes responsables des politiques économiques de soutien aux PME. Il s'ensuit que la stabilité de la monnaie est constitutive de l'ordre social au-delà du politique ». Il faut retenir que l'Allemagne a été marquée à tout jamais par l'hyperinflation de 1923 : entre autres anecdotes, on raconte que dans certains restaurants, les serveurs montaient sur les tables toutes les demies-heures pour crier les nouveaux prix des menus !

Historiquement, l'ordolibéralisme plonge ses racines dans la guerre austro-prussienne de 1866 qui a vu la victoire de la Prusse industrielle et protestante sur l'Autriche agraire et catholique, et même dans la révolution de 1848 qui s'est mal terminée en juin 1849 puisqu'elle a privé l'Allemagne de la mutation

libérale qu'ont connu la France et l'Angleterre et l'a laissée aux prises avec les archaïsmes de l'aristocratie et du conservatisme. On a confirmation de l'importance que revêt en Allemagne la valeur de l'autorité dans l'analyse d'E. Todd : l'Allemagne est un pays de « famille souche » pour laquelle cette valeur est dominante, alors que la France, pays essentiellement de « famille nucléaire égalitaire », est majoritairement porteuse de valeurs libérales et égalitaires.

Comme le montreront Pierre Dardot et Christian Laval dans un ouvrage qui paraîtra en mai 2016, aux éditions La Découverte : « Ce cauchemar qui n'en finit pas – Comment le néolibéralisme défait la démocratie », l'ordolibéralisme demande une véritable constitution économique qui « est strictement conçue par analogie avec une constitution politique. De même qu'une constitution politique a pour fonction de garantir, au moyen d'un certain nombre de règles de base, la compatibilité des droits individuels reconnus aux citoyens avec l'intérêt politique général, une constitution économique doit définir les règles économiques de base permettant de concilier les libertés économiques individuelles avec l'intérêt économique général. Au nombre des principes constitutionnels fondant ces libertés économiques, il faut compter la propriété privée, la liberté des contrats et la libre concurrence. Cependant, des actions publiques s'avèrent nécessaires afin de rendre effectif l'exercice de ces libertés individuelles : ainsi de l'engagement de l'État à garantir la stabilité monétaire, engagement qui doit être inscrit en tant que tel dans la constitution économique. (...) L'originalité de l'ordolibéralisme est de ne pas se contenter de l'invocation des grands principes du droit (liberté et propriété privée), mais de constitutionaliser les principes de toute politique économique (stabilité monétaire, équilibre budgétaire, etc.) (...) Le programme ordolibéral de construction d'un "ordre de marché", ou "ordre de concurrence", a déterminé l'orientation de la construction européenne dès l'origine, même si cette orientation ne sera actualisée et accomplie que bien plus tard, en fonction des rapports de force internes à l'Europe et dans un contexte mondial beaucoup plus favorable. (...) 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 ».

L'ordolibéralisme aura une portée très importante dans deux domaines en particulier : le développement d'une forme performante de capitalisme appelée souvent « le capitalisme rhénan », et une trilogie, dont les deux premiers éléments vont profondément influencer l'histoire de la construction européenne à venir, à savoir une banque centrale indépendante du pouvoir politique, une politique budgétaire orthodoxe sous la responsabilité du gouvernement, et une politique sociale menée sous la forme d'une cogestion entre les partenaires sociaux. On peut ajouter que la politique de concurrence européenne s'inspire beaucoup de l'idée de police des marchés défendue par l'ordolibéralisme : on sent en effet très bien cette source d'inspiration dans ce qu'a écrit en 1965 le 1^{er} commissaire européen chargé de la concurrence, H. von der Groeben : « La politique de concurrence ne signifie pas laisser faire, mais réaliser un ordre fondé sur des normes juridiques. Cet ordre n'est pas une fin en soi, mais il sert, sur le plan économique à la croissance, sur le plan social à la satisfaction optimale des besoins ainsi qu'à une répartition équitable des revenus et, sur le plan juridique et sociologique, à la préservation de la liberté économique des entrepreneurs et des consommateurs ». La mise en place généralisée dans les pays européens d'agences de régulation - qui sont en France des « Autorités administratives indépendantes » (AAI) - est certes considérée en général comme la transposition en Europe d'institutions nord-américaines (surtout que de nombreuses agences régulatrices sont nées suite à la libéralisation de secteurs économiques, elle-même fortement incitée par la dynamique anglo-saxonne), mais elle peut tout aussi bien être analysée comme une application de la pensée ordolibérale.

Sur le plan bibliographique, l'ordolibéralisme fait l'objet depuis longtemps d'écrits importants, notamment la thèse de François Bilger publiée en 1964, et beaucoup plus récemment (octobre 2017) celle de Raphaël Fèvre ; également l'ouvrage collectif de Th. Beck et H.-H. Kotz, « Ordoliberalism : a German oddity ? » paru le 22/11/2017 et l'excellent chapitre synthétique de « l'économie européenne 2019 », paru en février 2019 à La Découverte.

À la fin de la présentation du livre coordonné par Beck et Kotz, on lit :

« En termes modernes, l'ordolibéralisme a mis l'accent sur les questions microéconomiques. Les politiques macro (de stabilisation) autres que la stabilisation de la valeur de la monnaie ont été jugées peu utiles, voire pas du tout. À cet égard, l'ordolibéralisme partage une foi inconditionnelle dans la capacité d'auto-stabilisation d'une économie de marché avec les écoles de macroéconomie américaines.

L'école ordolibérale a eu une grande influence sur l'économie allemande ainsi que, peut-être plus important encore, sur la politique et le discours publics. Le Wirtschaftswunder (miracle économique) d'après-guerre des années 50 et 60 était censé corroborer son analyse. La philosophie ordolibérale a également eu un impact décisif sur la structure institutionnelle de la communauté économique européenne (en particulier la politique de concurrence et l'interdiction des aides d'État), ainsi que par la suite sur son union monétaire (pensez au mandat de la BCE ainsi qu'au pacte de stabilité et de croissance fondé sur des règles).

Mais dans notre deuxième (ou troisième) monde, les marchés sont imparfaits et faillibles (comme le sont évidemment les autorités publiques). Les contrats restent par nécessité incomplets. Par conséquent, dans certaines circonstances, une intervention publique motivée - un jugement discrétionnaire - est requise. Ce n'est évidemment pas une philosophie allemande ni le pragmatisme américain. Plus vraisemblablement, les Grecs - cf. L'éthique à Nicomaque d'Aristote - peuvent revendiquer le droit d'auteur à cet égard ».

La pensée ordolibérale joue un rôle central dans la construction européenne depuis les tout débuts. Comme l'écrivait l'économiste Michel Dévoluy dans le « Bulletin de l'observatoire des politiques économiques en Europe » de l'hiver 2015, « (...) Le versant résolument libéral de l'ordolibéralisme sous-tend la construction européenne depuis son origine. Il suffit pour le montrer d'évoquer quatre thèmes essentiels : le principe de la concurrence libre et non faussée, la stabilité des prix, la rigueur budgétaire et les mécanismes de surveillance multilatérale. Les réactions européennes face à la crise qui dure depuis 2008 confirment et accentuent cette trajectoire. (...) L'ordolibéralisme promeut une approche holistique qui implique des réflexions pluridisciplinaires. Pour ce qui concerne l'Europe et la zone euro, cela signifie que la construction européenne doit faire avancer de front les préoccupations sociales et les questions économiques. Pour les ordolibéraux, la science économique ne doit pas désertir le champ du social sous prétexte de se rapprocher des méthodes des sciences exactes. Pour eux, l'économie est encadrée dans toute la complexité de la société. Elle est une science sociale à part entière. En suivant cette analyse, l'Europe ne peut pas être seulement monétaire et économique. Elle doit aussi être politique. L'ordolibéralisme donne une place centrale aux plans des acteurs et à la nécessité de les coordonner. Cela pourrait se traduire pour l'Europe de la zone euro par une *planification fédératrice* qui s'apparente à une forme de planification indicative. L'objectif est ici, d'abord, de baliser le futur grâce à de grands choix collectifs et, ensuite, de se donner les moyens de les réaliser à travers des politiques publiques dédiées. La zone euro a la bonne dimension pour de telles ambitions. En résumé, l'ordolibéralisme contient une composante sociale et humaniste que la construction européenne a ignorée. Cet ordolibéralisme originel dessine un projet de société dont l'Europe monétaire pourrait s'inspirer. L'enjeu est ici d'élaborer un espace politique plus fort, plus apaisé et capable de répondre aux grands enjeux sociaux, écologiques et géopolitiques du monde à venir. Vaste programme dont les Européens pourraient se saisir afin de réenchanter l'Europe à venir. (...) ».

• Décembre 1958 -> Accord monétaire européen pour limiter les fluctuations des monnaies vis-à-vis du dollar (+/- 0,75% au lieu de +/- 1%).

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

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

En 1960 aussi est créé le Comité français pour l'Union paneuropéenne (CFUP). Cette création doit beaucoup à la correspondance pendant la guerre entre le comte Coudenhove-Kalergi - créateur de l'Union paneuropéenne internationale à Vienne en 1926 - et le Général de Gaulle. Le CFUP sera dirigé par des gaullistes (L. Terrenoire, président, A. Peyrefitte, secrétaire général, G. Pompidou, trésorier).

• 1962 -> Le "rapport Marjolin" définit l'union monétaire comme troisième étape du marché commun. Par ailleurs, un Mémorandum propose un programme pour réduire les fluctuations entre les monnaies communautaires et pour promouvoir une action commune dans les relations avec le SMI.

Signalons que c'est également en 1962 que le plan Fouchet (Christian Fouchet est alors ministre du Général de Gaulle) propose un « traité établissant une Union d'États ». Nous avons avec ce plan la

version intergouvernementale de la construction européenne, celle qui s'oppose à la version supranationale de J. Monnet.

Comme le précise Alain Kerherve dans un article publié fin juillet 2011, le Général de Gaulle, entre juillet et septembre 1960, s'entretient avec « les 6 » de la question de l'organisation politique de l'Europe. Cela aboutit à la création en février 1961 d'une commission d'études, présidée par Christian Fouchet (d'où le nom de « commission Fouchet »), dont la mission est de présenter des propositions pour donner « un caractère statutaire à l'union de leurs peuples ». Comme l'indique A. Kerherve, « seule la France présentera publiquement un projet structuré d'union politique. (...) Il existe cependant trois versions de ce projet ou plan Fouchet. Une première version du plan Fouchet est en effet rendue publique le 3 novembre 1961. Une deuxième version est ensuite officiellement transmise à nos partenaires européens le 13 janvier 1962. C'est toutefois une troisième version du plan Fouchet qui est rendue publique par la France le 18 janvier 1962. Or cette dernière version du plan Fouchet est en retrait par rapport aux deux versions précédentes, à la suite de modifications opérées par Charles de Gaulle le 17 janvier 1962.

Les institutions prévues par le plan Fouchet sont les suivantes : un Conseil des chefs d'État et de gouvernement et trois comités des ministres : Comité des ministres des Affaires étrangères, Comité des ministres de la Défense et Comité des ministres de l'Éducation nationale ; une Assemblée parlementaire européenne consultative, institution commune avec la Communauté européenne ; une Commission politique, composée de hauts fonctionnaires appartenant à l'administration des Affaires étrangères des États membres, avec une présidence tournante parallèle à celle du Conseil des chefs d'État et de gouvernement. Il ne s'agit donc pas, contrairement à la Commission européenne, d'un secrétariat général permanent à caractère supranational. Une révision générale du traité est enfin prévue au bout de trois ans (article 16), avec notamment pour objectif l'établissement de politiques étrangère et de défense unifiées (et non plus seulement communes) et une réorganisation des institutions (article 17). Le plan Fouchet est cependant rejeté, la rupture définitive entre la France et ses partenaires européens s'effectuant le 17 avril 1962 autour de trois points ». Ces 3 points concernent l'OTAN, la réorganisation des institutions et la candidature de la Grande-Bretagne. Sur ce dernier point, il faut rappeler le fameux dilemme de Paul-Henri Spaak « si vous ne voulez pas l'intégration, alors il faut la Grande-Bretagne et si vous ne voulez pas de la Grande-Bretagne, alors il faut l'intégration. Il nous faut l'un ou l'autre. Nous ne pouvons pas nous trouver sans l'intégration, ni sans la Grande-Bretagne ». A la suite de quoi, A. Kerherve souligne « la contradiction entre la volonté simultanée de construire une Europe supranationale et d'élargir la Communauté économique européenne (CEE) à la Grande-Bretagne, qui refuse alors, comme la France, toute intégration supranationale ».

Lors d'une conférence de presse faite au Palais d'Orsay le 14 novembre 1949, le Général de Gaulle déclarait :

« L'organisation de l'Europe est une chose énorme, extrêmement difficile et qui, à mon sens, implique un acte de foi populaire. Les institutions de l'Europe doivent naître des Européens, c'est-à-dire d'une manifestation démocratique, par le suffrage universel, des citoyens de l'Europe. Il faut poser à ces citoyens trois questions :

- « Voulez-vous qu'on fasse l'unité de l'Europe, notamment au point de vue de son économie, de sa culture et de sa défense ? »
- « Voulez-vous que l'on constitue un organe confédératif des peuples de l'Europe pour gérer cette unité ? »
- « Pour élaborer les institutions européennes, voulez-vous nommer une Assemblée ? »

Je suis convaincu que, si l'on posait aux peuples ces trois questions, on en tirerait deux avantages immenses. (...) Le deuxième serait qu'on pourrait voir quels peuples veulent et quels peuples ne veulent pas. Alors, on saurait à quoi s'en tenir et l'on pourrait commencer ».

Lors d'une conférence de presse faite à l'hôtel Continental le 25 février 1953, il déclarait :

« Pour pouvoir aboutir à des solutions valables, il faut tenir compte de la réalité. La politique n'est rien d'autre que l'art des réalités. Or, la réalité, c'est qu'actuellement l'Europe se compose de nations. C'est à partir de ces nations qu'il faut organiser l'Europe et, s'il y a lieu, de la défendre. Au lieu d'une fusion intolérable et impraticable, pratiquons l'association. En poursuivant des chimères, on a déjà perdu des années ».

Lors de sa conférence de presse faite au Palais de l'Élysée le 15 mai 1962, à la suite d'ailleurs de laquelle les ministres MRP ont démissionné du gouvernement, le Général de Gaulle déclarait :

« Je n'ai jamais, quant à moi, dans aucune de mes déclarations, parlé de "l'Europe des patries", bien qu'on prétende toujours que je l'ai fait. Ce n'est pas, bien sûr, que je renie, moi, la mienne ; bien au contraire, je lui suis attaché plus que jamais et je ne crois pas que l'Europe puisse avoir aucune réalité vivante si elle ne comporte pas la France avec ses Français, l'Allemagne avec ses Allemands, l'Italie avec ses Italiens, etc. Dante, Goethe, Chateaubriand, appartiennent à toute l'Europe dans la mesure même où ils étaient respectivement Italien, Allemand et Français. Ils n'auraient pas beaucoup servi l'Europe s'ils avaient été des apatrides et s'ils avaient pensé, écrit en quelque "espéranto" ou "volapük" intégré...

Mais, il est vrai que la patrie est un élément humain, sentimental, alors que c'est sur des éléments d'action, d'autorité, de responsabilité qu'on peut construire l'Europe. Quels éléments ? Eh bien, les États ! Car il n'y a que les États qui soient à cet égard valables, légitimes et capables de réaliser. J'ai déjà dit et je répète, qu'à l'heure qu'il est, il ne peut y avoir d'autre Europe que celle des États, en dehors naturellement des mythes, des fictions, des parades. Ce qui se passe pour la Communauté économique, le prouve tous les jours, car ce sont les États, et les États seulement, qui ont créé cette Communauté économique, qui l'ont pourvue de crédits, qui l'ont dotée de fonctionnaires. Et ce sont les États qui lui donnent une réalité et une efficacité, d'autant plus qu'on ne peut prendre aucune mesure économique important sans commettre un acte politique ».

L'EURO

Ces déclarations démontrent amplement que Ch. De Gaulle, étant donné les réalités qu'il constate et analyse, se méfie d'une Europe supranationale et qu'il défend l'idée d'une Europe des États, pour ne pas dire d'une Europe des patries ; même si c'est bien ainsi que s'expriment les gaullistes Michel Debré et Alain Peyrefitte, lequel écrit dans Le Monde du 17 septembre 1960 : « Aujourd'hui Europe des patries, un jour patrie européenne ».

C'est l'échec du plan Fouchet qui est à l'origine du plan Franco-allemand, appelé aussi Traité de l'Élysée, signé le 22 janvier 1963 pour créer un embryon d'Europe politique.

- 30 mars 1962 -> L'Assemblée parlementaire européenne prend le nom de « Parlement européen ».

- 29 novembre 1962 -> Discours à Munich de H. von Groeben, au cours duquel il précise « l'objectif des efforts d'intégration : la réalisation d'un ordre économique et social équitable, et fondé sur la liberté, c'est-à-dire conforme à la tradition et aux idéaux de l'Europe [...] Il faut encore protéger la concurrence pour lui permettre de jouer son rôle d'instrument d'orientation. Une réglementation commune de la concurrence doit assurer aux entreprises du marché commun des conditions de départ égales et empêcher que la concurrence ne soit faussée par des interventions de l'Etat ou par des pratiques privées ». *Voilà une confirmation de la construction ordolibérale de la politique européenne de concurrence.*

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

Ce traité doit instaurer une coopération franco-allemande dans les domaines des Affaires étrangères, de la défense et de la jeunesse.

Comme le dit le Général De Gaulle, « Les autres se joindront à la longue à nous ».

Mais le Traité sera vidé de sa substance politique par un vote du Bundestag le 16 mai 1963 en ajoutant un préambule unilatéral qui prône : « maintien et renforcement de l'alliance des peuples libres et, en particulier, étroite association entre l'Europe et les États-Unis ; défense commune dans le cadre de l'Alliance atlantique ; unification de l'Europe selon la voie tracée par la création de la Communauté en y admettant la Grande-Bretagne, renforcement des Communautés européennes existantes et abaissement des barrières douanières ».

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

- 20 janvier 1965 -> Le Parlement européen adopte une résolution pour que les gouvernements fassent avancer l'idée d'une Europe démocratique et fédérale. Cette résolution était bien entendu défendue par W. Hallstein.

- 8 avril 1965 : Signature du Traité de fusion de institutions des 3 communautés (dit aussi Traité de Bruxelles) : création d'une seule Commission et d'un seul Conseil pour les 3 communautés européennes existant à l'époque (CEE, Euratom et CECA). Ce traité sera abrogé par le traité d'Amsterdam qui sera signé le 2 octobre 1997.

- Du 30 juin 1965 au 30 janvier 1966 -> « Crise de la chaise vide » : Cette période correspond à l'opposition forte entre le Général de Gaulle, Président français, fervent partisan de l'option intergouvernementale de la construction européenne, et Walter Hallstein, président de la Commission européenne, qui a une vision fédéraliste, donc supranationale, et qui souhaite accroître le rôle du Parlement européen et substituer au principe de l'unanimité la règle de la majorité dans les procédures de décision. Le fait générateur de cette crise est de manière plus factuelle la question du financement de la PAC, parce que la proposition de la Commission (de W. Hallstein) consiste à développer des ressources propres des Communautés, et donc indépendamment des États, et à attribuer des pouvoirs budgétaires au Parlement européen. Ainsi, la France, qui présidait jusqu'au 30 juin le Conseil, décide le 1^{er} juillet de ne plus siéger au Conseil des ministres jusqu'à obtenir gain de cause. Cela va durer 6 mois. La France, qui comprend que sa décision l'isole, accepte de reprendre de nouvelles négociations et les réunions à Luxembourg, notamment grâce aux contributions de Pierre Werner, le président en exercice du Conseil, permettent d'aboutir au « compromis de Luxembourg » qui met en principe un terme à la crise. En principe, car on dit souvent qu'il s'agit en fait d'un « accord sur un désaccord ».

En effet, il est prévu que lorsqu'un pays estime que ses intérêts essentiels sont en jeu, les négociations doivent continuer jusqu'au moment où un compromis acceptable par tous soit trouvé (« Lorsque, dans les cas de décisions susceptibles d'être prises à la majorité sur proposition de la Commission, des intérêts très importants d'un ou plusieurs partenaires sont en jeu, les membres du Conseil s'efforceront, dans un délai raisonnable, d'arriver à des solutions qui pourront être adoptées par tous les membres du Conseil, dans le respect de leurs intérêts mutuels et de ceux de la Communauté. [...] La délégation française estime que, lorsqu'il s'agit d'intérêts très importants, la discussion devra se poursuivre jusqu'à ce que l'on soit parvenu à un accord unanime. Les six délégations constatent qu'une divergence subsiste sur ce qui devrait être fait au cas où la conciliation n'aboutirait pas complètement »). P. Werner a tiré de son expérience une leçon de médiation : « J'ai conçu l'exercice de ma présidence comme devant assurer surtout la création d'une ambiance et d'un climat de négociation tenant compte des sensibilités à fleur de peau de partenaires aspirant à une entente. Celle-ci ne devait pas laisser de perdant dans une empoignade de subtilités de langage camouflant un désaccord fondamental persistant ».

Une conséquence immédiate importante de la crise de la chaise vide est la victoire de la conception intergouvernementale avec la défaite de la vision de W. Hallstein. En cela, cet épisode met en échec l'idée que la construction européenne progresse par « crises ».

- 29 et 30 mai 1967 : Conférence au sommet à Rome à l'occasion du 10^{ème} anniversaire de la signature des Traités CEE et EURATOM. Les chefs d'État et de gouvernement disent leur intention de faire entrer en vigueur le 1^{er} juillet 1967 le traité de fusion des institutions des 3 communautés.

- 1^{er} juillet 1967 -> Entrée en vigueur du traité de fusion des institutions des trois Communautés.

- 3 juillet 1967 -> Première réunion du Conseil des Communautés européennes, présidé par l'Allemagne.

C'est également en 1967 que le Général de Gaulle s'oppose à l'adhésion du Royaume-Uni au Marché commun (conférence de presse du 27 novembre 1967), opposition qui sera levée par Georges Pompidou lors du Sommet de La Haye du 1^{er} et 2 décembre 1969.

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

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

- 12 février 1969 -> Raymond Barre, vice-président de la Commission, propose un plan pour la création d'une union économique et monétaire qui fait suite à des propositions formulées en 1968 dans le but de donner à l'Europe une "personnalité monétaire" : c'est le « plan Barre I ».

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

- 1^{er} et 2 décembre 1969 -> Sommet de La Haye où sont étudiées les conditions d'un approfondissement de la Communauté sur la base du Plan Barre. Les chefs d'État veulent « tout mettre en œuvre pour réaliser l'intégration économique et monétaire » ; car le désordre monétaire ambiant fait courir des dangers à la Communauté européenne et spécialement à la PAC. Il faut arrêter une « logique cumulative de la désintégration » selon l'expression de J. van Ypersele et J.-C. Koeune.

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

§2) LES ANNEES 70 DE L'EUROPE A 9

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

Remarque : au risque d'être excessif, voire caricatural, nous estimons que l'entrée du R.-U dans le Marché commun marque un tournant considérable dans la construction européenne et dans la nature du projet européen. En effet, pour nous, le R.-

L'EURO

U veut voir dans le Marché commun plutôt une zone de libre-échange efficace qu'un pas supplémentaire fait en direction de la constitution d'une Europe politique ; et tous ses comportements ultérieurs concrétiseront cette position.

- Février 1970 -> Accord entre banques centrales pour le soutien monétaire à court terme (SMCT).

- 4 mars 1970 -> Le « plan Barre II » est présenté par la Commission au Conseil. Il est prévu une Union économique et monétaire par étapes, et l'UEM est envisagée pour 1978 à l'issue d'un processus de convergence en parallèle des politiques économiques, budgétaires et monétaires, d'harmonisation des fiscales et de rétrécissement progressif des marges de fluctuations entre les monnaies européennes. La politique monétaire serait assurée par un conseil des gouverneurs des banques centrales, ce qui préfigure le SEBC.

- 11 mars 1970 -> Début des travaux du Comité Werner.

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

- Août 1970 -> Rapport Ansiaux sur les marges de fluctuation des monnaies européennes.

- Octobre 1970 -> Publication du "**rapport Werner**" qui affirme que, en 3 étapes, "l'union économique et monétaire est un objectif réalisable dans le courant de la décennie". Le rapport Werner approfondit les orientations définies lors du Sommet de La Haye

« les monnaies communautaires sont assurées d'une convertibilité réciproque totale et irréversible, sans fluctuation de cours et avec des rapports de parités immuables ou, de préférence, sont remplacées par une monnaie communautaire unique ;

- la création de liquidités dans l'ensemble de la zone et la politique monétaire et du crédit sont centralisées ;
- la politique monétaire à l'égard du monde extérieur est du ressort communautaire ;
- les politiques des États membres à l'égard du marché de capitaux sont unifiées ;
- les données essentielles de l'ensemble des budgets publics, et en particulier la variation de leur volume, l'ampleur des soldes et les modes de financement ou d'utilisation de ces derniers sont décidés au niveau communautaire ;
- les politiques régionales et structurelles ne sont pas exclusivement du ressort des pays membres ;
- une consultation systématique et continue des partenaires sociaux est assurée au niveau communautaire. »

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

- Mars 1971 -> Résolution du Conseil et des représentants des gouvernements des États membres adoptant le rapport Werner et renforçant la coordination des politiques économiques ainsi que la coopération des banques centrales ; concours financier à moyen terme (CFMT).

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

- 24 avril 1972 -> Création du « serpent monétaire ».

- 23 Juin 1972 -> La livre sterling quitte le « serpent monétaire ».

- 19 au 21 Octobre 1972 -> Le sommet de Paris réaffirme la volonté des chefs d'État et de gouvernement de « réaliser d'une façon irréversible l'union économique et monétaire » et de créer « une union européenne au sens large et complet du terme » au plus tard en 1980.

- 1^{er} janvier 1973 -> Adhésion du Danemark, du Royaume-Uni et de l'Irlande à la CEE.

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

Dans « La vie des idées.fr » de juillet 2014, Vincent Duchaussoy fera de cette loi une excellente analyse (http://www.laviedesidees.fr/IMG/pdf/20140701_1_etat_livre_aux_financiers_.pdf) :

« Dès 1970, la direction du Trésor jugeait en effet les moyens de refinancement de ce dernier auprès de la Banque de France, comme étant complexes et obsolètes. (...) Le régime en vigueur à la veille de la loi de 1973 était fondé sur la convention de trésorerie du 29 octobre 1959. Cette convention

autorisait deux types de concours par la Banque de France. Ils comprenaient, d'une part, les « prêts à l'État » et les « avances », dont les plafonds étaient variables mais représentait en 1970 respectivement 5,45 et 3,45 milliards de francs, soit un total de 8,9 milliards, fréquemment utilisés en totalité. Ce montant représentait alors environ 2% du PIB et 16% de la dette publique. (...) Dans les années 1970, et ce sera le cas plus encore après les chocs pétroliers successifs, ce financement du Trésor par la création monétaire pose effectivement deux problèmes principaux du point de vue de la Banque de France et des gouvernements de l'époque : 1 - il participe à la spécificité française d'une économie d'endettement fondée sur un financement assis majoritairement sur le recours au crédit bancaire plutôt qu'aux marchés financiers ; 2 - il est l'une des sources principales de l'inflation qui gangrène l'économie française dans les années 1970, et qui montre des signes de frémissement à partir de la fin des années 1960. (...) L'article 25 supprimait en effet la possibilité pour le Trésor de présenter ses effets à l'escompte de la Banque de France. Autrement dit, la Banque de France ne pouvait plus financer directement le Trésor par un achat direct de bons du Trésor. Ce qui ne signifie pas qu'elle ne pouvait pas financer le Trésor d'une autre manière. Cela ne signifiait pas non plus que la Banque ne pouvait participer indirectement au financement de l'État en réescomptant les bons du Trésor achetés par les banques commerciales, qui pour une large part étaient du reste publiques ! (...)

À la suite de la promulgation de la loi, qui conférait à l'institut d'émission de nouveaux statuts, les relations de trésorerie entre le Trésor et la Banque de France furent redéfinies par une convention signée entre les parties le 17 septembre 1973, et approuvée dans la foulée par la Parlement, conformément à la loi. Cette convention de trésorerie fixait le plafond des concours de trésorerie pouvant être apportés par la Banque de France au Trésor à 20,5 milliards de francs, dont la moitié à titre gratuit, ce qui correspondait peu ou prou à l'agrégation des différents plafonds de financement du système précédent (...) En d'autres termes, l'État pouvait bien continuer de se financer auprès de la banque centrale, et dans des proportions analogues à ce qui constituait ses possibilités antérieures. C'était tout l'esprit de la loi de 1973 : moderniser le « circuit » de financement tout en conservant pour le Trésor les mêmes possibilités de financement, rationalisée par la loi nouvelle. (...)

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

• Mars 1973 -> Sortie du serpent du tunnel et flottement concerté des monnaies communautaires. De sa création en avril 1972 à février 1973, le « serpent » a fonctionné dans le cadre des parités fixes avec le dollar : le « serpent est dans le tunnel ». Mais la donne change quand le dollar se met à flotter à partir du début 1973 : « le serpent sort du tunnel ». Le "serpent monétaire" devient donc libre ; avec le flottement autonome du FRF à partir de janvier 74, on aura même affaire à un "mini-serpent" autour seulement de l'Allemagne et du Bénélux. La Norvège et la Suède rejoignent le « serpent » le 14. Le serpent monétaire européen sera de fait mis en sommeil en 1976.

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

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

• 19 janvier 1974 -> Le franc français sort du « serpent ». Il y sera de nouveau du 10 juillet 1975 au 15 mars 1976.

• 9 et 10 décembre 1974 -> Sommet européen réunissant les chefs d'États et de gouvernements membres des Communautés européennes qui décident, entre autres, que des élections directes « devraient intervenir à partir de 1978 » pour désigner les députés européens, et qu'ils se réuniront 3 fois par an mais aussi à chaque fois que cela sera nécessaire : c'est la naissance du « Conseil européen ». Est également adopté le vote à majorité qualifiée. En plus de la création du Conseil européen, ce sommet de décembre 1974 charge Leo Tindemans, alors Premier ministre de Belgique, de préparer un rapport pour définir ce qu'il faut entendre par « Union européenne », expression mise en avant en octobre 1972 : il faut « se mettre d'accord au plus tôt sur une conception d'ensemble de l'Union européenne ». *Nonobstant la demande adressée à Leo Tindemans, les réunions des « Sommets européens » et la création du « Conseil européen » sont évidemment d'inspiration intergouvernementale et réduisent par conséquent d'avance la portée de la vision fédéraliste qui pourra s'exprimer par la suite.*

• 17 Février 1975 -> Règlement du Conseil sur les emprunts communautaires.

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

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

• 29 décembre 1975 et 7 janvier 1976 -> Leo Tindemans présente respectivement à ses collègues membres du Conseil et à la presse le rapport qu'on lui a demandé en décembre 1974 sur une « conception d'ensemble de l'Union européenne ». Mais comme les points de vue étaient divergents, « le mandat était piégé » comme l'écrira dix ans plus tard Philippe de Schoutheete : « Leo Tindemans s'est abstenu d'aborder la définition de l'Union européenne en termes de droit constitutionnel. "J'ai volontairement refusé", écrit-il dans sa lettre de transmission du rapport, "de faire un rapport qui aurait la prétention d'être, en partie, la constitution de la future Union européenne". Il considère l'Union européenne comme "une phase nouvelle" dans un "processus continu", c'est-à-dire essentiellement en terme de dynamique politique. À cette phase nouvelle, il propose d'assigner un certain nombre d'objectifs précis : politique extérieure commune, union économique et monétaire, solidarité par la voie de politiques régionale et sociale, action dans la vie quotidienne des individus. C'est la réalisation de ces objectifs, et non une mutation constitutionnelle, qui manifestera l'existence de l'Union européenne. Celle-ci suppose, bien sûr, un renforcement de l'efficacité de l'appareil décisionnel mais, et c'est une autre caractéristique fondamentale, dans le respect de sa diversité. Leo Tindemans réaffirme ses convictions fédéralistes dans sa lettre de transmission. Mais il propose que l'Union européenne se construise sur la double base des institutions communautaires, d'inspiration supranationale ou fédérale, et de la coopération politique, d'inspiration intergouvernementale ou confédérale, à condition qu'existent entre les deux appareils suffisamment de liens "pour définir une vision politique commune, globale et cohérente". L'auteur rappelle les divergences de vues en présence, qui opposent les tenants de la « méthode communautaire », qui souhaitent que toutes les activités entrent dans ce cadre, les fédéralistes qui sont pour le moins déçus par les propositions de L. Tindemans qu'ils tenaient pour l'un des leurs et ceux qui mettent en cause la nette séparation faite entre l'économique et le politique. Ajoutons que le rapport Tindemans se refuse à entrer vraiment dans le débat sur l'Union économique et monétaire » pour ne pas prendre position entre les « économistes » et les « monétaristes ». Et comme l'ajoute Ph. de Schoutheete, « Peut-être en raison même de ces pressions contradictoires, la

conception d'ensemble de l'Union européenne issue du rapport Tindemans est celle qui a prévalu au cours du temps. Elle a été implicitement acceptée en 1976 dans le rapport que les ministres des Affaires étrangères ont fait au Conseil européen sur les propositions de Leo Tindemans. On la retrouve dans la déclaration solennelle sur l'Union européenne de Stuttgart (1983) et dans l'Acte unique européen de 1986. (...) Il est intéressant de noter d'ailleurs que cette approche se retrouve partiellement dans le projet de traité instituant l'Union européenne, auquel reste attaché le nom d'Altiero Spinelli. Celui-ci part d'une conception toute différente de celle du rapport Tindemans puisqu'il vise à établir un cadre juridique nouveau, mais il maintient la dualité des voies (action commune ou coopération) tant pour le passé (l'acquis communautaire et de coopération politique) que pour l'avenir ». Précisons que ce projet de traité (appelé souvent projet Spinelli) sera adopté par le Parlement européen le 14 février 1984 (voir plus loin à cette date).

• 20 septembre 1976 -> Signature à Bruxelles de l'acte portant élection au suffrage universel des représentants au Parlement européen. Cet acte entrera en vigueur en juillet 1978 et les premières élections auront lieu du 7 au 10 juin 1979.

• 1977 -> Discours en octobre à Florence sur l'union monétaire de Roy Jenkins, président de la commission portant son nom et communication en novembre de la Commission européenne au Conseil sur les perspectives d'Union économique et monétaire.

• Avril 1978 (Conseil de Copenhague), Juillet 78 (Conseil de Brême), Décembre 78 (Conseil de Bruxelles) -> Renouveau de l'idée d'espace monétaire européen et résolution pour assurer une stabilité

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

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

• 6 et 7 juillet 1978 -> Le Conseil de Brême signe un accord sur les grandes lignes d'un Système monétaire européen.

• 5 décembre 1978 -> « Résolution de Bruxelles » du Conseil européen sur l'instauration du Système monétaire européen (SME) et de l'écu.

• 13 Mars 1979 -> Le Conseil européen de Paris déclare l'entrée en vigueur du SME. Accord entre les banques centrales sur les modalités du fonctionnement du SME : l'écu est une unité de compte de type "panier" composé des 9 monnaies mais le Royaume-Uni ne participe pas au système de change. Accord entre les Banques centrales de la CEE sur les modalités de fonctionnement du SME (+/- 2,25% de marges de fluctuation pour toutes les monnaies sauf pour la lire : +/- 6%.

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

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

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

• 30 novembre 1979 -> Dévaluation de la couronne danoise de 4,76%.

§3) LES ANNEES 80 DE L'EUROPE A 12

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

• 22 mars 1981 -> Dévaluation de la lire de 6%, qui le sera à nouveau de 3% en octobre.

• Octobre 1981 (le 4), juin 1982 (le 12) et mars 1983 (le 21) -> Le franc est dévalué trois fois, respectivement de 3%, de 5,75% et de 2,5%, mais maintenu dans le SME. De son côté, le Deutschemark, après avoir été réévalué déjà de 2% en septembre 1979, l'est à nouveau, respectivement, de 5,5%, 4,25% et de 5,5%.

• 22 janvier 1983 : discours important au Bundestag du Président François Mitterrand pour promouvoir l'amitié entre les peuples français et allemand.

• 25 mars 1983 -> Sous la présidence du Président Mitterrand, Conseil des ministres à Paris au cours duquel J. Delors, avec l'appui du Premier ministre Pierre Mauroy, le gouvernement français fait prendre à sa politique économique un important tournant : après une période passée à réaliser autant que possible les promesses du « Programme commun » et des « 110 propositions pour la France », le choix de la rigueur est fait pour éviter une dégradation forte et rapide des indicateurs macroéconomiques de la France. Pour le journaliste économique J.-M. Quatrepoint, ce jour marque la perte de la guerre monétaire par la France.

Avec cette rupture du 25 mars, la France ouvre la période de la politique de « désinflation compétitive » et de « franc fort », ce qui montre la volonté de Paris de regagner la crédibilité de la France ; comme ce sera le cas plusieurs années après, lorsque les Présidents de la République s'appelleront Sarkozy, Hollande et Macron.

L'EURO

- 14 février 1984 -> Sous l'impulsion d'Altiero Spinelli, grand homme politique italien, considéré comme l'un des pères de l'Europe, le Parlement européen adopte un projet instituant une Union européenne devant déboucher sur une union politique, qui influencera certes l'Acte unique de 1986 mais qui hélas ne se concrétisera pas davantage. L'idée de base de ce projet est la création d'une assemblée constituante pour que l'Europe se dote d'une vraie Constitution et, par là, la réalisation d'une union fédérale. Le projet propose le principe de subsidiarité, veut généraliser le vote du Conseil à la majorité simple.

Alors que la conception de Tindemans était à la fois politique et pragmatique, celle de Spinelli est plutôt à la fois juridique et constitutionnelle ; et franchement fédéraliste. L'histoire montrera que la conception de Tindemans l'a emporté sur celle de Spinelli.

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

- Septembre 1984 -> La Grèce rejoint le mécanisme de change du SME.

- 12 mars 1985 -> Modification à Palerme de l'accord du 13 mars 1979 pour renforcer le statut de l'écu (mobilisation, acceptabilité, rémunération, multi-détention).

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

- 28-29 Juin 1985 -> Publication par la Commission du Livre blanc, programme et calendrier pour l'achèvement du marché intérieur de 1985 à 1993 que l'Acte unique va officialiser.

- 22 juillet 1985 -> Réévaluation de plusieurs monnaies de 2% (franc français, deutschemark, florin, couronne danoise, franc belge, France luxembourgeois, livre irlandaise) et dévaluation de 6% de la lire.

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

Le passage du Marché commun à l'Acte unique marque une extension importante de la liberté économique entre les États membres puisque se rajoute à la liberté de la circulation des biens et des services celle de la libre circulation du travail et du capital, autrement dit des facteurs de production. La conséquence lourde est que l'Acte unique porte en lui le creusement des hétérogénéités entre les pays à cause des effets d'agglomération et de polarisation des activités économiques qu'il va entraîner inexorablement.

- Avril 1986 -> Dernière dévaluation du franc (de 3%), alors que le deutschemark et le florin sont réévalués de 3%, le franc belge et le franc luxembourgeois l'étant de 2%.

- Avril 1987 -> Publication aux éditions Gallimard « Penser l'Europe », écrit par Edgar Morin.

- 1^{er} juillet 1987 -> Entrée en vigueur de l'Acte unique européen, avec pour objectif d'achever le "grand marché intérieur" ou encore le "marché unique" avant la fin de 1992.

L'Acte unique marque l'institutionnalisation de la coopération politique qui complète la dimension économique de la Communauté européenne ; et un fonctionnement qui marie la méthode de l'intégration supranationale avec les politiques communautaires et la méthode de la coopération intergouvernementale avec la Coopération politique européenne.

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

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

- 2 juin 1988 -> C'est la date que propose l'économiste français J.-M. Daniel comme date précise de la naissance de la monnaie européenne. Selon lui, c'est en effet ce jour-là qu'est lancée la création de l'union monétaire lorsque F. Mitterrand invite à Évian le chancelier Kohl. L'objectif poursuivi n'est pas seulement de poursuivre et d'approfondir la construction européenne mais aussi de trouver une parade au désordre monétaire international créé par les décisions américaines et par l'échec des accords du Louvre de février 1987.

- 24 juin 1988 -> Directive du Conseil pour la mise en œuvre de l'art. 67 du Traité de Rome : la libération des mouvements de capitaux sera effective le 1^{er} juillet 1990 et regroupement du CFMT et des emprunts communautaires dans l'unique dispositif SFMT (soutien financier à moyen terme).

Cette directive, n°88/361, précise dans son article premier : « Les États membres suppriment les restrictions aux mouvements de capitaux intervenant entre les personnes résidant dans les États membres (...) » et dans son article 7 : « Les États membres s'efforcent d'atteindre, dans le régime qu'ils appliquent aux transferts afférents aux mouvements de capitaux avec les pays tiers, le même degré de libération que celui des opérations intervenant avec les résidents des autres État membres (...) ». Certains considèrent que cette directive va jouer un rôle important dans la transmission de la crise des subprimes de 2007-2008 des États-Unis en l'Europe.

On peut considérer que cette directive, qui approfondit l'Acte unique, jouera également un rôle important dans le mouvement de « polarisation » des activités industrielles en Europe puisqu'elle accroît considérablement la mobilité des facteurs de production, lesquels peuvent alors se diriger librement vers les régions où les facteurs territoriaux sont déjà importants. De cette manière, l'Acte unique et cette directive donnent un avantage considérable à l'économie allemande, et, symétriquement, vont être coûteux en pertes d'emplois industriels pour les pays européens de la périphérie, spécialement à l'Ouest (France, Espagne, Portugal, Italie, Royaume-Uni). Cette responsabilité de la directive n°88/361 dans la « dualisation » de l'UE, dans l'opposition entre les États membres du Nord et ceux du Sud, se prolonge d'ailleurs dans les déséquilibres extérieurs courants et donc aussi dans les niveaux d'endettement : les pays du cœur sont créanciers et ceux de la périphérie sont débiteurs. On peut alors en conclure, paradoxalement, que cette directive et l'Acte unique portent en eux des ferments de crise pour toute la zone euro.

- 28 Juin 1988 -> Pour "proposer les étapes concrètes vers l'union économique et monétaire", le Conseil européen de Hanovre forme un comité, composé des gouverneurs des banques centrales de la CEE et présidé par Jacques Delors, lequel est reconduit par ce même Conseil dans ses fonctions de Président de la Commission.

- Fin 1988 -> Dans ses Mémoires (publiés en 2020), Jean-Pierre Chevènement livre non seulement un témoignage précieux mais aussi une analyse pertinente : « j'avais découvert en Conseil des ministres un projet de transposition d'une directive européenne visant à la libération des mouvements de capitaux, avant toute harmonisation préalable de la fiscalité sur l'épargne, et cela non seulement à l'intérieur de la Communauté européenne mais également vis-à-vis des pays tiers, autant dire à l'échelle de la planète. Première puissance commerciale mondiale, la Communauté européenne aurait pu s'opposer à ce tournant libre-échangiste radical. Elle aurait pu tempérer de quelques règles restrictives, en matière de politique industrielle et de circulation des capitaux notamment. Elle ne l'a pas fait. Paris n'a pas résisté au néolibéralisme qui triomphait à Londres. La directive était prise en application de l'Acte unique, négocié en 1985. J'étais consterné de ce que je découvrais : la parenthèse libérale ouverte en 1983 ne se refermerait donc jamais ! Ce fut un tournant décisif dans la longue alliance que nous avons passée avec François Mitterrand. Je demandai à intervenir quand Bérégovoy eut fini de présenter son texte. "Vous rendez-vous compte, dis-je en interpellant le Conseil et en fait François Mitterrand, qu'en avalisant ce texte, vous allez créer un déséquilibre fondamental entre le capital et le travail ? Le capital pourra se déplacer d'un bout à l'autre de la Terre, à la vitesse de la lumière, le temps qu'il faut pour passer un ordre en Bourse, tandis que les salariés, eux, resteront assignés au local, comme jadis le manants, attachés à la glèbe". Une sorte de gêne s'installa. Bérégovoy, placé à côté de moi, me glissa : "Tais-toi, c'est déjà arbitré ! " J'ai su que Bérégovoy, avant cet « arbitrage », avait partagé les mêmes réserves que moi. Mais il les avait surmontées. (...) François

Mitterrand a jeté son poids dans la balance : c'est à la demande de Kohl, déclara-t-il, qu'il avait accepté de supprimer l'exigence de supprimer l'exigence d'harmonisation préalable de la fiscalité sur l'épargne. (...) Dans le système très cloisonné de décision qu'avait institué François Mitterrand, tout ce qui se rapportait à son « grand dessein » européen se traitait en dehors du Conseil des ministres entre l'Élysée, Roland Dumas, ministre des Affaires étrangères, et son directeur de cabinet, Bernard Kessedjian, Pierre Bérégovoy, ministre de l'Économie et des Finances, et quelques hauts technocrates mis dans la confiance. (...) C'est ainsi que ce que l'on appelle la « construction européenne », c'est-à-dire la dérégulation à l'échelle de l'Europe, a pu progresser dans la plus totale opacité, mais sous l'impulsion constante et quasi-obsessionnelle de François Mitterrand. C'était son grand pari, celui qui lui permettrait de passer à la postérité ».

- Janvier 1989 -> Publication dans la revue « Observations et diagnostics économiques » de l'OFCE - n°26 - d'une analyse fouillée sur « Vers une monnaie commune en Europe ? » de Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak. Après un utile rappel historique, sont présentées les 3 modalités possibles d'unification monétaire : monnaie seulement commune, unification « douce » avec une monnaie commune en période de transition et unification « brutale » avec une monnaie unique directement. La première est considérée comme irréaliste, et les deux autres soulèvent chacune des difficultés spécifiques. Comme le notent les deux auteurs dès leur introduction : « Quel que soit le processus considéré, les avantages - meilleure circulation des fonds en Europe, baisse des taux d'intérêt en France - doivent être pesés face aux dangers - création d'un pouvoir monétaire autonome plus sensible à la stabilité des prix qu'à la croissance, risque de pertes durables de compétitivité - et aux incertitudes car selon sa configuration institutionnelle, le système permettra une plus grande autonomie des politiques budgétaires ou au contraire les enfermera dans un carcan monétaire ».

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

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

- Juin 1989 -> Malgré l'opposition britannique, le Conseil européen de Madrid considère le rapport du "comité Delors" comme "une bonne base de travail" et fixe au 1er juillet 1990 le démarrage de la 1ère étape de l'UEM.

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

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

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

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

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

§4) LES ANNEES 90 DE L'EUROPE A 15

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

L'EURO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Remarques :

- Pour que la réunification soit possible, encore fallait-il que les vainqueurs de la Seconde guerre mondiale donnent leur accord en signant enfin le traité de paix : ce fut fait le 12 septembre précédent avec le traité de Moscou, dit traité « 2+4 » (RFA, RDA, EU, R.U., Russie et France).
- La réunification de l'Allemagne résulte d'une négociation particulière entre la France et l'Allemagne en ce sens que le Président français –François Mitterrand-, qui fut sans doute des dirigeants européens le plus réservé à l'encontre de la réunification, a accepté le principe de la réunification en contrepartie de l'engagement de l'Allemagne à accepter celui de la monnaie unique, autrement dit l'abandon de son sacro-saint Mark, avec le risque d'une certaine remise en cause de la discipline monétaire qui est toujours allée avec (selon J.-P. Chevènement, l'idée de F. Mitterrand était « d'enlever à l'Allemagne son Mark », car, comme Helmut Kohl l'avait dit au Président français, « le Deutschemark, pour nous Allemands, c'est notre porte-drapeau, c'est le socle de notre reconstruction d'après-guerre »). L'instauration de la monnaie unique était pour la France une façon de retrouver un rôle dans la définition de la politique monétaire et de mettre ainsi fin à toute une période où ses décisions en la matière étaient conditionnées par la toute puissance du Mark.
- On dit souvent que la réunification a coûté cher aux Allemands, ce qui est vrai, d'où leur grande réticence à participer au sauvetage des pays en difficulté lors de la crise des dettes souveraines qui commencera en 2010. Mais elle a coûté cher aussi aux autres pays européens ; en particulier à cause de la politique monétaire non coopérative menée par la Banque centrale allemande, avec des taux directeurs très élevés, pour juguler une inflation qu'ont suscitée la reconstruction des Länder de l'Allemagne de l'Est et la « digestion » de la réunification par l'Allemagne de l'Ouest. Mais les autres pays avaient des taux d'inflation plus bas, ce qui justifiait pour eux des taux d'intérêt modérés. Par conséquent, l'écart entre les taux allemands et les autres pouvaient entraîner des mouvements de capitaux : pour éviter des fuites de capitaux, il fallait aligner ses

taux nationaux sur ceux de l'Allemagne, ce qui aboutit à des taux réels excessifs. C'est cette situation qui explique la forte récession de 1993, avec toutes ses conséquences économiques (baisse d'activité, diminution du pouvoir d'achat, dégradation des finances publiques), sociales (chômage) et politiques ; et avec aussi une progression de l'euroscpticisme. De surcroît, alors que certains voisins de l'Allemagne ont tenté de soutenir leur activité par la dévaluation de leur monnaie, la France n'a pas voulu y recourir, de peur de voir l'Allemagne remettre l'accord en faveur de la monnaie unique. D'où une forte envolée du chômage en France et une grave crise de changes en Europe au cours des années 1992 et 1993 qui met à mal non seulement le SME à proprement parler mais toute la construction monétaire de l'Europe (voir ci-après). Comme l'activité ne reprendra en Europe qu'à la fin des années 1990, on peut dire que cette décennie a été perdue pour notre continent –

- alors qu'elle apparaît aux États-Unis comme celle de la « nouvelle économie » - et cela à cause d'une politique non coopérative qui secoua des économies trop hétérogènes. La situation se répétera d'une certaine façon lors de la crise des dettes souveraines.
 - Octobre 1990 -> Entrée de la livre anglaise dans le SME.
 - Octobre 1990 (le 14) -> Publication par la Commission européenne du rapport « Un marché, une monnaie », qui vante les bénéfices à attendre de l'Union économique et monétaire.
 - Octobre 1990 -> Le Conseil européen de Rome ("Rome 1") accepte l'architecture d'ensemble de l'UEM, avec le passage à la 2ème phase au début de 1994, et réaffirme la nécessité de la PESC.
 - Décembre 1990 -> Le Conseil européen de Rome ("Rome 2") rappelle qu'il faut faire ratifier les modifications du traité de Rome avant la fin de 1992 et déclare ouvertes les deux conférences intergouvernementales décidées en décembre 89 et juin 90.
 - 26 mars 1991 -> Naissance du Mercosur (en espagnol) ou Mercosul (en portugais) ou Marcosud (en français), marché commun du Sud (de l'Amérique), regroupant le Brésil, l'Argentine, le Paraguay et l'Uruguay. Le Venezuela rejoindra ces membres permanents du Mercosur en 2006.
 - Octobre 1991 -> Accord sur la création de l'Espace économique européen (EEE), qui regroupe les 12 pays de la CEE et 7 pays de l'AELE (Autriche, Finlande, Islande, Liechtenstein, Norvège, Suède et Suisse).
 - Décembre 1991 -> Le Conseil européen, le 46ème, réuni à Maastricht, adopte le traité de l'Union européenne sur l'UEM et sur l'union politique, dit **Traité de Maastricht**. Ce traité prévoit pour l'UEM un calendrier en trois étapes : 1/1/90-21/12/93 ; 1/1/94-début 98 ; début 98-2002, cette dernière étape constituant le passage à la monnaie unique proprement dit.
- Le 26 décembre, **dissolution officielle de l'URSS**, qui est remplacée par la Fédération de Russie et 14 autres Républiques indépendantes.
 - 7 Février 1992 -> Signature à Maastricht du Traité de Maastricht par les douze ministres des Affaires étrangères. Les parlements nationaux doivent ratifier le traité dans l'année : les Français votent « oui » à 51% le 20 septembre.
 - 18 mars 1992 -> Remise du rapport sur l'harmonisation des fiscalités des pays de l'UE établi par le « Comité Ruding ». Mais non seulement ce rapport est très critiqué mais de plus les propositions que la Commission fait en s'en inspirant se heurtent à la volonté des États de rester maîtres de leur politique fiscale. J.-P. Chevènement aime rappeler l'abandon de la clause de l'harmonisation fiscale préalable qu'avait pourtant posée le traité de Luxembourg en avril 1970.
 - Juin 1992 -> Au Danemark, le « non » l'emporte au référendum sur le traité de Maastricht.
 - Juin 1992 aussi -> Publication dans la Revue financière du « Manifeste des 60 : Les économistes allemands contre Maastricht ».

Plusieurs points, parmi les 11 que comporte le document, méritent d'être repris :

- « Une Union économique et monétaire fonctionnelle requiert comme condition préalable une harmonisation durable des structures économiques les plus pertinentes des États-membres (c'est-à-dire clairement maintenue pendant plusieurs années). Le respect à l'échéance, exceptionnellement et de fait plus ou moins par hasard, de ces seuls critères prévus actuellement n'est absolument pas la preuve d'une convergence réussie.
- Les critères de convergence établis à Maastricht sont trop laxistes. Ainsi, la condition préalable requise pour qu'un État entre dans l'Union économique et monétaire ne sera pas une stabilité du niveau des prix définie en valeurs relatives mais en valeurs absolues.

L'EURO

- Une condition indispensable à la réussite d'une politique de stabilisation des prix serait que la Banque centrale européenne soit aussi compétente pour fixer le cours du change par rapport aux monnaies des pays tiers. Comme un tel transfert de compétence n'est pas prévu, on court le risque que la politique monétaire soit détournée par les influences politiques sur les cours du change et ce dans un sens défavorable à la stabilité. Cela vaut aussi pour les transferts de capitaux dans les pays tiers, qui pourront toujours être contrôlés.
- Il ne se dégage pas encore en Europe, comme c'est traditionnellement le cas en Allemagne, de consensus pour considérer la stabilité des prix comme une priorité.
- Une monnaie commune soumettra ceux de nos partenaires européens qui sont économiquement plus faibles à une pression plus forte de la concurrence et par là ils connaîtront une croissance du chômage du fait de leurs moindres productivité et compétitivité. Pour remédier à cela des transferts de paiements élevés seront rendus nécessaires, dans le sens d'une harmonisation économique. À cet égard il manque pourtant un système de réglementations suffisamment démocratique et légitime, car pour l'instant aucun accord n'a été trouvé concernant la structure d'une union politique.
- Pour le moment, aucun argument n'est économiquement convaincant pour justifier d'imposer d'en haut une unité monétaire à une Europe encore socialement et économiquement désunie et aux intérêts politiques divergents. L'établissement du Marché commun de la Communauté européenne ne rend nécessaire ni n'impose en aucune manière une monnaie commune européenne.
- L'introduction précipitée d'une union monétaire va soumettre l'Europe à des tensions économiques intenses qui, à bref délai, peuvent la conduire vers l'épreuve d'un déchirement. L'union monétaire pourrait menacer par là l'objectif d'intégration.
- Ce sont les résolutions de Maastricht et non les critiques dont elles sont l'objet qui mettent en péril la perspective d'une croissance paisible en Europe ».

Notons qu'à cette période, les banquiers centraux allemands qui se sont succédés (K.-O. Pöhl et, quand celui-ci a démissionné pour exprimer précisément son opposition, H. Tietmayer) se sont montrés également très critiques. Rappelons que c'est O.-K. Pöhl qui a dit que « l'inflation, c'est comme le dentifrice, une fois sorti du tube, on peut difficilement l'y remettre. Ainsi, il vaut mieux ne pas appuyer trop fort sur le tube ».

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

- Août 1992 -> Publication aux éditions Clément Juglar du livre de Maurice Allais (Prix Nobel d'économie) : « Erreurs et impasses de la construction européenne ».

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

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

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

- 17 décembre 1992 -> Signature du traité instaurant l'ALÉNA, Accord de libre-échange nord-américain (NAFTA en anglais ou TLCAN en espagnol), qui regroupe les États-Unis, le Canada et le Mexique. Ce traité, sorte de réponse au traité de Maastricht ainsi qu'à celui du Mercosur entrera en vigueur le 1^{er} janvier 1994. L'UE, le Mercosur et l'Aléna sont les trois grands marchés intégrés du monde. L'ordre chronologique de formation de ces marchés régionaux est aussi celui, décroissant, de leur degré d'intégration : l'Aléna n'est qu'une zone de libre-échange, au même titre que l'AELE - association européenne de libre-échange - formée en 1960 à l'initiative du Royaume-Uni et qui regroupe aujourd'hui l'Islande, la Norvège, le Liechtenstein et la Suisse-, que l'ASEAN, association des nations du Sud-Est asiatique – qui a pris en août 1967 la suite de l'ASA entre l'Indonésie, la

Malaisie, les Philippines, Singapour, la Thaïlande, Brunei, le Vietnam, le Laos, le Myanmar et le Cambodge-, que l'ALECE, accord de libre-échange centre européen que l'on peut aussi qualifier de balkanique, créé comme l'Aléna en décembre 1992 et qui réunira à partir de 2007 la Croatie, la Macédoine, la Bosnie-Herzégovine, la Moldavie, la Serbie, le Monténégro, l'Albanie et le Kosovo.

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

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

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

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

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

- Août 1993 -> Ces fortes turbulences sur le marché des changes, causées tout à la fois par la surévaluation de certaines monnaies (due à l'aggravation de l'écart d'inflation par rapport à l'Allemagne), par le choc de demande dû à la réunification allemande, par le ralentissement de l'activité en Europe à partir de 1991 et par la spéculation financière (les marchés anticipent des dévaluations causées par un assouplissement inévitable des politiques monétaires pour relancer l'activité, étant donné que les critères de Maastricht limitent l'utilisation des politiques budgétaires), forcent à l'élargissement de +/- 2,25 % à +/- 15 % des marges de fluctuation entre les monnaies des pays membres, tout en réaffirmant la validité des parités centrales. *On peut légitimement se poser la question de savoir si le SME est toujours un système de changes fixes ou s'il n'est pas entré dans la catégorie des systèmes de changes flexibles contrôlés. En tous les cas, cette crise révèle la faiblesse congénitale de la construction monétaire de l'Europe : l'hétérogénéité des économies entraîne une asymétrie entre les variables monétaires des uns et des autres – les taux de change avant l'euro et les taux d'intérêt réels après-, ce qui aggrave les déséquilibres en développant des cercles vicieux.*

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

À propos de la crise de 1993, P.-A. Muet indique : « En Europe continentale, la récession de 1993 est surtout le résultat d'une gestion particulièrement inefficace, par l'ensemble des pays de la Communauté, des conséquences de la réunification allemande. En prolongeant la phase de croissance de la fin des années quatre-vingt, le choc budgétaire de la réunification permit à l'ex-RFA de retrouver de façon transitoire le plein emploi en 1991, mais au prix d'une inflation combattue par une politique monétaire excessivement restrictive. Si le mark n'avait pas été l'ancre du SME, une appréciation unilatérale du mark, souhaitée il y a deux ans par la Bundesbank, aurait sans doute permis de faire l'économie des récessions de 1993 en Europe continentale ».

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

- Août 1993 -> Conformément au Traité de Maastricht, une **loi (du 4 août) donne à la Banque de France son indépendance**, crée le Conseil de la politique monétaire et interdit à la Banque centrale de prêter son concours aux administrations publiques pour le financement monétaire de leurs déficits.

L'article 1 de la loi fixe à la Banque de France comme objectif essentiel sinon unique la stabilité des prix. Il reste au gouvernement à déterminer le régime des changes et la parité du franc.

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

- Septembre 1993 -> Publication par Le Monde d'un entretien avec Hans Tietmeyer, Gouverneur de la Buba et présenté souvent comme le « grand prêtre du Deutschemark ». Il ressort des propos que Hans Tietmeyer est un représentant important de deux idéologies qui sont à la base, à la fois, de la réussite du modèle allemand et de la construction de l'UEM : l'ordolibéralisme et l'économie sociale de marché. D'ailleurs, il a présidé le think tank « l'initiative pour une nouvelle économie sociale de marché ».

- Octobre 1993 -> Le sociologue français Pierre Bourdieu écrit le 25 de ce mois un article dans Libération pour faire la critique des propos de Hans Tietmeyer. Il reprendra ce thème plusieurs fois par la suite, en particulier en octobre 1996 lors d'une conférence donnée à Fribourg (voir à cette date, plus loin) et dans Le Monde diplomatique en septembre 1997.

- 1^{er} novembre 1993 -> **Entrée en vigueur du Traité de Maastricht**, ratifié par les 12 États membres. Gel de la composition de l'écu. **L'Union européenne est officiellement née**. La Communauté européenne (CE) se transforme ainsi en Union européenne (UE) et la CEE devient la CE (Communauté européenne) parce que ses compétences concernent aussi la culture, la santé publique et l'éducation. Et au pilier communautaire s'ajoutent le pilier de la politique étrangère et de sécurité commune (PESC) et le pilier de la coopération dans les domaines de la justice et des affaires intérieures (JAI).

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

- 11 décembre 1993 -> Le Conseil européen approuve les conclusions du Livre blanc de la Commission "Croissance, compétitivité, emploi" de Bruxelles, appelé parfois « livre blanc Delors » et intitulé « Les défis et les pistes pour entrer dans le 21^{ème} siècle ».

Comme l'indiquera Jérôme Vignon en février 2014 dans une tribune sous l'égide de l'Institut Jacques Delors,

« (...) Le Livre blanc, dans ses deux parties consacrées à la trilogie « croissance, compétitivité, emploi », se présente alors comme une sorte de puzzle dont les pièces sont imbriquées les unes dans les autres, comme pour illustrer l'exigence de la coopération. Certaines de ces pièces sont classiques : le socle macroéconomique d'une croissance saine, conforme à l'esprit du traité sur l'Union économique et monétaire (UEM), qui fait résulter la croissance de la stabilité, d'une inflation faible et de la modération salariale ; la pleine valorisation du marché intérieur et de son volet d'accompagnement par une politique commune de la recherche ; la contribution de la politique commerciale à l'édification d'un monde ouvert. D'autres sont en revanche largement inédites et créeront la surprise :

Ce sont d'abord les développements consacrés aux politiques nationales de l'emploi et du travail qui décrivent un agenda national exigeant autour de l'idée que l'éducation initiale et permanente, les habitudes de dialogue social, la législation du travail, la protection sociale et son financement *forment un système dans chaque pays* et doivent évoluer ensemble mais pas nécessairement de façon homogène. Il s'agit ensuite d'un programme étendu d'infrastructures d'intérêt européen de transport et d'énergie (250 milliards d'écus dont 95 prioritaires d'ici 2000), télécommunications (150 milliards d'écus dont 67 prioritaires), environnement (174 milliards d'écus sur 7 années), le tout assorti d'une proposition de financement européen équivalente à 20 milliards d'écus par an, dont les deux tiers proviennent de sources classiques et le dernier tiers avance des outils hétérodoxes d'emprunt-prêt sous forme d'*obligations de l'Union et d'obligations convertibles du Fond européen d'investissement*.

Le dernier élément consiste dans l'horizon de long terme vers *un nouveau modèle de développement pour la Communauté*. C'est le fameux « chapitre 10 », qui figure une sorte de postface de l'ensemble (...).

Ce chapitre 10 fournit des « réflexions sur un nouveau modèle de développement pour la Communauté » en analysant les liens structurels entre l'environnement et l'emploi avec la demande d'un nouveau modèle de développement durable et d'une technologie propre, et en étudiant les moyens qui faciliteraient les mutations structurelles.

(https://www.cvce.eu/content/publication/1997/10/13/b0633a76-4cd7-497f-9da1-4db3dbbb56e8/publishable_fr.pdf).

J. Vignon parle de « modération salariale ». Certains analystes ont bien remarqué que le « Livre blanc Delors » prône même « une règle empirique acceptable » : la progression du salaire réel pourrait être inférieure d'un point à celle de la productivité. Cette règle a une conséquence évidente, la baisse de la part de la rémunération du travail dans la répartition de la richesse créée ; c'est la porte ouverte à la dévaluation interne et à la politique « austéritaire ».

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

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

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

- créer une autorité monétaire commune, l'Institut monétaire européen (IME), situé à Francfort et qui doit non seulement préfigurer la future banque centrale européenne (BCE) mais aussi développer la coopération monétaire (le premier président de l'IME est le belge Alexandre Lamfalussy qui dirigeait jusqu'alors la Banque des règlements internationaux -BRI- ; et décédera en mai 2015) ;
- élargir le domaine d'application de la règle de la majorité aux décisions d'orientation de politique économique ;
- renforcer le marché intérieur, les aides structurelles et la politique de la concurrence.

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

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

• 1^{er} septembre 1994, publication d'un document de travail du groupe CDU-CSU du Bundestag allemand, signé de Wolfgang Schäuble, Karl Lamers et Theo Waigel, appelé souvent « **papier Schäuble-Lamers** », et intitulé : « Réflexions sur une politique européenne ». Ce papier revêt une importance capitale dans l'histoire de la construction européenne. En effet, il propose une Europe à plusieurs vitesses avec la consolidation d'un noyau dur constitué par l'Allemagne et la France, dans une véritable perspective de fédération à géométrie variable. On y trouve en particulier le passage suivant : « Le processus d'intégration européenne a atteint un point critique de son développement. Si l'on ne parvient pas à trouver une solution aux causes de ce dangereux développement d'ici deux à quatre ans, l'Union se transformera (...) inexorablement en un agglomérat désorganisé de sous-groupes éclectiques, essentiellement limités à certains aspects économiques ». Mais les gouvernants français, en pleine cohabitation (Mitterrand-Balladur) s'opposent à cette proposition, parce qu'aucun ne veut prendre de risque et en prétextant notamment que l'Italie n'est pas prévue dans le « noyau dur ». Par ce refus, la France rate une occasion historique et porte une responsabilité énorme dans ce qui va advenir de l'Europe et de la zone euro.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

• Octobre 1996 -> Pierre Bourdieu fait une forte critique de la « pensée Tietmeyer » - c'est-à-dire du Président de la Buba, considéré comme un artisan de premier plan de la construction de l'UEM – (voir ce qui est dit ici en septembre et octobre 1993), à l'occasion d'une conférence qu'il donne lors des Rencontres culturelles franco-allemandes à l'Université de Fribourg-en-Brisgau. Pour cette conférence, il reprend l'analyse qu'il a faite quelques jours auparavant dans Le Monde. Et il reproduit ces propos dans un chapitre du livre « Contre-feux », paru en avril 1998 aux éditions Raison d'agir, dont le sous-titre est « Propos pour servir à la résistance contre l'invasion néo-libérale ».

Nous en citons ci-dessous quelques passages caractéristiques :

« Je relis une dernière fois les propos de Monsieur Hans Tietmeyer : “ l'enjeu d'aujourd'hui, c'est de créer des conditions favorables à une croissance durable et à la confiance des investisseurs, il faut donc... – remarquez ce « donc » – ...contrôler les budgets publics, baisser le niveau des taxes et impôts jusqu'à leur donner un niveau supportable à long terme, réformer les systèmes de protection sociale, démanteler les rigidités sur les marchés du travail, de sorte qu'une nouvelle phase de croissance ne sera atteinte à nouveau que si nous faisons un effort de flexibilité sur les marchés du travail “. (...)

Si les mots du discours de M. Hans Tietmeyer passent si facilement, c'est qu'ils ont cours partout. Ils sont partout, dans toutes les bouches, il courent comme monnaie courante, on les accepte sans hésiter, comme on fait précisément d'une monnaie, d'une monnaie stable et forte évidemment, aussi stable et aussi digne de confiance, de croyance, de créance, que le deutsche mark : “croissance durable“, “confiance des investisseurs“, “budgets publics“, “système de protection sociale“, “rigidité“, “marché du travail“, “flexibilité“, à quoi il faudrait ajouter “globalisation“, “flexibilisation“, “baisse des taux“ - sans préciser lesquels-, “compétitivité“, “productivité“, etc. (...)

C'est à travers de telles complicités passives qu'est venue peu à peu à s'imposer une vision dite néo-libérale, en fait conservatrice, reposant sur une foi d'un autre âge dans l'inévitabilité historique fondée

sur le primat de forces productives sans autres régulations que les volontés concurrentes des producteurs individuels. Et ce n'est peut-être pas par hasard que tellement de gens de ma génération sont passés sans peine d'un fatalisme marxiste à un fatalisme néo-libéral : dans les deux cas, l'économisme déresponsabilise et démobilise en annulant le politique et en imposant toute une série de fins indiscutées, croissance maximum, compétitivité, productivité. Ce qui peut surprendre, c'est que ce message fataliste se donne des allures de message de libération, par toute une série de jus lexicaux autour de l'idée de liberté, de libération, de dérégulation, etc., par toute une série de féminisme, ou de double jeu avec les mots - le mot de réforme par exemple -, visant à présenter une restauration comme une révolution, selon une logique qui est celle de toutes les révolutions conservatrices. Si on met la confiance des marchés financiers qu'on entend sauver à tout prix, en relation avec la méfiance des citoyens, on voit peut-être mieux où est la racine de la maladie. L'économie est, sauf quelques exceptions, une science abstraite fondée sur la coupure, absolument injustifiable, entre l'économique et le social qui définit l'économisme. Cette coupure est au principe de l'échec de toute politique qui ne connaît pas d'autre fin que la sauvegarde de « l'ordre et de la stabilité économiques », ce nouvel Absolu dont M. Tietmeyer s'est fait le mieux desservant, échec auquel conduit l'aveuglement politique de quelques-uns et que nous payons tous ».

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

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

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

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

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

Les dessins des pièces en euro sont par ailleurs adoptés.

Pour le texte des conclusions, voir http://www.senat.fr/europe/amsterdam_1997.pdf.

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

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

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

En octobre 1997 également, publication chez Syros-Alternatives économiques du livre « **La monnaie unique en débat ; nouvelles perspectives** ». Ce livre est le « fruit d'un travail collectif initié par les signataires de l'Appel des économistes pour sortir de la pensée unique qui ont organisé deux colloques à la Sorbonne en juin et octobre 1996 » (Cet Appel réunit plus de 300 économistes français).

L'introduction résume bien les principaux apports : « (...) Une responsabilité et une urgence : marquée par cet économisme, la construction de la monnaie unique - dont les conséquences sont si fortes depuis quelques années sur l'économie nationale - a érigé en dogme la dépolitisation de la gestion de la monnaie (confiée à des banques centrales indépendantes) et la réduction relative des dépenses publiques (expressions de l'inefficacité et de la place excessive occupée par l'État dans l'espace économique). Ce dogme est consacré par les critères de convergence du traité de Maastricht que pérennise désormais le Pacte de stabilité de Dublin. La politique de réduction des déficits publics, le contrôle de l'inflation par une banque centrale indépendante, la flexibilité des marchés sont alors présentes comme les axes de la seule politique jugée possible.

Cet ouvrage récuse cette façon de voir, et montre que d'autres choix sont possibles en matière de politique économique en Europe. (...) Ce livre rend compte de la variété des propositions pour sortir de l'impasse néo-libérale en Europe. Le lecteur y trouvera les principaux termes d'un débat qui porte à la fois sur la fin (quelle Europe et quelles priorités ?) et sur les moyens (quel système monétaire pour les États membres de l'Union européenne et quels critères de fonctionnement de ce système ?).

Christian Tutin se prononce pour une monnaie unique keynésienne. Il défend l'idée du passage rapide à la monnaie unique comme condition nécessaire à l'émergence de politiques économiques coordonnées. Mais il souligne les dangers nés du caractère restrictif des critères de convergence budgétaire qu'il propose d'assouplir pour atteindre une convergence socialement acceptable.

À l'opposé, Michel Husson tente de dévoiler les mystères de Maastricht pour démystifier la philosophie libérale qui imprègne fortement le traité d'union économique et monétaire dont il note la rupture avec la logique d'harmonisation du traité de Rome. Le traité de Maastricht rend illusoire toute tentative de relance concertée, La monnaie unique, en l'absence d'Europe politique et sociale, conduira à un ajustement des déséquilibres par la flexibilité des marchés. Les politiques d'austérité budgétaire ne feront alors qu'aggraver le chômage et la régression sociale.

Jacques Mazier ébauche trois scénarios futurs possibles pour l'Europe. Il souligne les risques d'impasse de l'actuelle construction européenne. Il indique qu'en cas de déséquilibres régionaux les trois mécanismes d'ajustement théoriquement envisageables (la flexibilité des taux de change ; les subventions publiques aux régions en difficulté ; la flexibilité des marchés) ne seront plus tous possibles. Les deux premiers étant interdits (puisque les taux de change deviendront fixes, et que le budget européen est trop réduit), seule la flexibilité des prix et des salaires pourra absorber les déséquilibres, avec les risques déflationnistes qui lui sont associés. L'auteur explore alors deux autres voies possibles pour sortir de l'impasse libérale : la première, qui suppose la construction d'une Europe fédérale, lui semblant pour l'instant utopique, l'auteur propose alors la mise en place de politiques concertées à l'échelle européenne s'appuyant sur des taux de change qui puissent absorber les déséquilibres dans le cadre de la constitution d'une monnaie commune.

Ces deux voies sont également explorées, respectivement par Jacques Berthelot et Suzanne de Brunhoff.

Jacques Berthelot insiste sur le caractère suicidaire de la construction de la monnaie unique si celle-ci ne s'accompagne pas d'un minimum de fédéralisme budgétaire, et il met en question le bien-fondé de l'indépendance de la future Banque centrale européenne. Il tente de montrer comment une Europe politique, dotée d'un Parlement européen contrôlant un budget communautaire accru, pourrait faire face aux déséquilibres régionaux, et permettrait en outre de mettre en chantier des grands travaux européens - programmes d'infrastructures - contribuant à relancer la croissance européenne. L'auteur insiste en outre sur les risques d'une Europe à plusieurs vitesses, les pays qui seront écartés de l'union économique et monétaire en 1999 n'ayant ensuite aucun intérêt à l'intégrer si l'euro est surévalué.

L'idée d'une monnaie commune est la proposition avancée par Suzanne de Brunhoff. Après avoir résumé les controverses sur l'euro, notamment entre monétaristes et keynésiens, qui ont conduit à un compromis pour une Europe des marchés, elle en définit les grands principes en actualisant les propositions que J. M. Keynes avaient faites pour la mise en place du système monétaire international - propositions rejetées lors de la création de ce système à Bretton Woods, en 1944.

Enfin, Nicolas Bouleau insiste sur les contraintes exercées par révolution des marchés financiers, notamment les marchés dérivés. Il conclut sur la nécessité de créer des contre-pouvoirs institutionnels afin de rendre à la politique économique son efficacité ».

L'EURO

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

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

- Décembre 1997 -> Le Conseil européen de Luxembourg crée le Conseil de l'euro (ou "Euro 11" ou encore EuroX qui deviendra l'Eurogroupe avec l'entrée de la Grèce) pour réunir de manière informelle tous les mois environ les ministres de l'Économie et des finances de la zone euro dans le but qu'ils se concertent sur tous les sujets relatifs au bon fonctionnement de l'UEM, y compris sur les rendez-vous internationaux importants ayant trait à la monnaie tels que les réunions du G7. Le Conseil Écofin, qui regroupe les ministres de l'Économie et des finances de toute l'UE et dont l'existence a été consacrée par le Traité de Maastricht, doit quant à lui surveiller les évolutions du taux de change de l'euro, formuler les orientations générales de politique de change et procéder à des échanges de vue et d'informations avec la BCE, à qui l'article 105 du traité de Maastricht confie la conduite quotidienne des opérations de change. Il convient de remarquer d'une part qu'il reste à clarifier les tâches respectives de l'Eurogroupe et de l'Écofin et qu'il faudra un jour officialiser le pouvoir de décision de l'Eurogroupe et que pour cela il sera nécessaire de savoir si son pouvoir est de nature exécutive et/ou législative, si on doit le limiter aux seuls ministres des finances ou l'élargir aux chefs de gouvernement et d'États et quelles sont les règles de vote à appliquer. Remarque : avec le lancement de la zone euro en 1999, un paradoxe apparaît puisque l'Écofin, groupe officiel, devient au grand dam des Britanniques, qui appartiennent à l'Écofin mais pas à l'Eurogroupe, une sorte de chambre d'enregistrement alors que l'Eurogroupe, groupe sans existence légale, devient l'instance décisionnelle pour la monnaie unique. Le Conseil de Luxembourg confirme aussi la date du 1/12/2002 pour l'introduction des pièces et billets en euro.

Le Conseil de Luxembourg insiste par ailleurs sur la nécessaire coordination des politiques économiques au sein de la zone euro. Pour cela, il rappelle d'abord que la procédure annuelle des "GOPE" - grandes orientations de politiques économiques - prévue par le Traité de Maastricht (art. 99-2) est un instrument efficace au service d'une convergence soutenue entre les États membres ; ensuite, il crée une nouvelle procédure, celle des "coordinations renforcées" entre pays de la zone euro qui portent sur l'évolution macroéconomique des différents États membres, l'évolution du taux de change de l'euro, la surveillance des situations et des politiques budgétaires, la surveillance des politiques structurelles et des tendances de coûts et de prix.

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

L'IME émet des appréciations concordantes.

- Mars 1998 (le 25) -> Publication du rapport « Euro 1999 » par la Commission européenne, avec pour sous-titre : « Rapport sur les progrès en matière de convergence et recommandations pour le passage à la 3^{ème} étape de l'Union économique et monétaire » (<http://gesd.free.fr/euro1999.pdf>).

Le dernier paragraphe de la présentation générale précise :

« La Banque centrale européenne sera chargée de préserver la stabilité des prix. La Commission et le Conseil feront des efforts déterminés pour améliorer la coordination des politiques économiques. Les États membres, pour leur part, devront poursuivre leurs efforts de convergence, renforcer la responsabilité de tous les acteurs économiques et mener des réformes structurelles afin de rétablir une croissance saine et durable en Europe. Ce n'est que par l'exercice de cette responsabilité collective que l'euro, propriété commune de tous les citoyens de l'Union, garantira la prospérité et favorisera l'emploi ».

On voit déjà dans ce document la référence aux « réformes structurelles » qui sera constamment à la bouche des responsables européens.

- Mars 1998 (le 27) -> Face à la presse, le ministre allemand des finances Theodor Waigel annonce que son pays est prêt à adopter la monnaie unique.

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

- Mai 1998 -> Le Conseil européen de **Bruxelles** arrête le 2 mai à la majorité qualifiée la liste des États membres qui remplissent les conditions pour participer à l'euro au 1/1/1999, compte tenu des rapports de la Commission et l'IME, de l'avis du Parlement européen et des recommandations du

L'EURO

Conseil Écofin réuni la veille. Le Conseil a abouti aussi à un accord politique sur les personnalités à recommander pour remplir les fonctions de président, de vice-président de la BCE et pour faire partie de son directoire (les nominations de ces personnalités interviennent quelques jours plus tard, après la consultation le 11 mai du Parlement européen).

Les six membres du directoire de la BCE sont :

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

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

Otmar Issing (Allemagne).

Tommaso Padoa-Schioppa (Italie).

Eugenio Domingo Solans (Espagne).

Sirka Hämäläinen (Finlande)

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

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

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

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

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

Lors de sa première réunion, le 4 juin, le Conseil de l'euro définit un calendrier, une méthode et un programme de travail, où figure en particulier l'amélioration de l'outil statistique avec la production d'un tableau de bord mensuel de la situation économique de la zone euro. Le Conseil de l'euro doit se réunir en principe chaque fois avant la réunion du Conseil Écofin.

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

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

L'EURO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'EURO

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

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

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

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

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

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

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

On a 1 euro = 6,55957 FRF, 1 FCFA = 0,01 FRF et 1 FC = 0,0133 FRF ;

alors, 1 euro = 655,957 FCFA et 1 FCFA = 0,001524 euro ;

1 euro = 493,201 FC et 1 FC = 0,002028 euro.

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

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

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

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

L'EURO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

• Écrit en 1999 l'ouvrage important du directeur de l'Institut Max Planck en Allemagne, Fritz W. Scharpf, paraît en français en début d'année aux éditions des Presses de Sciences-Po Grenoble : « Gouverner l'Europe ».

À propos de ce livre, Frédéric Depetris fera paraître dans la revue « Politique européenne » (Éditions de l'Harmattan) un bel article début 2001, dont voici le texte :

« La question de la légitimité démocratique est la trame sous-jacente de l'ouvrage de Fritz Scharpf. La remise en cause de celle-ci n'est pas vraiment nouvelle et de nombreux ouvrages ou contributions lui ont déjà été consacrés (voir notamment J. Leca et R. D. Putnam)¹.

Cependant, l'auteur tente dans cet ouvrage d'approfondir une perspective de recherche assez récente en sciences politiques qui invite à considérer la légitimité démocratique à l'aune de l'intégration européenne. En effet, la thèse de F. Scharpf est que la cause majeure de l'affaiblissement de la légitimité politique en Europe occidentale réside dans l'incapacité des États à résoudre les problèmes économiques et sociaux en raison des processus liés que sont la mondialisation économique et l'intégration européenne.

Pour étayer cette thèse, l'auteur consacre un premier chapitre à distinguer analytiquement la légitimation par les inputs de la légitimation par les outputs. La légitimation par les inputs ou gouvernement par le peuple pose

la question de la participation des citoyens, seule source légitime du pouvoir, articulée autour de la recherche de justifications pour l'exercice du pouvoir par la majorité. Or l'Union européenne est loin d'être parvenue à une identité collective forte, que ce soit en terme culturel ou institutionnel, ce qui ne permet pas, selon l'auteur d'asseoir la légitimité des institutions européennes sur ce premier type de légitimation et explique que les compétences des institutions européennes dépendent encore largement des gouvernements nationaux.

La perspective change quelque peu si l'on conduit une analyse en terme d'outputs où le "gouvernement pour le peuple" puise sa légitimité dans sa capacité à résoudre des problèmes que l'action individuelle ou le marché ne peuvent résoudre. En principe, ce type de légitimité, fondé sur l'intérêt, tolère la coexistence d'identités multiples et ne s'oppose donc pas à ce que l'Union européenne s'affirme comme le niveau pertinent de traitement de certains problèmes collectifs. Le critère essentiel est ici l'efficacité des politiques mises en œuvre et (leur imputabilité)². Par conséquent, la légitimité des institutions européennes ne peut aujourd'hui être fondée que sur ce dernier critère. Mais, alors même que l'intégration économique et juridique européenne affecte la capacité des États nations à résoudre les problèmes, ce processus n'est que trop partiellement compensé par le développement de réelles et légitimes capacités de résolution au niveau européen.

Le reste de l'ouvrage est alors consacré à expliquer pourquoi les États ont perdu singulièrement de leur capacité d'action et pourquoi l'Europe n'a pas encore pris le relais. La distinction entre intégration positive et intégration négative permet d'apporter des éléments de réponse en s'inscrivant dans une perspective tracée dès 1981 par Joseph Weiler. Celui-ci soulignait en effet que le processus d'intégration européenne était caractérisé par une asymétrie fondamentale entre le caractère supranational du droit européen et le caractère intergouvernemental de la prise de décisions publiques.

Le concept d'intégration négative désigne l'ensemble des décisions prises par la Cour de Justice et la Commission européenne pour empêcher les gouvernements d'entraver la libre circulation des marchandises, services, capitaux et personnes en favorisant notamment la suppression des droits de douane, des restrictions quantitatives et toute forme d'obstacle à une concurrence libre. Cette action, qui s'appuie sur la construction d'un droit européen s'imposant aux droits nationaux est aussi discrète qu'efficace. A contrario, l'intégration positive, qui consiste à reconstruire un système de régulation économique au niveau d'une plus grande entité économique est plus visible politiquement car faisant l'objet d'une adoption formelle par le Parlement et le Conseil des Ministres. Ces décisions pouvant être facilement bloquées, la réussite de l'intégration positive nécessite de minimiser les conflits, ce qui explique non seulement la prolifération de la « comitologie » dans les processus de décision européens, mais aussi la difficulté à aborder des problèmes fort controversés ou nécessitant une redistribution à somme nulle³.

Précisons que cette distinction ne recoupe pas parfaitement celle existant entre les mesures d'institution de marchés (market-making) et les mesures de correction de marché (market-correcting). Si l'intégration négative peut être assimilée à la première catégorie, les mesures d'intégration positive relèvent tantôt du market-making (par exemple si des normes nationales de production sont harmonisées en vue d'accroître les échanges), tantôt du market-correcting (régulation et amélioration des conditions de travail ou contrôle de la pollution).

La mondialisation de l'économie et l'achèvement du marché intérieur européen affectent la capacité des gouvernements nationaux à réguler et taxer les capitaux, les entreprises, les produits. En effet, l'intégration négative supprime la possibilité de compenser les effets, dans la mesure où elle interdit les subventions, les ententes et les pratiques monopolistiques ainsi que toutes les réglementations qui ont pour effet de protéger les producteurs nationaux. En conséquence, les entreprises nationales sont soumises à une concurrence accrue de la part de sociétés évoluant dans un environnement concurrentiel différent qui, s'il est moins contraignant, empêche de répercuter sur les prix les coûts induits par des impôts ou des salaires plus élevés ou par des réglementations plus contraignantes.

Apparaît alors une forme de « concurrence réglementaire » entre États qui affaiblit leur possibilité de contrôle et de taxation des facteurs les plus mobiles de production (personnels et entreprises hautement qualifiés et internationalisés). L'essentiel de l'ajustement économique (aléas conjoncturels, chômage) repose désormais sur les facteurs de production les plus fragiles et les moins mobiles qui supportent à la fois une taxation élevée et les effets de la mondialisation.

L'auteur nuance cependant ses propos en analysant dans le détail, surtout en ce qui concerne les politiques d'emploi, différents cadres nationaux, en particulier américain, scandinaves et ceux des États européens continentaux (chap. 4) en essayant de montrer que dans certains domaines et dans des circonstances précises une action européenne est possible. De ce point de vue, le traité d'Amsterdam n'aurait guère permis d'accroître la capacité institutionnelle d'intégration positive en raison de la permanence de conflits d'intérêts et surtout l'absence d'accord sur les modalités de vote au sein du Conseil permettant de les résoudre.

Cependant, certaines clauses du traité vont dans le sens de la limitation de l'intégration négative. Compte-tenu de l'achèvement du marché intérieur et de son extension à des domaines où existent des solutions alternatives de service public (très variées) dans les États nations, la sensibilité aux risques associés à la recherche de la concurrence à tous prix semble s'être accrue, non seulement parmi les États membres mais également au sein

de la Commission. Parallèlement, la Cour de Justice semble désormais se tourner vers l'élaboration de nouveaux instruments conceptuels permettant de tenir compte du poids relatif à accorder aux intérêts contradictoires de la concurrence et des objectifs politiques, culturels ou de redistribution que poursuivraient, par exemple les monopoles postaux, les théâtres subventionnés ou les chaînes de télévision publique.

Enfin, de nouvelles stratégies sont susceptibles de voir le jour en réactivant les différentes méthodes "d'intégration différenciée" déjà suggérée dans le rapport Tindemans (1975) qui conduiraient à une forme d'intégration positive à plusieurs vitesses, par exemple en ce qui concerne les normes maximales de pollution (les pays les plus industrialisés, également les plus productifs pouvant se doter de normes plus strictes que les autres sans que leur compétitivité en soit affectée) ou les régimes d'État providence. Sur ce dernier point, on constate une corrélation positive (seulement en Europe) entre la richesse du pays et son taux de dépenses sociales. Il serait donc possible d'établir un seuil minimal, en fonction du PIB, en deçà duquel le pays ne pourrait réduire ses dépenses sociales et de limiter ainsi les tentations de concurrence réglementaire.

Un des principaux mérites de cet ouvrage est de souligner l'importance des facteurs économiques dans l'analyse de la gouvernance tout en insistant sur le fait que ces facteurs ne deviennent problématiques que parce qu'ils revêtent une dimension institutionnelle et donc politique. L'harmonisation des États providence européens nécessiterait des changements institutionnels si importants, tant au niveau national qu'europeen, que, jusqu'à présent, elle n'a pu être menée à bien.

On peut cependant reprocher à Fritz Scharpf une analyse de l'État providence trop souvent restreinte à une lecture en termes de flux et d'ajustements financiers unilatéraux adoptés sous la contrainte exogène de la mondialisation. Dans ce cadre là, inspiré des analyses et des modélisations relevant du Rational Choice, les stratégies des États nations sont interprétées à travers le prisme de la théorie des jeux. Sans nier les attraits de ce type de problématiques, il est intéressant de se pencher sur les études des transformations de l'État providence (telles que celles présentées dans ce numéro) qui réintègrent les éléments identitaires attachés à ces systèmes. Par ailleurs, l'auteur fait la part belle à une approche de l'intégration européenne valorisant les processus intergouvernementaux comme facteurs d'évolution de l'Union, notamment dans le sens d'une plus grande "intégration positive", sous estimant peut-être par là même la complexité des processus à l'œuvre et les évolutions récentes des différents acteurs, dont les moindres ne sont pas celles des acteurs institutionnels européens.

Enfin une des critiques que l'on peut adresser à cette approche est de prendre en compte essentiellement le processus d'institutionnalisation des instances et du droit communautaire au détriment du jeu des acteurs aux différents niveaux d'interaction sociale et politique. On peut à cet égard souligner l'intérêt de compléter dès lors cette perspective par des travaux qui accordent d'emblée toute son importance au lien national-communautaire pour penser les transformations de l'espace de production des politiques publiques en Europe, comme ceux de Stone ou de Pierson par exemple⁴.

Il n'en demeure pas moins que la parution de cet ouvrage en Français vient précieusement compléter les travaux disponibles sur l'intégration européenne, en fournissant un axe de recherche à la fois clair et stimulant par rapport auquel il est nécessaire aujourd'hui de prendre position. L'ouvrage de Fritz Scharpf retient particulièrement l'attention par la mise en relation de transformations nationales et de blocages européens, de mutations économiques et d'innovations juridiques ou institutionnelles permettant ainsi d'éclairer ces questions fondamentales que sont la démocratisation des institutions européennes, les conditions d'exercice d'une gouvernance multi-niveaux, et la place de l'Europe sur la scène internationale en tant que relais (ou rempart ?) de la mondialisation ».

Notes :

[1] Leca J., (1997), "Le gouvernement en Europe, un gouvernement européen ?", *Politiques et Management Public*, vol. 15, n°1 ; Putnam R. D. (1996), "Symptome der Krise : die USA, Europa und Japan im Vergleich", in Werner Weidenfeld (ed.), *Demokratie am Wendepunkt. Die demokratische Frage als Projekt des 21. Jahrhunderts*, Berlin, Siedler.

[2] Cela pose de facto le problème de l'évaluation des politiques publiques et notamment la difficulté de trouver une grille commune d'évaluation pour des politiques européennes mises en œuvre dans des contextes socio-économiques différents et auprès de publics dont les attentes ainsi que les critères d'appréciation ne convergent pas nécessairement.

[3] Cf. Majone G. (1996), *La Communauté européenne : un Etat régulateur*, Paris, Montchrestien.

[4] Pierson P. (1996), "The Path to European Integration. A Historical Institutionalist Analysis", *Comparative political studies*, vol.29, n°2. Sandholtz W., Stone A. (1997), "European Integration and Supranational Governance", *Journal of European Public Policy*, vol. 4, n°3.

• 23 et 24 mars 2000 -> Conseil européen à **Lisbonne** : les chefs d'États et de gouvernements déclarent vouloir faire de l'Europe dans la décennie à venir « *l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde, capable d'une croissance économique durable accompagnée d'une amélioration quantitative et qualitative de l'emploi et d'une plus grande cohésion* ».

sociale ». Un rythme de croissance annuel moyen de 3% est ainsi prévu dans le cadre du développement d'une « société de l'information ».

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

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

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

• 6 mai 2000 -> Publication de l'ouvrage de Florence Chaltiel « La souveraineté de l'État et l'Union européenne », dont l'éditeur (LGDJ) fournit le résumé suivant : « La souveraineté de l'État et l'Union européenne se situent dans un rapport dialectique. La souveraineté est fondatrice de l'Union, et l'Union est re-fondatrice de la souveraineté. Traditionnellement, la souveraineté de l'État est conçue comme obstacle au droit international, car elle postule la monopolisation du droit positif par l'État qui conduit à une maîtrise du droit international par l'État. Pourtant cette vision paroxystique voile la réalité de la vie internationale dont relève initialement la construction européenne. La souveraineté est la condition de l'Union européenne dans la mesure où elle l'autorise et la limite à la fois. Autorisée par la souveraineté, l'Union dispose désormais de moyens d'existence tels qu'elle est re-fondatrice de la souveraineté. La thèse défendue est celle de la naissance d'une souveraineté européenne qui n'efface pas la souveraineté de l'État. Elle a pour point de départ une relecture de la théorie de Jean Bodin en termes de souveraineté potentiellement relative et divisible. Elle se justifie par la détection d'un faisceau d'indices d'une souveraineté européenne à partir de l'émergence d'un État de droit européen et d'une entité politique nouvelle qui repose sur un pouvoir normatif et de sanction qui s'applique, au moyen d'institutions politiques, à une population donnée et sur un territoire donné. Cette contribution à une théorie juridique de l'Union conduit à étudier les transformations de la souveraineté de l'État en France dans ses diverses expressions, afin de re-qualifier juridiquement la souveraineté de l'État devenu membre de l'Union européenne. Cette qualification vise à démontrer l'existence d'une souveraineté collective qui constitue un enjeu inédit pour la France. Elle démontre enfin l'existence d'une souveraineté individuelle autour d'un noyau irréductible de la souveraineté, dont la disparition entraînerait la transformation de l'État membre en entité fédérée. Elle conduirait à l'inversion des souverainetés étatique et européenne. Cette contribution à la théorie juridique de l'État membre conduit à affirmer la persistance de ce noyau irréductible de la souveraineté ».

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Il est également très intéressant de lire en annexe 1 aux conclusions de la Présidence la « Déclaration de Laeken sur l'avenir de l'Union européenne » (http://www.senat.fr/fileadmin/Fichiers/Images/commission/affaires_europeennes/Conclusions_CE/laeken_dec2001.pdf) où on relève les lignes suivantes :

« L'Union européenne est une réussite. Depuis plus d'un demi-siècle, l'Europe vit en paix. Avec l'Amérique du Nord et le Japon, l'Union est l'une des trois régions les plus prospères de la planète. Grâce à la solidarité entre ses membres et à une répartition juste des fruits de la croissance économique, le niveau de vie a fortement augmenté dans les régions les plus faibles de l'Union, qui ont rattrapé une grande partie de leur retard.

Cinquante ans après sa naissance, l'Union aborde cependant un carrefour, un moment charnière de son existence. L'unification de l'Europe est imminente. L'Union est sur le point de s'ouvrir à plus de dix nouveaux États membres, principalement d'Europe centrale et orientale, et à tourner ainsi définitivement une des pages les plus sombres de l'histoire européenne, celle de la Seconde Guerre mondiale et du partage artificiel de l'Europe qui l'a suivie. L'Europe va enfin, sans effusion de sang, devenir une grande famille ; il va sans dire que cette véritable mutation demande une autre approche que celle qui a été suivie il y a cinquante ans, lorsque six pays ont lancé le processus.

Simultanément, l'Europe est confrontée à un double défi démocratique : l'un en son sein, l'autre en dehors de ses frontières.

À l'intérieur de l'Union, il faut rapprocher les institutions européennes du citoyen. Certes, les citoyens se rallient aux grands objectifs de l'Union, mais ils ne voient pas toujours le lien entre ces objectifs et l'action quotidienne de l'Union. Ils demandent aux institutions européennes moins de lourdeur et de rigidité et surtout plus d'efficacité et de transparence. Beaucoup trouvent aussi que l'Union doit s'occuper davantage de leurs préoccupations concrètes, plutôt que s'immiscer jusque dans les détails dans des affaires qu'il vaudrait mieux, compte tenu de leur nature, confier aux élus des États membres et des régions. Certains ressentent même cette attitude comme une menace pour leur identité. Mais, ce qui est peut-être plus important encore, les citoyens trouvent que tout se règle bien trop souvent à leur insu et veulent un meilleur contrôle démocratique.

Hors de ses frontières, l'Union européenne est également confrontée à un environnement en mutation rapide, mondialisé. Après la chute du mur de Berlin, on a cru un moment pouvoir vivre longtemps dans un ordre mondial stable, sans conflits. Les droits de l'homme en constitueraient le fondement. Mais quelques années plus tard, cette certitude a disparu. Le 11 septembre nous a brutalement ouvert les yeux. Les forces contraires n'ont pas disparu ; le fanatisme religieux, le nationalisme ethnique, le racisme et le terrorisme s'intensifient et continuent d'être alimentés par les conflits régionaux, la pauvreté et le sous-développement. »

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

L'EURO

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

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

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

• Septembre 2002 : Publication du règlement européen rendant obligatoire l'application des normes IFRS dans les comptes consolidés des sociétés cotées pour les exercices comptables à partir du 1^{er} janvier 2005 ; d'où le nom donné à ces normes : IFRS2005.

Comme l'écrivait en 2008 Éric Vatteville, dans la revue « Management et avenir » : « Les comptabilités de l'Europe continentale, traditionnellement, s'adressaient à un vaste ensemble de partenaires de l'entreprise ; elles pouvaient être qualifiées de partenariales. Les nouvelles normes IFRS marquent un complet changement de perspective. La comptabilité qui était la langue de la gestion est en train de devenir celle du marché des capitaux. Elle importe dans les unités de production une représentation purement financière de la conduite des affaires ».

On peut dire qu'ainsi la « suprématie actionnariale », d'origine anglo-saxonne, s'implante maintenant en Europe.

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

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

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

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

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

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

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

Le premier est le référendum en Suède où le "non" à l'entrée dans la zone euro l'emporte avec un taux de 56,1 %. Sans doute pour deux raisons essentielles : d'une part parce qu'une majorité de Suédois estiment que l'entrée dans la zone euro peut menacer leur système de protection sociale ; d'autre part ils craignent de devoir partager le sort des "petits pays" de la zone euro qui s'acharnent à respecter scrupuleusement la discipline du pacte de stabilité et de croissance pendant que s'en affranchissent les "grands pays" qui en ont été pourtant les principaux instigateurs. Ce résultat pose d'abord un problème juridico-institutionnel puisque, contrairement à la Grande-Bretagne et au Danemark qui s'étaient réservé l'option de ne pas adopter l'euro (ces pays bénéficient de la clause formelle d'opt out), la Suède est a priori tenue d'y adhérer dès lors qu'elle satisfait aux critères de convergence autant dire que ce pays bénéficie d'une interprétation bienveillante et même complaisante de ces critères). Ensuite, comme il est difficile de concevoir des mesures de rétorsion, cela risque de nuire à la crédibilité des

institutions européennes et cela crée un précédent pour les nouveaux venus dans l'Union : on peut craindre que ce résultat ne fasse école auprès de certains des nouveaux arrivants, même si ceux-ci affirment qu'ils ont l'intention d'entrer le plus rapidement dans la zone euro (dès 2006-2007 dans toute la mesure du possible). De toute façon, le "non" suédois augmente la probabilité de voir se développer une Europe à au moins deux vitesses, ou comme on dit aussi à géométrie variable. Cela rejoint l'idée de la création d'un « noyau dur », d'un « groupe pionnier » rassemblant des États qui décideraient d'approfondir leurs liens entre eux, notamment avec la procédure de « coopération renforcée », introduite au Sommet de Luxembourg en 1997 et de Nice en 2000, mais qui, à l'heure qu'il est, n'a toujours pas été utilisée. Mais cette éventualité n'est pas considérée par tous comme un handicap. Certains pensent en effet que le résultat du référendum suédois est salutaire : cela peut accélérer l'émergence d'une Europe continentale davantage intégrée autour des pays du centre, avec la possibilité de renouer avec l'idéal fédéraliste à ce niveau. Cette vue est confortée par la position anglaise : certes, le Premier ministre de Grande-Bretagne Tony Blair a souhaité en juin 2003 pouvoir proposer un référendum d'ici 2005 ou 2006, mais à condition que les circonstances s'y prêtent ; autant dire que le rendez-vous proposé aux électeurs est remis sine die, et il y a donc de fortes chances que le Royaume-Uni, le Danemark et la Suède restent durablement hors de la zone euro. Mais d'autres auteurs sont beaucoup moins optimistes et considèrent que tout cela amène à faire durablement la distinction entre les « in » et les « out », à se demander si l'UEM ne constitue pas en définitive une « coopération renforcée » et surtout à craindre les difficultés qu'entraînera inévitablement la différence entre UE et UEM.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'Eurogroupe élit aussi à sa tête Jean-Claude Juncker, Premier ministre du Luxembourg, pour un mandat de 2 ans renouvelable contre 6 mois auparavant (*peut-on s'étonner de la nomination à la tête de l'instance rassemblant les ministres de l'économie et des finances de la zone euro du Premier ministre d'un pays qui est réputé être un paradis fiscal ? Le prix Nobel d'économie J. Stiglitz lui-même désapprouvera ouvertement la politique fiscale menée par J.-C. Juncker au Luxembourg*). Ce changement laisse penser à certains que le président de l'Eurogroupe va partager avec la BCE la responsabilité en matière de change et travailler à une meilleure coordination des politiques économiques ainsi que des procédures budgétaires nationales ; et par conséquent que l'Eurogroupe devient progressivement le gouvernement économique de la zone euro, pour donner enfin un contenu au « E » de l'U.E.M. Il n'empêche que le projet de traité constitutionnel maintient, avec l'article 1 du protocole n°12, le statut informel de l'Eurogroupe, et il n'est pas sûr que l'eurogroupe devienne, lors d'une refonte éventuelle du traité, une instance officielle en mesure de piloter le policy mix de la zone euro.

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

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

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

Également en novembre 2004, publication du Rapport Kok, « Relever le défi ; la stratégie de Lisbonne pour la croissance et l'emploi » (http://www.aedh.eu/plugins/fckeditor/userfiles/file/DESC/2004_kok_report.pdf). Wim Kok, chef du parti travailliste néerlandais pendant plus de 15 ans, a été ministre des finances puis premier ministre, avant de devenir le président de ce groupe de travail sur la stratégie de Lisbonne entre avril et novembre 2004.

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

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

2003... pour représenter près de 6% du PNB.

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

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

En ce mois de janvier 2005, la revue de l'OFCE fait paraître le contenu d'une conférence faite début juin 2004 par J. Creel, B. Ducoudré, C. Mathieu et H. Sredyniak : « Doit-on oublier la politique budgétaire ? Une analyse critique de la nouvelle théorie anti-keynésienne des finances publiques », de la « NAK ».

On lit dans la conclusion de cet article important :

« (...) La NAK s'appuie sur quelques épisodes de consolidation budgétaire expansionniste ou de relance budgétaire dépressive pour formaliser et généraliser un impact anti-keynésien de la politique budgétaire. Même à court terme, la hausse des dépenses publiques serait dépressive, de sorte que les autorités budgétaires devraient réduire les dépenses publiques en période de récession. La politique budgétaire de régulation est ainsi remise en cause en Europe. Ce n'est pas le cas aux États-Unis où la période 2000-2003 est marquée par l'emploi simultané des deux instruments, monétaire et budgétaire, pour soutenir l'activité.

Derrière cette vision, se trouve le souvenir d'erreurs passées de politique économique (en particulier en Italie). Se trouve aussi la volonté des milieux dominants européens d'imposer des réformes de structures en Europe, en particulier la réduction des dépenses publiques et des dépenses sociales, la flexibilité du marché du travail, la dérégulation de certains marchés de biens ou de services. Dans cette optique, il est improductif de chercher à soutenir la croissance par une politique macroéconomique conjoncturelle.

Cette vue est devenue dominante dans le discours des organismes communautaires. Elle leur permet de conforter sur le plan scientifique deux positions institutionnelles. D'une part, le souhait de réduire le poids des dépenses publiques, ce qui est conforté par le discours selon lequel ces dépenses seraient nuisibles à la croissance à long terme et que leur diminution serait même expansionniste à court terme. D'autre part, le souhait de réduire la possibilité des pays membres de pratiquer des politiques conjoncturelles autonomes, ce qui est conforté par la NAK qui prétend que ces politiques ont des effets contraires à ceux attendus dans un schéma keynésien.

Pourtant, de ces deux points de vue, la NAK est fragile sur le plan scientifique. Elle suppose que les dépenses publiques sont inutiles, de sorte que leur réduction (accompagnée d'une anticipation de baisse d'impôts) est toujours vue par les ménages comme une hausse de leur revenu disponible. Mais en fait les dépenses publiques qu'il s'agit de réduire sont généralement utiles soit pour la production (investissement public), soit pour les ménages (prestations retraites, santé, chômage ou éducation) de sorte que le postulat d'inutilité doit être remis en cause. Alesina et Ardagna (1998) montrent bien l'aspect idéologique de la NAK en concluant que les gouvernements européens n'ont pas le choix. Il faut "réduire la taille excessive de l'État-providence (en particulier les systèmes de chômage et de retraites) et les bureaucraties. Espérons que le Pacte de stabilité obligera à de fortes réformes du système de protection sociale. [...] La patience des contribuables européens a des limites". Il s'agit là d'un point de vue politique, qui n'a rien à voir avec l'analyse économique. Rien ne prouve que les fonctionnaires soient inutiles ou que la baisse des prestations publiques de retraite favorise la compétitivité.

Sur le plan de la régulation conjoncturelle, la NAK ne peut être évoquée en situation de chômage keynésien. Autant elle peut s'appliquer dans une économie en plein emploi (ou en contrainte d'offre) où l'État réduit de façon permanente des dépenses publiques inutiles, autant elle n'a guère de fondement dans une économie en déficit de demande où l'État pratique temporairement une politique budgétaire de régulation. Dans ce cas, la hausse des dépenses publiques a bien un effet expansionniste. (...) ».

• Février 2005 -> Lors de sa réunion des 5 et 6 février à Londres, le G7 réaffirme qu'« une volatilité excessive et des mouvements désordonnés des taux de change sont indésirables pour la croissance économique » et le représentant des États-Unis que son pays s'engage à améliorer sa situation budgétaire. Le marché des changes réagit immédiatement en faveur du dollar : l'euro passe

« tombe » à 1,2732 le 7 février. Mais quand quelques jours plus tard le déficit courant des États-Unis de 2004 est annoncé en augmentation de plus de 24% par rapport à l'année précédente, l'euro remonte le 11 février à 1,2864\$... Comme le titre Le Monde du 13-14 février, les monnaies sont incontestablement sous influence américaine.

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

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

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

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

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

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

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

Avec ces deux rejets, un coup d'arrêt est porté à l'élan fédéraliste et à la poursuite de l'élargissement de l'UE, tout au moins en direction de la Turquie : a posteriori, on comprendra qu'une longue période d'euro-scepticisme s'ouvre en Europe.

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

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

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

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

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

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

L'EURO

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

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

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

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

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

- Juillet 2006 -> Le Conseil des gouverneurs de la BCE propose d'étudier la mise en place d'une plateforme de règlement-livraison unique pour la zone euro. Ce sera « Target2Securities » (T2S).

- Octobre 2006 -> Publication chez Odile Jacob du livre de Florence Chaltiel « Naissance du peuple européen ».

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

- 1^{er} janvier 2007 ->

Entrée dans l'UE de la Bulgarie et de la Roumanie. **L'UE compte donc désormais 27 membres.**

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

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

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

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

§6) À PARTIR DE MI-2007 : LA CRISE DES SUBPRIMES ET LES DOUTES SUR LA ZONE EURO.

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

L'EURO

• Juillet et août 2007 -> après une phase d'accalmie, l'euro repart à la hausse en ce début juillet et bat même son record historique contre le dollar puisqu'il grimpe jusqu'à 1,374\$ le mardi 10 puis 1,3794 le jeudi 12. Et il passe la barre des 1,38\$ en atteignant 1,3812 le vendredi 13, 1,3833 le mercredi 18, 1,3843 le vendredi 20, 1,3845 le lundi 23, 1,3852 le mardi 24.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

• Octobre et novembre 2007 ->

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

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

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

L'EURO

L'euro continuera lui aussi à grimper tout au long du mois, non seulement par rapport au dollar (il est à 1,4348\$ le 22/10, 1,4393 le 26/10, 1,4438 le 29/10, 1,4441 le 30/10 par exemple), mais aussi par rapport au yuan chinois (+5% depuis 2005) et par rapport au yen japonais (+ 29% depuis mi-2005). L'euro franchit même la barre des 1,45\$ en cotant 1,4504 le 31/10 puis 1,4528 le 2/11, 1,4570 le 6/11 (et l'once d'or dépasse 800\$, record depuis 1980) : il faut dire que la Fed vient de baisser à nouveau ses taux directeurs, ce qui réduit encore davantage l'écart de rémunération avec l'euro. L'euro cote même 1,4731\$ le 7 novembre, 1,4752 le 9, 1,4814 le 20, 1,4875 le 22, 1,4967 le 23.

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

- Lors d'un sommet informel, les dirigeants des 27 pays de l'UE approuvent au petit matin du 19/10 le nouveau traité institutionnel, après deux années de négociations : le but est d'effacer l'échec du projet de traité constitutionnel et de sortir des difficultés de fonctionnement de l'UE contenues dans le Traité de Nice. Ce nouveau traité est parfois appelé « traité simplifié » parce qu'il doit remplacer feu le projet de constitution européenne en éliminant ce qui n'était pas admis par ses détracteurs (en particulier le qualificatif de constitutionnel et les trois symboles de l'Union : le drapeau, l'hymne et la devise). On lui préfère cependant le nom de « traité modificatif » pour insister sur le fait qu'il ne se substitue pas aux traités existants comme l'aurait fait le traité constitutionnel mais qu'il les amende. Il sera signé à Lisbonne le 13 décembre, pour ensuite être ratifié par tous les pays, et entrer en vigueur le 1^{er} janvier 2009.
- Le 19 novembre, entre en production la plateforme de paiement **TARGET2**, qui fait suite, comme son nom le souligne à TARGET qui correspond à la 1^{ère} génération de système de paiement de montants élevés de l'Eurosystème. Les grands principes d'organisation de TARGET2 ont été adoptés par le Conseil des gouverneurs de la BCE le 24 octobre 2002. Comme TARGET2 est un système de paiement brut en temps réel, le règlement des opérations intervient de manière continue, transaction par transaction, sans compensation. Les règlements sont effectués en monnaie de banque centrale. Ils sont irrévocables et inconditionnels, de sorte que la finalité des paiements est assurée de façon continue tout au long de la journée. Pour avoir des informations sur les modalités de fonctionnement de TARGET2, voir : <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/target2.fr.html> ou <https://www.banque-france.fr/stabilite-financiere/infrastructures-de-marche-et-systemes-de-paiement/target2-banque-de-france>.
- Le 28 novembre, le fonds souverain d'Abu Dhabi injecte 7,5 milliards de dollars dans Citigroup et acquiert ainsi 4,9% du capital de cette banque américaine.

• 12 décembre 2007 -> une vaste opération sur les marchés du crédit est menée de manière concertée par la Fed, la BCE, la BoE, la Banque nationale suisse et la Banque du Canada. Ces Banques centrales annoncent toute une série de mesures techniques destinées à offrir des liquidités au monde bancaire.

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

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

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

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

quatrièmement, l'extension au sein du Conseil du vote à la double majorité (55% des États-membres représentant 65% de la population),
cinquièmement, le Parlement devient avec le Conseil des ministres le législateur principal,
sixièmement, les Parlements nationaux ont un droit de regard plus important sur l'élaboration des textes européens,

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

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

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

Citons le préambule du Traité de Lisbonne car il fait de l'UE une union de valeurs fondamentales revendiquées par tous les États membres :

« SA MAJESTÉ LE ROI DES BELGES, SA MAJESTÉ LA REINE DE DANEMARK, LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'ALLEMAGNE, LE PRÉSIDENT D'IRLANDE, LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE HELLÉNIQUE, SA MAJESTÉ LE ROI D'ESPAGNE, LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE FRANÇAISE, LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE ITALIENNE, SON ALTESSE ROYALE LE GRAND DUC DE LUXEMBOURG, SA MAJESTÉ LA REINE DES PAYS-BAS, LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE PORTUGAISE, SA MAJESTÉ LA REINE DU ROYAUME-UNI DE GRANDE-BRETAGNE ET D'IRLANDE DU NORD,

RÉSOLUS à franchir une nouvelle étape dans le processus d'intégration européenne engagé par la création des Communautés européennes,

S'INSPIRANT des héritages culturels, religieux et humanistes de l'Europe, à partir desquels se sont développées les valeurs universelles que constituent les droits inviolables et inaliénables de la personne humaine, ainsi que la liberté, la démocratie, l'égalité et l'État de droit,

RAPPELANT l'importance historique de la fin de la division du continent européen et la nécessité d'établir des bases solides pour l'architecture de l'Europe future,

CONFIRMANT leur attachement aux principes de la liberté, de la démocratie et du respect des droits de l'homme et des libertés fondamentales et de l'État de droit,

CONFIRMANT leur attachement aux droits sociaux fondamentaux tels qu'ils sont définis dans la charte sociale européenne, signée à Turin le 18 octobre 1961, et dans la charte communautaire des droits sociaux fondamentaux des travailleurs de 1989,

DÉSIREUX d'approfondir la solidarité entre leurs peuples dans le respect de leur histoire, de leur culture et de leurs traditions,

DÉSIREUX de renforcer le caractère démocratique et l'efficacité du fonctionnement des institutions, afin de leur permettre de mieux remplir, dans un cadre institutionnel unique, les missions qui leur sont confiées,

RÉSOLUS à renforcer leurs économies ainsi qu'à en assurer la convergence, et à établir une union économique et monétaire, comportant, conformément aux dispositions du présent traité et du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, une monnaie unique et stable,

DÉTERMINÉS à promouvoir le progrès économique et social de leurs peuples, compte tenu du principe du développement durable et dans le cadre de l'achèvement du marché intérieur, et du renforcement de la cohésion et de la protection de l'environnement, et à mettre en œuvre des politiques assurant des progrès parallèles dans l'intégration économique et dans les autres domaines,

RÉSOLUS à établir une citoyenneté commune aux ressortissants de leurs pays,

L'EURO

RÉSOLUS à mettre en oeuvre une politique étrangère et de sécurité commune, y compris la définition progressive d'une politique de défense commune, qui pourrait conduire à une défense commune, conformément aux dispositions de l'article 42, renforçant ainsi l'identité de l'Europe et son indépendance afin de promouvoir la paix, la sécurité et le progrès en Europe et dans le monde,

RÉSOLUS à poursuivre le processus créant une union sans cesse plus étroite entre les peuples de l'Europe, dans laquelle les décisions sont prises le plus près possible des citoyens, conformément au principe de subsidiarité,

RÉSOLUS à faciliter la libre circulation des personnes, tout en assurant la sûreté et la sécurité de leurs peuples, en établissant un espace de liberté, de sécurité et de justice, conformément aux dispositions du présent traité et du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne,

DANS LA PERSPECTIVE des étapes ultérieures à franchir pour faire progresser l'intégration européenne,

ONT DÉCIDÉ d'instituer une Union européenne et ont désigné à cet effet comme plénipotentiaires (liste de plénipotentiaires non reproduite)

LESQUELS, après avoir échangé leurs pleins pouvoirs reconnus en bonne et due forme, sont convenus des dispositions qui suivent : ... »

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

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

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

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

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

• JANVIER 2008 ->

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

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

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

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

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

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

30 janvier 2008 -> Considérant comme considérables les tensions qui persistent sur les marchés financiers et comme importants les risques qui pèsent sur la croissance, la Fed baisse à nouveau son principal taux directeur, d'un demi-point, à 3%. Comme il y a un point d'écart entre ce taux de la Fed et celui de la BCE, la conséquence immédiate est une forte progression du taux de change de l'euro par

rapport au dollar, au point de s'approcher de son record historique du 23 novembre 2007 (1,4914 contre 1,4967).

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

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

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

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

- Mars 2008 -> La crise financière dite des subprimes s'aggrave car elle s'élargit et elle s'approfondit. *Le fait qu'elle s'élargisse à d'autres pays et à d'autres acteurs, en particulier les fonds d'investissement, la rend potentiellement bien plus grave que celle de la fin des années 1980 qui était circonscrite aux seules caisses d'épargne.* Les records tombent les uns après les autres et d'un jour à l'autre. Le prix du baril de pétrole frôle 112\$, celui de l'once d'or franchit le seuil des 1000\$ et l'euro dépasse 159\$ (1,5905 le 17, nouveau record historique) ! C'est également au début de ce mois, et pour la première fois, que le Président de la BCE exprime des inquiétudes quant au niveau de l'euro en rappelant aux responsables américains leur engagement en faveur d'un dollar fort et en trouvant les fluctuations actuelles des monnaies excessives et brutales. En même temps, les membres de l'Eurogroupe se disent « préoccupés par les mouvements des taux de change » et le Conseil européen qui s'est tenu à Bruxelles (les 13 et 14) estime que « la volatilité excessive et les fluctuations désordonnées des taux de change nuisent à la croissance économique ». C'est aussi en ce début de mars que le Président des États-Unis exprime pour la première fois très nettement son inquiétude face à la faiblesse du dollar. *Il est temps parce que l'évolution du dollar tient maintenant davantage du « dévissage » que de l'atterrissage en douceur. Le choc pétrolier actuel s'explique d'ailleurs par la volonté des pays producteurs de préserver leur pouvoir d'achat en augmentant leurs prix à la mesure de la baisse du dollar. Ce souci, de la part des pays producteurs, de défendre leur rente s'ajoute aux autres facteurs explicatifs du choc pétrolier, à savoir l'inélasticité de l'offre et le développement des comportements spéculatifs : les investisseurs financiers se tournent en effet d'autant plus vers les ressources énergétiques et les matières premières que les autres actifs spéculatifs (immobilier et actifs financiers) offrent des rendements maintenant moins élevés. D'ailleurs, même en période moins tendue les matières premières énergétiques ont offert des rendements similaires à ceux des actions.*

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

- La Fed, la BCE, la BoE, la BNS, la BoE et la Banque du Canada s'allient (le 11) pour intervenir massivement sur les marchés de manière à restaurer la confiance dans toute la mesure du possible. Et la Fed et la BCE interviennent à nouveau massivement en fin de mois. *À propos des interventions de la Fed et de la BCE sur leur marché monétaire, P.-A. Delhommiais et E. Leser (Supplément « Argent » du journal Le Monde du 30-31 mars 2008) considèrent que « leur philosophie monétaire de long terme se transforme en stratégie de pure improvisation décidée au jour le jour dans la panique ».*
- La Fed met au point une nouvelle procédure pour accorder exceptionnellement des prêts importants à une vingtaine de gros établissements financiers, de façon à ce qu'ils puissent eux-mêmes prêter plus facilement et avec davantage de confiance. Cette nouvelle facilité de financement, la « Primary Dealers Credit Facility » –PDCF- est la quatrième depuis décembre

(après la « Term Auction Facility –TAF-, la Term Repo Facility –TRPF-, la « Term Securities Lending Facility » -TSLF-).

- Les banques centrales, notamment la BCE et la BoE, utilisent la procédure de réglage fin pour apporter, en fonction des besoins, des suppléments de liquidités à leur marché monétaire.
- Le gouvernement américain présente une réforme de la réglementation mise en vigueur en 2002 après le scandale Enron avec la loi Sarbanes-Oxley pour la durcir vis-à-vis des courtiers de crédits immobiliers, des banques, des agences de notation et des fonds.
- La Fed baisse son taux d'escompte d'un quart de point, de toute urgence, sans attendre sa prochaine réunion. Et lors de la réunion de son FOMC (Federal Open Market Committee), elle réduit son taux directeur de trois quarts de points (à 2,25%) et baisse à nouveau son taux d'escompte (à 2,5%).
- Pour faire face aux énormes difficultés financières rencontrées par la banque Bear Stearns, à la brutale aggravation de la situation de sa liquidité, et donc au risque de banqueroute pour la banque et à celui d'effondrement de tout le système bancaire comme un château de cartes, la Fed intervient dans l'urgence (le 14). Pour cela, en accord avec la Présidence, le département du Trésor et la SEC, la Fed utilise une procédure de sauvetage qu'elle n'a pas utilisée depuis 1932 : elle octroie à Bear Stearns un prêt exceptionnel pour que celle-ci puisse financer en priorité ses actifs les moins liquides, et donc les plus difficiles à vendre. Cet apport de fonds est réalisé par l'intermédiaire de la BPMorgan Chase mais c'est la Fed qui supporte totalement le risque d'insolvabilité. Seulement, la situation est tellement grave que la Fed et le gouvernement américain appuient une opération d'achat (le 16) de Bear Stearns par la banque JPMorgan Chase... pour une somme modique. *Quelques jours après ces interventions particulièrement fortes des pouvoirs publics, Martin Wolf, célèbre éditorialiste au Financial Times, écrira : « rappelez-vous le 14 mars 2008, c'est le jour où le capitalisme libéral mondial est mort ».*
- À la fin du mois, la gestion de la crise des subprimes révèle de plus en plus l'insuffisance de la réglementation existante pour y remédier. Selon Henri Paulson, le Secrétaire d'État au Trésor de l'Administration Bush, ancien dirigeant de la banque d'affaires Goldman Sachs, «notre structure de réglementation actuelle n'a pas été construite pour faire face au système financier moderne avec ses acteurs divers, son innovation, la complexité de ses instruments financiers, son intégration mondiale ». Il propose que soient donnés beaucoup de moyens à la Fed pour préserver la stabilité des marchés et pour surveiller tout le système financier en contrôlant les risques pris par l'ensemble des acteurs financiers, non seulement les banques de détail mais aussi tous ceux qui pour l'instant ne sont pas contrôlés : les courtiers de crédits, les banques d'investissement, les agences de notation, les entreprises d'assurances et les hedge funds (qui sont selon D. Lebègue le trou noir du système financier international). Il propose aussi que soit créée une agence spécialisée dans la surveillance des prêts immobiliers et que fusionnent l'autorité de régulation des marchés financiers (la SEC) avec celle des marchés des matières premières (la Commodity Futures Trading Commission). Il y a peu de chances que ces propositions soient mises en œuvre rapidement, étant donné le contexte politique américain ; mais elles constituent malgré tout une avancée importante pour une réforme qui est à faire.
- De leur côté, les Européens estiment eux aussi qu'il est nécessaire d'améliorer la gestion des crises financières. Seulement, chaque pays est jaloux de ses prérogatives et le mémorandum signé le 4 avril en Slovénie par les ministres de l'économie et des finances ne prévoit qu'une simple coopération volontaire entre les superviseurs, les banques centrales et les ministères des finances nationaux lorsqu'il y a risque de faillite pour un grand établissement financier européen.

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

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

L'EURO

niveaux d'activité, à la diminution des créations d'emplois et à la recrudescence des revendications salariales ? Ce sont les principales questions que l'on se pose en la fin de ce mois de mars.

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

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

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

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

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

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

• Mai 2008 -> Le prix du baril de pétrole continue à battre des records, de jour en jour : la semaine du 5 est impressionnante puisqu'il franchit de jour en jour les barres successives de 120\$ le lundi 5, de 121 et 122 le mardi 6, de 123 le mercredi 7, de 124 le jeudi 8, de 125, de 126 le vendredi 9,

L'EURO

de 130 et même de 132 le mercredi 21 (en cotant 132,07\$). Ainsi, en un peu plus de six ans, le prix du baril de light sweet crude a été multiplié par près de 7,5.

Cette progression semble donner raison à ceux, qui, comme les experts de la Goldman Sachs, estiment que le prix du baril pourrait atteindre les 200\$ dans un délai de 6 mois à deux ans : il faut reconnaître que la spéculation (le journal Le Monde du 23 mai 2008 titre « les marchés spéculent désormais sur une pénurie de pétrole en 2016 ») et la faiblesse du dollar jouent en faveur de cette prédiction (et donc paradoxalement aussi la politique de la BCE en renforçant l'euro). Mais d'un autre côté, il convient de tenir compte du ralentissement de la croissance mondiale et d'une certaine augmentation de l'offre de pétrole qui sont autant de facteurs qui peuvent ralentir et même renverser l'évolution du prix.

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

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

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

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

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

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

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

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

Le 15, l'euro bat son record en cotant face au dollar 1,6038. Cela s'explique essentiellement par un mouvement de panique financière outre-Atlantique : les jours précédents ont vu la mise sous tutelle de la banque californienne IndyMac, et surtout de graves difficultés boursières pour Fannie Mae et Freddie Mac, qui détiennent à eux seuls ou sont garants de 45% de la totalité des crédits hypothécaires américains, au point que des rumeurs courent sur leur possible nationalisation. Cela cause une chute des Bourses et fait craindre un risque systémique : la crise commencée il y a pratiquement un an n'est décidément pas terminée. Beaucoup d'experts estiment maintenant qu'elle peut durer au moins jusqu'en 2009. Cette impression est validée en fin de mois par deux nouvelles importantes : d'une part

l'annonce d'une perte record par la première caisse d'épargne américaine (Washington Mutual – Wa-Mu) et d'autre part la levée par le Président des États-Unis de son veto à un vigoureux plan de sauvetage (300 milliards de dollars) du secteur immobilier et du secteur financier.

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

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

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

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

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

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

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

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

faut donc pas attendre de ce sauvetage qu'il calme les inquiétudes sur les effets de la crise financière sur l'économie réelle.

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

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

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

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

Il n'est donc pas étonnant d'apprendre le matin du jeudi 18 septembre que les principales banques centrales, des États-Unis, de la zone euro, d'Angleterre, du Canada, du Japon et de la Suisse, lancent des accords de swaps pour se prêter entre elles les financements dont elle peuvent avoir besoin pour être en mesure de stabiliser leur système bancaire national en apportant aux banques commerciales les liquidités nécessaires, parce que les marchés monétaires interbancaires sont à nouveau asphyxiés. Cette collaboration entre les principales banques centrales, à laquelle s'ajoute la mise en mode « gestion de crise » de toutes les autres banques centrales, a en définitive pour but d'améliorer la liquidité du marché financier mondial.

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

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

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

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

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

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

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

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

Et comme beaucoup de prix de matières premières sont orientés à la baisse, certains commencent à évoquer le risque de déflation. Et on ne peut pas alors s'empêcher de penser à la déflation japonaise qui a duré une quinzaine d'années à partir de la fin des années 1980. Les responsables économiques d'aujourd'hui, et en particulier B. Bernanke qui a étudié précisément le cas japonais quand il était enseignant, réagissent en tenant au maximum des leçons de la déflation japonaise.

L'EURO

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

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

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

Le mercredi 24, en prélude aux Rendez-vous de l'histoire de Blois, le journal Le Monde fait paraître un article d'Éric Hobsbawm intitulé : « L'Europe : mythe, histoire, réalité ». Cet article est fondamental pour tous ceux qui veulent mieux comprendre l'Europe dans laquelle nous vivons et on comprend en le lisant comment l'histoire peut éclairer magistralement le présent et même l'avenir.

Au début, on lit en particulier que « Le mythe européen par excellence est celui de l'identité primordiale. Ce que nous avons en commun est essentiel, ce qui nous différencie négligeable ou secondaire. Or pour l'Europe la présomption d'unité est d'autant plus absurde que c'est précisément la division qui a caractérisé son histoire ».

Et un peu plus loin, « Ce survol de l'histoire de l'identité européenne nous permet de pointer du doigt l'anachronisme commis lorsqu'on recherche un ensemble cohérent de prétendues "valeurs européennes". Il est illégitime de supposer que les "valeurs" dont la démocratie libérale et l'Union européenne s'inspirent actuellement ont été un courant sous-jacent dans l'histoire de notre continent. Les valeurs qui fondèrent les États modernes avant l'ère des révolutions furent celles des monarchies absolues et mono idéologiques. Les valeurs qui dominèrent l'histoire de l'Europe au XX^e siècle - nationalismes, fascismes, marxismes-léninismes - sont de souche aussi purement européenne que le libéralisme et le laisser-faire. À l'inverse, d'autres civilisations ont pratiqué certaines des valeurs dites

"européennes" avant l'Europe : l'Empire chinois et l'Empire ottoman pratiquèrent la tolérance religieuse - au bonheur des juifs expulsés par l'Espagne. Ce n'est qu'à la fin du XX^e siècle que les institutions et les valeurs en question se sont répandues, au moins théoriquement, à travers toute l'Europe. Les "valeurs européennes" sont un mot d'ordre de la seconde moitié du XX^e siècle ».

Et, à la fin : « Depuis la disparition des régimes autoritaires et la fin des régimes communistes, les divisions politico-idéologiques de l'Europe ont disparu, bien que les survivances de la guerre froide creusent encore des fossés entre la Russie et ses voisins. Il ne s'agit pas de nier que de profondes différences subsistent entre les pays - qui ont rendu l'évolution de l'UE bien plus déséquilibrée que prévu -, néanmoins, dans un cadre globalisant, l'Union a joué un rôle majeur dans le processus de convergence global à l'œuvre depuis des décennies. Un paradoxe se fait jour ici : en dépit de ce processus d'homogénéisation, les Européens ne s'identifient pas à leur continent. Même chez ceux qui mènent une vie réellement transnationale, l'identification première reste nationale. L'Europe est plus présente dans la vie pratique des Européens que dans leur vie affective. Elle a malgré tout réussi à trouver une place permanente dans le monde en tant que collectivité - permanente bien qu'incomplète tant que la Russie n'y trouvera pas sa place ».

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

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

Le vendredi 26, l'action de la grande « bancassurance » belgo-néerlandaise Fortis perd plus de 20% sur les places d'Amsterdam et de Bruxelles, ce qui fait plus de 70% sur une année ; cela à cause d'attaques spéculatives venant d'investisseurs persuadés que la banque est contaminée par le virus des subprimes. Cela semble indiquer que la crise bancaire s'étend maintenant franchement à l'Europe et que D. Strauss-Kahn, directeur du FMI, avait raison lorsqu'il considérait, deux jours auparavant, que « même si les banques européennes sont globalement dans une position meilleure que les institutions financières américaines, les Européens ne devraient pas être trop confiants et devraient se préparer au pire scénario » ? En tous les cas, depuis quelques jours, les Français recomposent leur épargne en privilégiant les placements sûrs (les livrets d'épargne et les comptes à terme) au détriment des actifs risqués (les actions) et on constate même une forte progression des retraits de billets.

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

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

- La situation de Fortis devient critique : les gouvernements belge, néerlandais et luxembourgeois, signent le dimanche 28, avec la bénédiction du Président de la BCE, un accord de nationalisation partielle de ses trois filiales nationales : c'est la première fois, depuis le début de la crise qu'une banque de la zone euro a ainsi besoin du secours des pouvoirs publics.
- Le lundi 29 est un véritable lundi noir, spécialement pour l'Europe :
 - La banque américaine Wachovia fait faillite et Citigroup et Wells Fargo sont en concurrence pour la racheter.
 - La banque anglaise Bradford & Bingley (« B&B ») doit être nationalisée pour que le Trésor britannique reprenne ses actifs « pourris », pendant que ses meilleurs actifs sont transférés au groupe espagnol Santander.

L'EURO

- La banque allemande Hypo Real Estate (« HRE ») et la banque islandaise Glitnir sont sauvées grâce à l'intervention de leurs gouvernements.

- Le groupe franco-belgo-luxembourgeois de bancassurance Dexia est en grande difficulté : son cours perd presque 30% dans la journée.

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

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

- La Fed et la BCE continuent à injecter des doses massives de liquidités sur leurs marchés monétaires.

- La contamination de la crise à l'Europe mine complètement la confiance que les établissements financiers pouvaient avoir encore les uns vis-à-vis des autres : ceux qui ont des excédents de liquidité, au lieu de les placer sur le marché interbancaire, préfèrent les placer auprès de la BCE, même s'ils sont moins rémunérés (ces dépôts au jour le jour atteignent ce 29 septembre le record de 44,4 milliards d'euros ; ils connaîtront des montants encore bien plus élevés au cours du mois d'octobre).

- Les Bourses enregistrent toutes de fortes baisses tout au long de la journée : celle de Paris passe à nouveau sous le seuil des 4000 points.

- L'euro et la livre baissent nettement face au dollar et au yen.

- On apprend que l'économie japonaise, la deuxième du monde, accumule de mauvais résultats.

- En France, le chiffre du chômage pour le mois d'août est le « pire chiffre mensuel depuis mars 1993 » selon le Secrétaire d'État à l'emploi.

- Surtout, en fin de journée, le plan de sauvetage Paulson est rejeté par le Congrès. Ainsi, le risque systémique est passé après la volonté de la frange la plus libérale des Républicains de laisser le marché s'autoréguler sans l'intervention de l'État, après le refus des Démocrates de ne pas aider les ménages ruinés par leurs crédits immobiliers, et après le souci de tous de ne pas pénaliser les contribuables. *De nombreux experts critiquent également ce plan : un argumentaire est signé de 200 noms d'économistes reconnus, dont les prix Nobel R. Lucas et V. Smith. Il est en particulier souligné que l'État s'engage à racheter pour une somme astronomique des titres dont on est en fait incapable de connaître le prix puisqu'il n'en existe pas de marché, ce qui risque de perturber durablement les règles de l'économie de marché. On peut ajouter que ce plan peut avoir pour effet pervers d'augmenter doublement le risque d'aléa moral : non seulement l'intervention de l'État peut inciter certaines banques à prendre davantage de risques, mais aussi les banques qui sont secourues – « les mauvaises » – ne vont-elles pas faire une concurrence déloyale à celles qui ne le sont pas – « les bonnes » ?*

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

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

- Octobre 2008 -> Le mois d'octobre s'ouvre le mercredi 1^{er}, par une nouvelle, deux idées et une série de propositions faites par la Commission européenne. La nouvelle est le vote par le Sénat américain du Plan Paulson bis (la Chambre des Représentants doit le voter vendredi). La première idée

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

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

En France est lancé un plan d'aide de 22 milliards aux PME parce que ces entreprises souffrent particulièrement de la crise du crédit. Il est en particulier donné mission à la Caisse des Dépôts d'injecter 17 milliards d'euros à partir des fonds collectés sur les Livrets de développement durable (les LDD, ex-Codevi) et sur les Livrets d'épargne populaire (LEP), mais cela doit se faire par l'intermédiaire des banques à qui ces fonds sont transmis : certains craignent qu'elles s'en servent pour réduire leurs problèmes de trésorerie... Ce plan d'aide comprend aussi le renforcement des moyens d'OSEO, établissement financier public spécialisé dans l'accompagnement des PME (En appui des politiques nationales et régionales, OSEO - né du rapprochement de l'Anvar, de la BDPME, de la Sofaris et de l'AIL - finance et accompagne les PME dans les phases les plus décisives de leur existence. OSEO a pour mission de financer et d'accompagner les PME, l'objectif étant d'assurer une plus grande continuité dans la chaîne du financement de leurs projets, grâce à la complémentarité de ses trois métiers : soutien à l'innovation, financement des investissements et du cycle d'exploitation en partenariat avec les banques et garantie des financements bancaires et interventions en fonds propres).

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

À la fin de cette première semaine d'octobre, on parle de récession à la fois aux États-Unis, dans la zone euro et en France. À Paris, le chef de l'Etat reçoit ses homologues européens faisant partie du G8 ainsi que le président de la BCE et celui de l'Eurogroupe, après s'être entretenu avec le directeur général du FMI, pour étudier les mesures susceptibles de soutenir les banques européennes et de ramener la confiance (traitement comptable particulier pour les actifs « toxiques », assouplir les règles d'intervention des États, adopter des règles communes pour la garantie des dépôts, revoir le cadre de la

supervision bancaire, surveiller strictement les activités des agences de notation, poser des principes communs pour la rémunération des dirigeants et pour leurs parachutes dorés). Mais ce « sommet de l'Élysée » révèle des divisions persistantes entre les Européens.

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

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

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

En cours de journée, le Premier ministre islandais laisse penser que son pays pourrait être pris dans la tourmente bancaire jusqu'à risquer la faillite : le système financier islandais est le facteur essentiel de l'activité et de la croissance du pays, il est hypertrophié et la banque centrale n'est pas en mesure d'y jouer le rôle de PDR (de plus, l'inflation y est de 15% et la couronne islandaise a perdu 45% en un mois). De son côté, la première banque américaine, Bank of America, craint une forte baisse de ses résultats et une insuffisance de ses fonds propres, d'où l'annonce d'une augmentation de capital. En soirée, trois des quatre plus grosses banques britanniques font pression sur le gouvernement pour bénéficier d'un plan de soutien, ce qui accroît encore davantage le sentiment de défiance.

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

Le mercredi 8 octobre, le gouvernement britannique annonce un plan de soutien qui équivaut à une nationalisation partielle de 8 grandes banques ainsi que l'ouverture d'une importante ligne de crédit (260 milliards d'euros). Selon le 1^{er} ministre britannique, Gordon Brown, « l'heure ne peut pas être à la pensée conventionnelle ou aux dogmes dépassés, mais elle doit être à l'innovation et permettre de s'attaquer au cœur du problème ». Dès le matin aussi, les Bourses européennes suivent le mouvement

de baisse sensible donné la veille par Wall Street et surtout par Tokyo. Devant l'aggravation de la panique financière malgré les déclarations faites et les mesures prises, le premier ministre britannique propose aux autres pays de l'UE un plan européen de financement pour l'ensemble du système bancaire. Dans le même temps, deux informations ne peuvent qu'approfondir l'inquiétude. D'abord la réduction de l'activité économique pour le deuxième trimestre consécutif dans la zone euro : celle-ci serait donc entrée officiellement en récession. Ensuite, la perte enregistrée depuis le début de la crise des subprimes par les fonds de pension américains, publics et privés : 2000 milliards de dollars, soit une baisse de 20% !

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

Mais cette annonce exceptionnelle ne parvient pas à rassurer les places européennes, elle n'empêche malheureusement pas les cours boursiers de continuer à baisser, après une très courte petite reprise : le CAC 40 termine la journée sur une baisse de 6,39% à 3493 points. Devant cette irrationalité évidente des marchés, le Président de la BCE les exhorte : « reprenez vos esprits (...) Le pessimisme excessif est très mauvais conseiller ». Lors du débat à l'Assemblée nationale, F. Fillon annonce la mise en place d'une structure de droit public – la Société de prises de participation de l'État, SPPE, rattachée à l'Agence des participations de l'Etat, APE- pour soutenir financièrement et sans délai les banques en difficulté, y compris par des prises de participation. Par ailleurs, le FMI estime que le montant global des pertes subies jusqu'à maintenant par les banques est de 1400 milliards de dollars, que la croissance de l'économie mondiale va ralentir significativement pendant plusieurs mois et il considère que le choc actuel est le plus grave depuis les années 1930.

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

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

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

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

C'est ce même vendredi que les ministres des finances du G7 se réunissent à Washington : un plan d'action d'envergure est adopté de manière consensuelle. Le communiqué présente cinq points, dans un texte court mais clair et précis. Le premier de ces points vise l'engagement pris par tous les pays signataires de protéger de la faillite toutes les institutions financières. Le deuxième souligne la volonté de débloquer le crédit et le marché interbancaire en fournissant aux banques toutes les liquidités nécessaires. Le troisième concerne la garantie promise aux épargnants. Le quatrième avance la possibilité de recapitaliser les institutions en difficulté. Le cinquième admet la nécessité de revoir la qualité des normes comptables. Le texte précise aussi que toutes ces actions seront menées avec le souci de protéger les contribuables et qu'il apporte son soutien au FMI pour que celui-ci assiste les pays mis à mal par la crise. Par conséquent, on retrouve grosso modo l'essentiel des mesures qu'avait proposées la déclaration du G4 la semaine précédente.

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

Une cellule de crise doit être mise en place pour renforcer la concertation et la coordination des actions. Le lundi 13 octobre, comme décidé au niveau européen la veille, le Président Sarkozy, pour la France, présente à l'issue du Conseil des ministres extraordinaire qui vient de l'adopter, le plan de sauvetage des banques (ce plan sera adopté en urgence le lendemain par les députés).

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

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

Trois remarques à propos de ce plan de sauvetage. D'abord, la Caisse de refinancement et la SPPE trouveront les moyens nécessaires en empruntant sur les marchés, autrement dit auprès des investisseurs institutionnels (fonds de pension, caisses de retraite, ...) et aussi auprès des banques centrales. Ensuite, malgré l'importance de l'enveloppe de ce plan, il n'est pas

L'EURO

concevable que l'État puisse se porter au secours de l'ensemble de notre système bancaire quand on sait que le total du bilan consolidé des banques françaises équivaut à 3,5 fois notre PIB ! De toute façon, et c'est la troisième remarque, il est douteux que les banques fassent officiellement appel à l'aide de l'État car ce serait un signal pessimiste donné aux clients, ce qui pourrait susciter des mouvements de panique : en cas de besoin, elles préféreraient sans doute recourir aux fonds souverains.

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

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

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

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

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

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

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

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

Cela dit, les hedge funds, qui sont, contrairement à ce que laisse penser leur nom, des fonds spéculatifs personnifient bien le capitalisme financier qui sombre aujourd'hui « dans l'ubris, la cupidité et le conformisme » pour reprendre les mots de Pascal Bruckner dans son bel article « l'inévitable métamorphose » (Le Monde du 16 octobre). En dix ans, leur nombre a été multiplié par plus de 3 et la valeur des actifs qu'ils gèrent par plus de 10. Le cas des hedge funds est intéressant non seulement à ce moment du déroulement de la crise mais pour l'après-crise : on peut en effet se demander s'ils ne parviendront pas à contourner les nouvelles réglementations comme ils sont parvenus à transgresser les règles actuelles (Z. Bauman, professeur de sociologie émérite à l'Université de Leeds, en Grande-Bretagne, répond à cette question en exprimant un point de vue très critique dans une interview donnée aux « Enjeux-Les Échos » de novembre 2008 : « Toutes les mesures prises par les autorités fédérales américaines, en totale contradiction avec leurs précédentes professions de foi, visent à sauver les puissants de la catastrophe qu'ils ont précipitée sur les plus faibles, et à leur permettre de se remettre de ce hoquet pour

L'EURO

continuer à jouer avec encore plus de vigueur, de détermination et de profit au grand jeu de la mondialisation »). Le même genre de réflexion, et donc d'inquiétude, vaut aussi pour les fonds d'investissement, les « private equities », sociétés de capital-risque et de capital-investissement qui effectuent des placements dans des sociétés non cotées, donc en dehors des contraintes de la Bourse (certains les appellent les « fonds vautours »). « C'est pourquoi il serait insuffisant de se contenter de mesures conjoncturelles, seraient-elles nécessaires, et naïf de croire que des mesures structurelles de régulation du même système seront suffisantes. Cette crise doit nous conduire à ouvrir la boîte noire de la logique du développement de nos sociétés et à réinterroger la pertinence des indicateurs avec lesquels nous mesurons nos progrès et définissons nos choix collectifs » (Dominique Méda et Vincent Peillon, Le Monde du 17 octobre 2008).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le vendredi 17 octobre : les Bourses sont toujours les proies d'une instabilité et d'une nervosité exceptionnelles (l'indice Vix qui mesure le degré de volatilité de Wall Street, appelé « indice de la

peur », bat cette semaine des records historiques). À Paris, l'évolution du Cac 40 ne connaît pas moins de cinq phases au cours de cette seule et même journée : d'abord à l'ouverture une forte hausse de 4,40%, puis l'effacement quasi-intégral de ces gains vers midi, avant de remonter vers 14h, pour redescendre vers l'équilibre à 15h30 et enfin un rebond vers la clôture pour terminer avec une hausse de 4,68%.

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

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

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

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

Le lundi 20 octobre, plusieurs annonces sont faites. Sur le plan international, le FMI et un certain nombre de banques centrales se porteraient au secours de l'Islande pour lui éviter la faillite (notons que s'allonge de plus en plus la liste des pays qui réclament l'aide du FMI : la Hongrie, le Pakistan, l'Ukraine, la Biélorussie, la Croatie, l'Albanie, la Macédoine, la Serbie,...). Sur le plan national français, deux annonces sont faites. D'une part, la Ministre de l'économie informe que l'État va apporter des quasi-fonds propres, pour 10,5 milliards d'euros, aux six principales banques françaises pour renforcer leur solvabilité (le Crédit Agricole pour 3 milliards, BNP-Paribas pour 2,55, la Société Générale pour 1,7, le Crédit Mutuel pour 1,2, la Caisse d'Épargne pour 1,1 et la Banque Populaire pour 0,95). Bien que les banques françaises ne souffrent pas en réalité d'une insuffisance de fonds propres (leur ratio de solvabilité Tier1 est bien supérieur à la norme officielle de 4%- voir notre document, « Marchés et règles », seconde partie), cette décision est prise sous la pression des marchés. En effet, ceux-ci, suite à une analyse de Merrill Lynch, estiment, par une forte baisse des cours des banques françaises, que dans le contexte actuel les banques doivent avoir un ratio de solvabilité calculé à partir du Tier1 proche de 8-9%. Cette décision a pour impact direct, dès le lendemain, une hausse de 13% des cours des banques françaises. D'autre part le Premier ministre obtient des banques qu'elles s'engagent à augmenter de 3% à 4% par an les encours de crédit pour les particuliers et les PME (alors que le rythme annuel de la progression des crédits était de +8% ces derniers temps) et débloque une enveloppe de 5 milliards d'euros (financés pour moitié par la CDC et pour moitié par les banques) pour soutenir les collectivités territoriales. L'augmentation des encours de crédit doit éviter que l'économie réelle ne soit victime d'un véritable « credit crunch ». De ce point de vue, les informations sont inquiétantes, en particulier dans le domaine de l'immobilier et par conséquent du bâtiment : les crédits immobiliers ont subi une baisse de 26,3% en valeur au cours du troisième trimestre (contre -11% au premier semestre), et les taux d'intérêt ont régulièrement augmenté pour retrouver leur niveau de début 2002, à un peu plus de 5%. Le soutien des collectivités territoriales est quant à lui d'autant plus nécessaire (sera-t-il d'ailleurs suffisant ?) leur endettement est constitué pour 22% de produits structurés qui comportent forcément une certaine dose de titres toxiques. C'est d'ailleurs également le cas de l'endettement des centres hospitaliers et d'au moins une vingtaine d'organismes HLM.

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

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

Deux remarques à ce propos :

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

De son côté, N. Sarkozy fait pression sur les banques pour qu'elles ne soient pas frileuses en matière d'octroi de crédit, ce qui accentuerait les risques de récession : il demande au nouveau médiateur du crédit de rendre publics tous les manquements constatés, département par département. Le Président considère qu'avec les aides de l'Etat apportées au secteur financier, il y a un « pacte moral » passé entre la Nation et les banques.

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

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

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

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

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

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

Le 12, le Secrétaire au Trésor américain annonce un changement radical dans la mise en œuvre du plan de sauvetage de 700 milliards de dollars qu'il avait annoncé le 20 septembre. Ce plan, qui devait être essentiellement utilisé pour racheter aux banques leurs titres pourris, servira en définitive à leur injecter directement des liquidités par achat d'actions préférentielles, comme cela a été fait au Royaume-Uni. La semaine boursière du lundi 10 au vendredi 14 se caractérise pratiquement partout par des chutes, que suscitent les différentes mauvaises nouvelles sur la crise et les perspectives sombres qu'elles font deviner : le Dow Jones perd 4,99%, le CAC 40 5,12%, le Footsie 3,02%, le DAX 4,62 et le Nikkei 1,41%.

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

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

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

Le 23, le gouvernement américain se porte de toute urgence au secours de Citigroup (ancien numéro mondial de la finance, cette banque géante compte 200 millions de clients...) en injectant 306 milliards de dollars pour garantir des actifs risqués, en particulier immobiliers, et 20 milliards de dollars de

recapitalisation, qui s'ajoutent à un montant fourni antérieurement de 25 milliards. C'est la première fois que le gouvernement américain vient ainsi au secours d'une banque universelle puisque les établissements jusqu'ici secourus ont été des banques d'affaires, des établissements de crédit hypothécaire et des assureurs.

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

Le 24, B. Obama tient une conférence de presse, entouré de toute son équipe d'experts économiques (P. Volcker, qui sera nommé le 26 à la tête des conseillers économiques) est cependant absent) : il annonce que son gouvernement, une fois en place fera un plan de relance avec « hardiesse et célérité ». Il informe aussi que c'est Timothy Geithner, l'actuel gouverneur de la Fed de New-York qui occupera le poste de Secrétaire d'État au Trésor.

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

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

Le financement monétaire que réalise la Fed est la première grande manifestation d'un assouplissement considérable de sa politique monétaire. C'est la première étape d'un Quantitative Easing (QE) qui en connaîtra deux autres par la suite, d'où le nom de QE1 donné à celui-ci ; le QE2 aura lieu en novembre 2010 et le QE3 en septembre 2012. Les QE font partie, avec la « forward guidance », des mesures non conventionnelles de politique monétaire (voir plus loin le paragraphe qui leur est consacré).

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

La proposition de la Commission soulève des questions et suscite des critiques avant même la réunion du sommet européen. D'abord, il semble plus important de parler qualitativement des objectifs et de la coordination des actions que quantitativement de l'enveloppe. Ensuite il ne sera pas facile de trancher la question de la répartition des efforts : l'Allemagne ne veut pas qu'une forte relance de sa part puisse inciter les autres au comportement de passager clandestin et les pays de l'Europe centrale ne souhaitent pas accumuler des déficits qui les éloigneraient des critères de Maastricht à un moment où ils souhaitent au contraire accélérer leur adhésion à l'euro. Enfin, il ne faudrait pas que ces plans de relance soient mis au service de politiques de l'offre alors que la situation impose un soutien de la demande globale. En effet, toutes les composantes de la demande globale sont orientées à la baisse : les ménages diminuent certaines de leurs dépenses et en reportent d'autres sine die (Keynes avait insisté sur l'effet multiplicateur négatif de la baisse de la consommation de biens durables, argument repris récemment par Peter Temin, économiste au MIT), les entreprises ont peur d'investir et les exportations subissent les effets de la récession mondiale. C'est une action de relance de type keynésien qui est nécessaire et les États ne doivent pas

L'EURO

hésiter à jouer le rôle d'acheteur en dernier ressort. Comme l'écrit N. Baverez dans sa chronique, dans Le Monde du 17/12/2008, « L'effondrement simultané du crédit, de l'immobilier et des marchés financiers débouche sur une configuration typiquement keynésienne. L'économie mondiale se trouve enfermée dans une situation de trappe à liquidités, où l'injection de fonds et la baisse des taux d'intérêt se révèlent impuissantes à relancer l'activité. Le blocage de la demande crée une spirale déflationniste qui installe un chômage permanent. Face à la paralysie des entreprises et des ménages qui, tétanisés par la peur de l'avenir, ne veulent ou ne peuvent plus investir ou consommer, seul l'État dispose de la capacité d'emprunter et de dépenser ».

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

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

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

• Décembre 2008 ->

Le jeudi 4 connaît deux informations importantes.

La première est le détail du plan de relance français qu'annonce à Douai le Président Sarkozy. Le coût de ce plan est de 26 milliards d'euros, soit 1,3% du PIB. Les mesures sont essentiellement de quatre sortes. Les mesures de la première catégorie soutiennent les deux secteurs économiques les plus touchés par la crise : le marché de l'automobile (la prime à la casse passe de 300 à 1000 euros) et le marché immobilier (doublement du prêt à taux 0). Celles de la deuxième soutiennent les ménages et l'emploi (prime de 200€ aux bénéficiaires de minima sociaux, exonérations de charges sociales). Les mesures de la troisième sorte soutiennent les entreprises (l'État va raccourcir ses délais de paiement et effectuer des remboursements anticipés de dettes). Enfin, celles de la quatrième, très importantes, visent des investissements publics dans les infrastructures, les universités et la recherche.

Étant donné la faiblesse de l'investissement privé, son manque d'élasticité par rapport au taux d'intérêt, sa responsabilité dans la cyclicité de la conjoncture et sa trop grande sensibilité aux effets d'aubaine lorsque des aides lui sont apportées, il est logique de miser plutôt sur l'investissement public, surtout que non seulement celui-ci a un effet multiplicateur sur l'activité mais qu'il permet aussi de compenser les conséquences sociales de la crise.

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

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

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

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

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

Le mardi 16, la Fed baisse encore son taux directeur, qui atteint son plus bas historique : il doit évoluer dans la fourchette 0% - 0,25%. Autant dire que le coût du refinancement des banques est nul. La réaction immédiate est une poussée de l'euro par rapport au dollar, puisque le différentiel de taux de part et d'autre de l'Atlantique se creuse, surtout que d'une part la Fed annonce que sa stratégie de taux très bas peut durer un certain temps et que le Président de la BCE a déclaré la veille qu'il y aurait vraisemblablement une pause dans la baisse du taux directeur de la BCE pour attendre les effets des baisses précédentes. Le mercredi 17, l'euro connaît sa hausse la plus forte sur une journée (il cote jusqu'à 1,4437\$). Le dollar connaît non seulement sa plus forte baisse historique par rapport à l'euro mais tombe à son plus bas niveau par rapport au yen depuis 13 ans. Cette évolution annoncerait-elle une crise de change qui viendrait compléter le tableau protéiforme de la crise actuelle ? *On peut même être étonné que le dollar n'ait pas été davantage contesté depuis le début de la crise, étant donné la permanence et même l'aggravation des déficits jumeaux du fait de la multiplication des plans de relance tous azimuts. Sur ce sujet, il y a une explication et une question. L'explication concerne le fait que le dollar n'ait pas été trop bousculé depuis le début de la crise : d'une part, la crise a obligé les investisseurs qui s'étaient très endettés à solder leurs positions sur les marchés internationaux, d'où le soutien du dollar et même son appréciation, et d'autre part la sécurité que présentait aux yeux en particulier du gouvernement chinois les placements en bons du Trésor américain. La question est de savoir si la chute actuelle du dollar est seulement momentanée ou si elle marque le début d'une crise de change. Plusieurs signes négatifs s'accumulent : une rémunération nulle du dollar, des informations très préoccupantes sur la situation et sur les perspectives économiques et sociales américaines, le fait que les crises de l'immobilier et du crédit se prolongent, des déficits publics qui vont encore augmenter, une politique monétaire qui grossit dangereusement le volume des liquidités, le scandale Madoff qui accroît le climat de défiance, et la possibilité que les Chinois décident de ne plus financer l'économie américaine. On doit noter au passage que la situation du Royaume-Uni est encore plus inquiétante de celle des États-Unis : la récession, la forte baisse des taux directeurs, les difficultés de la City et l'aggravation des déficits et dette publics expliquent la chute brutale que connaît actuellement la livre sterling, dont le taux de change est pratiquement à parité avec l'euro (la monnaie anglaise a perdu 25% au cours de l'année 2008). Et la grande différence avec les États-Unis est que la livre n'a pas le statut international dont bénéficie le dollar...*

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

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

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

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

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

L'année 2008 qui se termine est pour les places boursières la plus mauvaise depuis fort longtemps : sur l'année, la baisse du CAC 40 est 42,68%, ce qui est la plus forte depuis la création de l'indice (les profits des entreprises du CAC 40 ont baissé de 39% en 2008), celle du Dow Jones est de 33,84%, score jamais vu depuis 1931. Le Dax 30 a baissé de 40,37%, le Footsie de 31,33%, le Nikkei de 42,12% et le Hang Sen (Hong-Kong) de 48,3%. Certaines bourses ont connu des chutes vertigineuses : Reykjavik – 94,43%, Moscou – 67,20%, Shanghai – 65,39%. Ce sont les valeurs financières et bancaires, et celles des matières premières et de l'automobile qui sont le plus affectées, ce qui redistribue profondément les cartes au sein de chaque indice et en recompose totalement la hiérarchie. Globalement, environ 25 000 milliards de dollars se sont ainsi volatilisés en une année, ce qui représente 40% du PIB mondial. Sur le plan des changes, le taux euro-dollar se situe en fin d'année entre 1,38 et 1,39. Selon une étude de Greenwich Associates, le volume des transactions sur le marché des changes a progressé en 2008 de 15% contre 30% pour chacune des deux années précédentes ; le volume généré par les fonds d'investissement spéculatifs, qui représentait en 2007 20% du total a diminué en 2008 de 28% alors qu'il avait augmenté de 180% en 2007. Dans son bulletin mensuel de décembre 2008, la BCE note : « les conditions sur les marchés de change se sont sensiblement modifiées au cours des trois derniers mois dans un contexte de volatilité considérable, liée aux turbulences financières actuelles. Après un premier semestre durant lequel le taux de change effectif de l'euro s'est apprécié, celui-ci a commencé à s'affaiblir en août. Les pressions à la baisse se sont intensifiées en octobre, reflétant largement une réévaluation de la situation économique de la zone euro par rapport aux autres zones économiques. La dépréciation de l'euro s'est également accompagnée d'une hausse historique de la volatilité de son cours à terme dans un contexte de forte aversion au risque ».

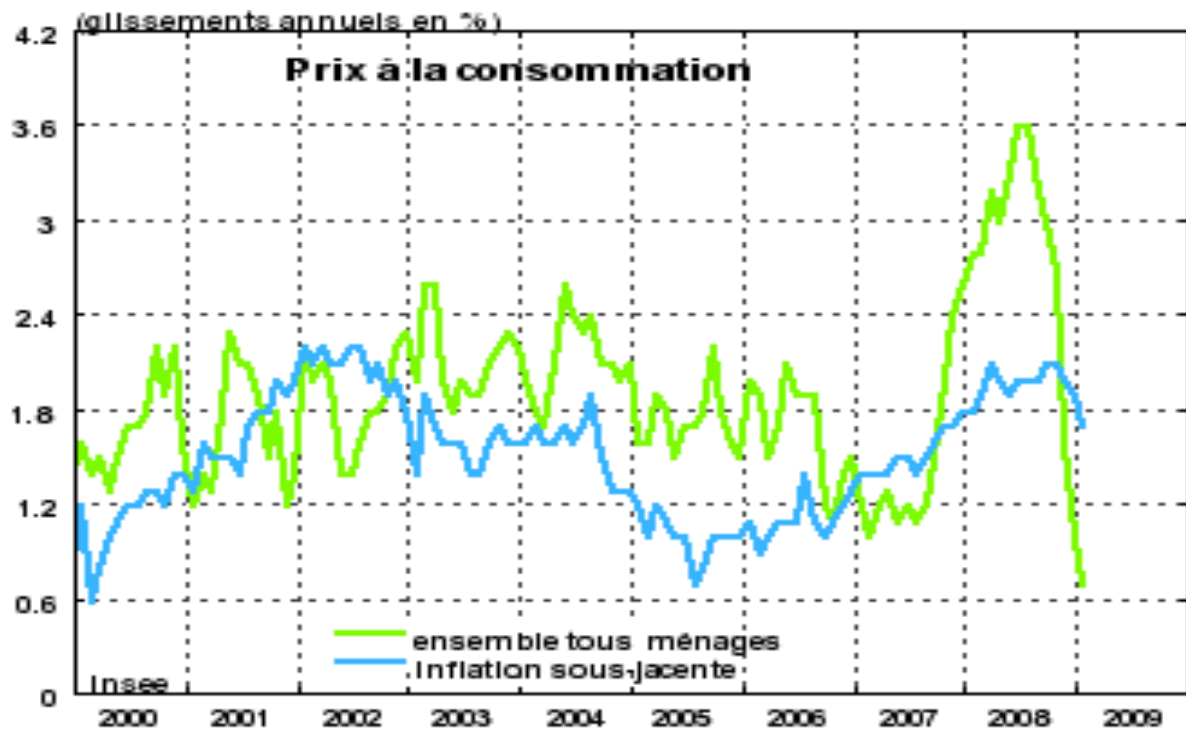
Pour la zone euro, l'année 2008 est également très mauvaise en ce qui concerne les résultats de son commerce extérieur : elle enregistre un déficit de 32,1 milliards d'euros, ce qui est un plus bas historique. Il en est de même pour toute l'UE avec un déficit de 241,3 milliards d'euros.

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

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

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

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



Source : INSEE

Ce graphique montre très clairement que le taux d'inflation a beaucoup diminué au cours de 2008 ; mais aussi que le taux d'inflation sous-jacente a connu une évolution beaucoup moins nette. Cela signifie que le fort ralentissement de l'inflation est essentiellement dû à l'évolution des prix des matières premières, énergétiques en particulier, et des prix des produits frais. Le mouvement de baisse qui se poursuivra les mois suivants sera le résultat de la diffusion de la baisse des prix des matières premières au secteur de la production puis à celui de la consommation, et de la pression à la baisse des prix causée par le ralentissement de plus en plus prononcé de l'activité. Cela étant, on peut s'attendre à une évolution en U du niveau général des prix dans la mesure où d'une part la reprise future relancera la hausse des prix des matières premières et où d'autre part il faudra bien résorber les volumes importants de liquidités déversées pour lutter contre la crise.

On pourrait croire que le dixième anniversaire du lancement de l'euro arrive au plus mauvais moment puisqu'on le fête en pleine crise des subprimes. En réalité, comme le rappelle P.-A. Delhommais (*Le Monde* du 14 décembre 2008), « l'économiste américain et Prix Nobel Milton Friedman affirmait que l'on pourrait juger de la réussite de l'euro seulement le jour où les pays de l'Union monétaire entreraient en récession. On y est (...) La monnaie unique va-t-elle passer avec succès le "krach-test" des subprimes ? ». Et le chroniqueur du quotidien montre que les études tentant de répondre à cette question proposent des réponses opposées. Il cite en particulier deux analyses publiées en novembre 2008, que l'on peut trouver sur le site de « Project Syndicate ». Il y a celle, assez pessimiste et critique, de Martin Feldstein, le professeur à Harvard considère que les écarts importants de taux d'intérêt sur les dettes souveraines entre plusieurs États de la zone euro sont un signe inquiétant de la défiance des marchés et il estime que les carcans que constituent une politique monétaire unique et un PSC trop contraignant pourraient expliquer que des pays décident de quitter l'UEM. On peut ajouter l'absence de véritable gouvernement économique européen et l'accumulation de tensions entre les États membres, notamment au sein du couple franco-allemand. Christian Saint-Etienne fait paraître son dernier livre sous le titre « La fin de l'euro » : il y développe tous les arguments qui l'amènent à considérer que l'implosion de la zone euro est une hypothèse forte (non seulement la zone euro n'est pas optimale mais, plus grave, l'Europe souffre d'un important déficit politique et d'une absence cruelle de gouvernement économique dont l'Allemagne serait responsable). Il y a de l'autre côté l'analyse, plutôt optimiste et réconfortante, de Barry Eichengreen : le professeur à Berkeley approuve le comportement adopté par la BCE au cours de la crise, ce qui a accru sa crédibilité, et il pense que l'euro sortira renforcé de l'épreuve actuelle. Il est de fait que les pays européens qui n'ont pas adopté l'euro souffrent davantage et que beaucoup d'entre eux font le maximum pour en faire leur monnaie. De manière générale, les « petites » monnaies ont du mal à résister dans la mesure où elles sont considérées comme des monnaies à risques ; l'euro bénéficie au contraire de la grande dimension de sa zone d'influence.

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

L'EURO

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

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

• JANVIER 2009 ->

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

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

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

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

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

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

Tous ces plans de relance, qui prouvent un grand activisme budgétaire, augmentent significativement les déficits et dettes publics. L'importance des déficits s'explique d'ailleurs non seulement par le gonflement du volume des dépenses pour soutenir l'activité et soulager les entreprises mais aussi par la chute des recettes qu'entraîne mécaniquement la récession. On peut en attendre pour l'avenir non seulement une réduction des marges de liberté pour les gouvernements (le déficit public français ne cesse de s'alourdir : il est de -2,7% du PIB en 2007, de -3,4% en 2008, de -7,5% en 2009), mais aussi une élévation des taux d'intérêt longs, avec des différences selon la qualité de signature (le taux à 10 ans est de 3,1% pour l'Allemagne et de 5,2% pour la Grèce). Certains observateurs craignent que l'augmentation des dettes publiques de très nombreux États, et pas des moindres, ne provoque à terme le gonflement d'une prochaine bulle financière sur les marchés obligataires (certaines estimations chiffrent le total des dettes publiques à 3 000 milliards de dollars pour 2009, soit trois fois plus qu'en 2008). D'autres estiment au contraire que les dépenses publiques viennent combler le manque de dépenses privées, qu'il ne faut donc pas en attendre une hausse préjudiciable des taux d'intérêt ni le gonflement d'une bulle, et que le soutien de l'activité n'en sera que mieux assuré. Autrement dit, en ce qui concerne le débat non seulement théorique mais également pratique sur les rôles respectifs de l'effet multiplicateur et de l'effet d'éviction, les circonstances présentes le tranchent nettement : comme nous

sommes en phase à la fois de profonde récession et de trappe monétaire, la politique budgétaire est la seule à pouvoir être efficace, l'effet de multiplication peut jouer et l'effet d'éviction n'est pas à redouter. Le multiplicateur des dépenses publiques est estimé actuellement à 1,23 en France, et à un peu plus aux États-Unis. De surcroît, une question souvent posée aujourd'hui à propos des plans de relance est de savoir s'il est préférable de privilégier l'investissement ou la consommation. Certes, comme la crise aggrave les situations de précarité, il est sans doute nécessaire de prendre des mesures protectrices en faveur des ménages et des entreprises les plus fragiles, mais l'essentiel des efforts doit porter sur l'investissement public. Quatre arguments importants militent pour cela. Premièrement, une relance de la consommation a beaucoup de chances de développer autant les importations que la production nationale et donc l'emploi intérieur. Deuxièmement, dans la période d'incertitude et d'inquiétude actuelle, les ménages sont davantage incités à épargner qu'à consommer : une relance par injection de pouvoir d'achat aboutirait à gonfler cette épargne plutôt que d'augmenter la demande. Plus généralement encore, la crise fait grimper à des sommets l'aversion des agents privés pour les risques, en particulier celui d'illiquidité, d'où des comportements fondés sur un principe de précaution exacerbé et une très forte réduction de leur endettement et de leurs dépenses. Troisièmement, le soutien de la consommation peut être assuré par le jeu des stabilisateurs automatiques : les dispositifs fiscaux et sociaux absorbent et donc atténuent les fluctuations en ayant des effets contra-cycliques. Notons que ce dernier argument est sans doute le plus faible des trois dans la mesure où, au cours de ces dernières années, non seulement les stabilisateurs traditionnels ont faibli mais où des déstabilisateurs se sont développés : la flexibilisation du marché du travail a augmenté la précarité, donc l'incertitude, et l'augmentation du poids de l'épargne salariale dans les revenus disponibles des ménages rend plus sensibles les revenus aux résultats des entreprises. Enfin, quatrième argument, des dépenses publiques consacrées à l'investissement public augmentent certes le poids du passif mais également la valeur de l'actif, ce qui est moins préjudiciable aux finances publiques et au « bilan national » que des dépenses de fonctionnement faites pour encourager la consommation.

À cela s'ajoutent des politiques monétaires accommodantes, non seulement avec les baisses de taux directeurs mais aussi avec de nombreuses et fortes injections de liquidités. Il faut en attendre pour l'avenir deux risques importants : le risque d'inflation et le risque de constitution de nouvelles bulles. Lors d'une intervention sur Radio-Classique mi mars 2009, P. Artus estime que le montant global de liquidités mondiales est actuellement d'un montant de 11 000 – 12 000 milliards de dollars : avec une somme pareille, il ne faudrait pas être étonné qu'une bulle spéculative se forme lors de la sortie de crise. La question est de savoir sur quel type d'actif se constituerait une telle bulle ? Peut-être sur les matières premières...

Si bien que, concernant les politiques budgétaire et monétaire, se pose d'ores et déjà la question de leur réversibilité : quand les économies se remettront de la crise, les gouvernements auront-ils le courage de redresser les finances publiques et de porter remède au surendettement public et les banques centrales auront-elles celui de résorber les liquidités surabondantes et de faire éclater une nouvelle bulle éventuelle, au risque de contrarier le redémarrage de l'économie ?

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

Les responsables économiques, les experts et les journalistes spécialisés se posent une question délicate, et vont se la poser durant de nombreuses semaines : suite aux différentes politiques menées, avec en particulier les injections massives de liquidités, et aux différents plans mis en œuvre, avec en particulier les mesures de relance, faut-il craindre pour l'avenir plutôt l'hyperinflation ou la dépression ? L'hyperinflation pourrait certes arranger les finances publiques des pays développés dans la mesure où elle réduirait le poids de leur endettement qui de toute façon est appelé à prendre des proportions considérables (pour la France, plus de 70% du PIB en 2009 et plus de 80% en 2010 ?) et qui ne pourra pas compter suffisamment sur l'épargne des pays émergents qui, de leur côté, mettront en œuvre, pour leur développement, une logique de plus en plus introvertie. Mais l'intérêt que présenterait « la solution de l'inflation » pour l'allègement de la dette des pays de la zone euro serait particulièrement limité pour deux séries de raisons : d'une part, d'un point de vue interne, l'inflation ne serait pas de même ampleur pour les différents pays partenaires, d'où une coûteuse mise à mal de la cohésion de la zone et donc de la cohérence de la politique monétaire ; d'autre part, d'un point de vue externe, si l'inflation était plus forte ailleurs que dans la zone euro, spécialement aux États-Unis, cela provoquerait une appréciation de l'euro, également coûteuse pour l'économie de la zone. De plus, de nombreux facteurs réduisent significativement la probabilité qu'il y ait à terme de l'hyperinflation. D'abord, les Banques centrales ont les moyens d'assurer une certaine réversibilité des mesures qu'elles ont prises pour décongestionner le marché interbancaire. La stratégie numéro 1 est bien sûr d'arrêter toutes les mesures prises pour éviter la déflation. Et, comme l'indiquera B. Bernanke le 21 juillet (devant le Congrès et au *Wall Street Journal*), la Fed peut réduire le montant des réserves des banques commerciales en monnaie centrale et elle peut surtout augmenter les taux qui rémunèrent ces réserves pour inciter les banques à ne pas se fonder sur elles pour augmenter excessivement la masse des crédits qu'elles accordent (jusqu'à maintenant, les liquidités apportées par les Banques centrales aux banques commerciales sont restées inscrites dans les comptes de réserves et n'ont pas entraîné un dérapage des masses monétaires). La Fed peut aussi utiliser les dispositifs dont elle dispose pour reprendre les liquidités excédentaires (*Term Auction Facility – TAF-*, *Commercial Paper Funding Facility –CPFF-*, *Asset-Backed Commercial Paper –ABCP-* et *Money Market*

L'EURO

Mutual Fund Liquidity Facility -MMMFL). Si le risque inflationniste devenait réel, les Banques centrales pourraient bien évidemment augmenter leurs taux directeurs, certes avec le risque de contrarier la reprise. Ensuite, l'inflation ne peut pas sérieusement devenir une préoccupation tant que l'output gap reste important, c'est-à-dire tant qu'il y aura une sous-utilisation des capacités de production. Or, selon certains, la situation est telle aujourd'hui qu'il faudra plusieurs années pour combler l'output gap. Enfin, comme cela est déjà évoqué plus haut entre parenthèses, les statistiques monétaires montrent que l'injection de monnaie centrale dans le système bancaire et sur le marché monétaire a certes augmenté considérablement le total des bilans des banques centrales et les bases monétaires (entre l'été 2007 et fin 2009, les bilans de la Fed et de la BoE se sont alourdis de 150% et celui de la BCE de 50%) mais elle ne s'est pas traduite pour autant par un dérapage des agrégats monétaires qui sont concernés par le risque inflationniste : autrement dit, il y a une chute du multiplicateur monétaire. Dans le cas de la zone euro, le multiplicateur monétaire ($M3/Base$), qui a connu un pic lors de l'année 2002, a baissé légèrement mais régulièrement depuis et s'est effondré fin 2008 - début 2009.

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

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

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

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

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

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

La situation des systèmes bancaires est partout préoccupante : les banques affichent des pertes importantes pour 2008, rechignent toujours à se prêter entre elles et restent extrêmement frileuses en matière de crédits malgré les appels au civisme économique. On peut donc se demander si les différents dispositifs mis en place – les injections de liquidités, les baisses des taux directeurs, le rachat des produits toxiques par une structure de défaisance (« bad bank », banque pouibelle) financée sur

L'EURO

fonds publics, la garantie de leurs dettes, et les recapitalisations et nationalisations- ne se soldent pas pour l'instant par un échec. Au point que les Banques centrales n'excluent pas de prolonger leur politique « quantitative » de fourniture de liquidités massives aux banques par des « opérations non conventionnelles » consistant à financer directement l'économie en contournant les banques commerciales qui se montrent trop frileuses pour octroyer des crédits. Ces opérations peuvent non seulement consister en l'achat de titres émis par les entreprises mais aussi par l'achat de titres publics, ce qui équivaut à une création monétaire au profit de l'État, par la « planche à billets ». Cette création monétaire a en définitive pour but non seulement de diminuer quelque peu l'accroissement de l'endettement public mais aussi d'empêcher que les plans de relance aient plus tard un effet d'éviction trop marqué (l'effet d'éviction est double : il y a à la fois un effet-quantité puisque les pouvoirs publics peuvent assécher le marché des capitaux et un effet-prix dans la mesure où l'endettement public pousse à la hausse les taux à long terme).

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

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

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

4) Dans le cas de la zone euro et lors de la crise financière qui a suivi la faillite de Lehman Brothers, ces mesures non conventionnelles sont appelées « politique de soutien renforcé du crédit » ou « enhanced credit support policy » –ECSP- et elles seront appelées lors de la crise des dettes souveraines « programme pour le marché des titres » ou « securities market programme » –SMP. Le ECSP et le SMP fonctionnent de la même façon mais le ECSP a pour but d'éviter l'asphyxie du marché interbancaire tandis que le SMP doit assurer la liquidité du marché des titres publics.

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

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

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

• Février 2009

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

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

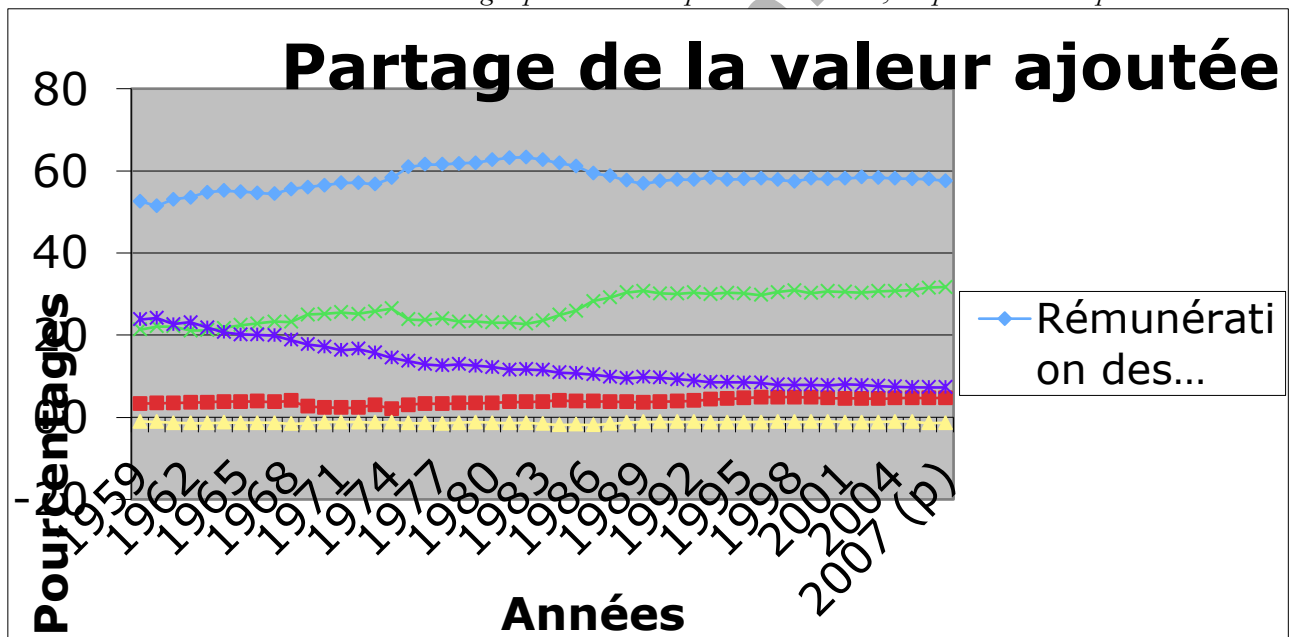
Le 5.

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

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

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

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



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

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

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

En Europe, la Commission dit ses préoccupations que lui inspire le plan français d'aide au secteur automobile annoncé la veille pour un montant total de 7,8 milliards d'euros, car ce plan pourrait trahir un comportement protectionniste.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le 20, conférence de presse de J.-C. Trichet à Paris. Pour lui, la BCE est « une ancre de stabilité dans un environnement où la mer est démontée ». La preuve de l'importance de la tempête est dans la hausse

des 2/3 du total du bilan de la BCE, ce qui mesure en effet l'effort consenti pour éviter que la crise de liquidité devienne systémique.

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

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

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

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

• Mars 2009 ->

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

« L'interdiction du financement monétaire est définie à l'article 123 (1) du Traité, qui interdit à la BCE ou aux BCN des États membres d'accorder des découverts ou tout autre type de crédits aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres ; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les BCN, des instruments de leur dette est également interdite (...) L'interdiction de financement monétaire est essentielle

pour faire en sorte que l'objectif principal de la politique monétaire, à savoir le maintien de la stabilité des prix, ne soit pas compromis. De plus, le financement du secteur public par la banque centrale réduit les pressions en faveur de la discipline budgétaire. » (Rapport sur la convergence, BCE, mai 2010).

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

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

23 mars : Le nouveau secrétaire d'État au Trésor américain, Timothy Geithner, présente un plan important pour soulager les banques de leurs créances toxiques, d'origine essentiellement hypothécaire. Ce plan prévoit essentiellement la création d'une « bad bank » avec un partenariat public-privé ; il pourrait atteindre 1 000 milliards de dollars. Dès l'annonce de ce plan, Wall Street fait un bond de + 6,84%...

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

En tous les cas, la situation mondiale actuelle est marquée par une profonde dissymétrie : les États-Unis consomment trop - l'équivalent de leur revenu augmenté de celui de l'Inde -, n'épargnent pas assez - le taux d'épargne des ménages américains a été souvent négatif ces dernières années - et ils importent trop, d'où au total des déficits vertigineux. La Chine ne consomme pas assez, épargne trop - pratiquement la moitié de son revenu - et elle exporte trop, d'où au total des excédents excessifs. Faisons ici une remarque historique importante concernant le développement des économies émergentes : alors qu'au cours des années 1980 et 1990, celui-ci s'est réalisé par importation d'épargne, conformément à la théorie libérale des mouvements internationaux de capitaux mais avec au bout du compte de fortes crises dans ces pays qui ont cassé leur croissance, il se fait au cours de ces années 2000 par exportation d'épargne, avec au bout du compte une forte crise... venant de la plus grande économie mondiale, celle d'un pays du Nord, les États-Unis ; mais ces transferts d'épargne du Sud vers le Nord que favorise la finance globalisée restent un facteur puissant de la croissance des pays du Sud. Si bien que c'est l'épargne des Chinois qui permet aux Américains de surconsommer et les exportations chinoises alimentent le déficit extérieur américain. Notons cependant que depuis le milieu de l'année 2009 on constate d'un côté qu'en Chine une classe moyenne se développe, qui consomme davantage et épargne moins et, de l'autre, que les Américains, dont le taux d'épargne était nul avant la crise, consomment moins maintenant et ont un taux d'épargne qui dépasse les 5%, surendettement oblige. Cette double évolution a le mérite de conduire à un rééquilibrage des échanges. Beaucoup d'experts considèrent que le cours du yuan a aussi une part importante de responsabilité dans cette situation sino-américaine et qu'il faudrait réévaluer la monnaie chinoise : la Chine fait preuve d'un véritable protectionnisme monétaire et mène une stratégie absolument non coopérative (la preuve en

L'EURO

sera donnée lors du sommet de Nankin de fin novembre 2009 entre la Chine et l'Europe qui sera un dialogue de sourds). Notons que la réévaluation du yuan aurait pour effet bénéfique non seulement de rééquilibrer les conditions de la compétitivité internationale mais aussi de renforcer le pouvoir d'achat des ménages chinois, ce qui serait un facteur supplémentaire pour substituer aux exportations la demande intérieure comme moteur principal de la croissance chinoise. Il convient cependant de remarquer, comme le font A. Brender et F. Pisani (*La crise de la finance mondialisée, La Découverte, 2009*), que lorsque l'on ne se contente pas de raisonner en rapportant le taux de change de PPA au taux de change courant mais que l'on tient compte également du niveau de développement relatif du pays, le yuan ne paraît pas actuellement sous-évalué. Dans une note Natixis de fin janvier, son économiste en chef Patrick Artus rejoint A. Brender et F. Pisani : il considère d'emblée que la monnaie chinoise est a priori sous-évaluée de 50%, mais que, « compte tenu de son revenu par tête, le degré de sous-évaluation réel de la Chine n'a rien d'anormal » et l'estime alors à 12%, ce qui est relativement faible. Le taux de change de la monnaie chinoise déséquilibre malgré tout les conditions mondiales de compétitivité et ce faux équilibre États-Unis/Chine n'est pas sain, et il est surtout contraire aux intérêts de l'Europe : il fait dépendre la situation de l'Europe des stratégies économiques des États-Unis et de la Chine et il fait dépendre la valeur de l'euro des politiques de change menées pour le dollar et pour le yuan ; les fluctuations de notre monnaie unique trouvent là leur principale explication. Sans parler de l'effet « désindustrialisant » qu'a la politique chinoise sur les économies occidentales. Une prise de conscience européenne est urgemment nécessaire pour que notre continent ne soit pas mis à l'écart des choix économiques et monétaires fondamentaux ; mais mettre un terme à cet équilibre pernicieux nécessite une transition prudente. Signalons qu'en fonction des évolutions de ces premiers mois de 2009, les déséquilibres dont souffrent les États-Unis évoluent : alors que le taux d'épargne des ménages est déjà en train de se redresser et que le déficit commercial diminue, c'est du côté du déficit public et de l'augmentation du niveau général des prix qu'il faut anticiper les risques à venir. Indiquons pour finir cette remarque, et à nouveau à propos de l'impact de l'économie chinoise sur les déséquilibres mondiaux, que les effets seraient peut-être encore plus redoutables pour l'économie mondiale si la Chine développait de plus en plus une économie d'autosubsistance à partir des progrès de son industrie et des gains de pouvoir d'achat de sa classe moyenne. À ces effets négatifs s'ajoute de surcroît un nouveau risque : beaucoup de ménages chinois s'endettent pour acquérir leur logement et on assiste à une forte hausse des prix dans l'immobilier. Si bien que, si cela s'amplifie, la formation d'une bulle n'est pas à exclure : les autorités monétaires chinoises envisagent d'ailleurs un encadrement du crédit.

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

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

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

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

L'EURO

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

• Avril 2009 ->

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

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

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

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

Extraits du communiqué final du G20

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

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

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

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

Triplement des ressources du FMI

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

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

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

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

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

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

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

Lutte contre les paradis fiscaux

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

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

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

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

Renforcement des institutions financières mondiales

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

Résister au protectionnisme

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

Une reprise juste et durable pour tous

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

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

En ce qui concerne les paradis fiscaux, l'OCDE utilise 4 critères de définition : des impôts insignifiants ou inexistant, l'absence de transparence sur le régime fiscal, l'absence d'échanges de renseignements fiscaux avec d'autres Etats et le fait d'attirer des sociétés écrans ayant une activité fictive. Pour Mario Draghi, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, et chef du tout nouveau Conseil de stabilité monétaire, l'impact des paradis fiscaux et des primes, bonus et autres stock-options est important sur la crise ; il pense d'ailleurs pouvoir réformer rapidement le système des rémunérations des managers en liant celles-ci aux risques pris et aux résultats obtenus et en revoyant les mécanismes de gouvernance. En ce qui concerne les plans de relance engagés par les différents pays, le G20 estime leur montant total à 5 000 milliards de dollars.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Les 21 et 22 avril, le FMI publie 2 rapports dont la tonalité est cependant franchement pessimiste.

Le 21, dans son « rapport sur la stabilité financière dans le monde », le FMI se montre encore plus pessimiste que lors de ses publications précédentes. Ainsi estime-t-il à plus de 4 000 milliards de dollars les dépréciations d'actifs que risque de causer la crise au système financier mondial (plus de 2 700 pour le système américain, près de 1 200 pour celui de l'Europe et 150 pour celui du Japon). Le FMI considère que les moyens mis en œuvre ne sont pas à la mesure de la gravité du problème : il regrette que les déclarations d'intentions du G20 de Londres ne soient pas vraiment suivies d'effets. Après avoir analysé plus de 120 crises, le FMI en conclut que ce sont les crises qui commencent dans la sphère financière comme la crise actuelle qui sont les plus profondes et durent le plus longtemps.

Le 22, le FMI communique ses prévisions pour l'année 2009 : le PIB mondial devrait selon lui baisser de 1,3% (- 3,8% pour les économies développées, + 1,6% pour les PVD et pour les économies émergentes, dont +6,5% pour la Chine). Le FMI déplore le manque de coordination des plans de relance au niveau européen, ce qui explique que le PIB de la zone euro baisserait davantage que celui des États-Unis : - 4,2%, dont -3% pour la France, contre -2,8% pour les États-Unis. Et le commerce international devrait se contracter de 11%, ce qui aurait des effets très négatifs spécialement pour la Russie, l'Allemagne et le Japon.

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

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

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

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

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

« La crise financière mondiale, la plus grave depuis celle de 1929, est devenue une crise humaine et de développement. Apparue dans les pays développés, la crise a rapidement et inexorablement gagné

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

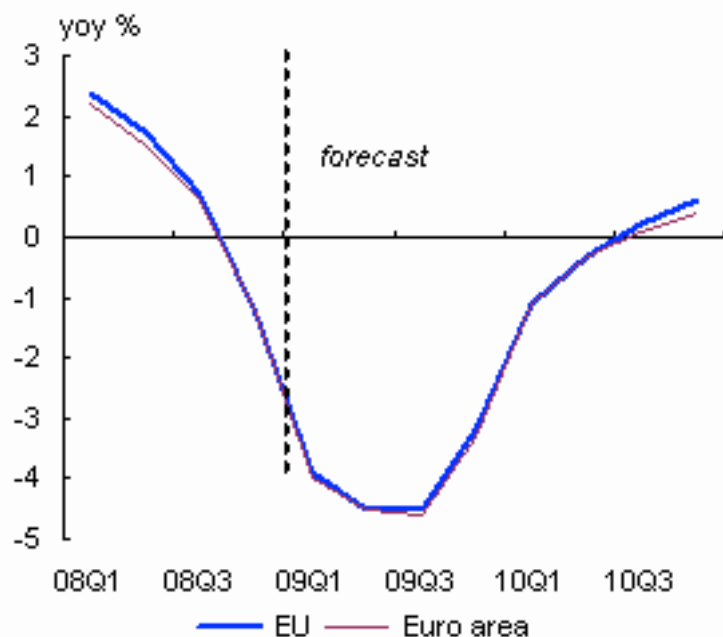
Le net ralentissement de la croissance risque de freiner les progrès sur la voie de la réduction de la pauvreté et de la réalisation des autres ODM. L'augmentation des prix alimentaires entre 2005 et 2008 a acculé quelque 200 millions de personnes de plus à la misère, et près de la moitié d'entre elles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

• Mai 2009 ->

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

Notons aussi qu'un scénario supplémentaire est proposé par Jen-Marc Daniel : celui du signe de la racine carrée. Il pourrait y avoir une reprise suivie d'une croissance plafonnée à une valeur assez basse à cause de faibles gains de productivité.

EU and euro area growth profile



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

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

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

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

Sur les places boursières, la deuxième semaine se termine sur un net renversement de tendance, après une remontée des cours depuis le point bas d'il y a presque deux mois et demi (le 9 mars à Paris), comme si les investisseurs redescendaient sur terre : le CAC 40 baisse de 4,33% (à 3169 points), le

DAX 30 de 3,59%, le Footsie de 2,55%, le Dow Jones de 3,57%, le Nasdaq de 3,38% et le Nikkei de 1,78%.

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

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

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

• Juin 2009 ->

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

• Juillet 2009 ->

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

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

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

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

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

Ces différentes améliorations, des résultats des entreprises et des banques, et des performances boursières, font que le dollar joue moins son rôle de monnaie-refuge : l'euro grimpe au-delà de 1,42 \$. On a donc affaire à un euro fort, avec toutes les conséquences que nous étudions par ailleurs dans ce document. Le phénomène date d'ailleurs de plusieurs mois et l'euro s'apprécie non seulement par rapport au dollar (le gonflement du déficit public américain joue un rôle décisif et fait même craindre une crise du dollar beaucoup plus grave) mais aussi par rapport aux autres monnaies. Comme le dit A. Bénassy-Quéré (L'Expansion de juillet-août 2009), « c'est l'euro qui sert de variable d'ajustement, et il en sera ainsi tant que le monde n'aura que deux monnaies internationales pour les trois grands pôles économiques que sont l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Asie ». Dans ce contexte, la décision de la Banque centrale chinoise qui vient d'être prise revêt une importance particulière : en effet, les transactions commerciales internationales peuvent désormais être réglées en Yuan (les entreprises chinoises sont autorisées à libeller et à effectuer leurs transactions internationales en Yuan au lieu de devoir acheter des dollars à la banque centrale pour les payer), et elles sont même encouragées par des incitations fiscales dans le cadre de certains accords bilatéraux, notamment avec l'Argentine, la Malaisie, l'Indonésie, ... Cette décision peut être interprétée comme un premier pas vers une « internationalisation » de la monnaie chinoise (l'émission, pour la première fois en yuan, de Bons du Trésor chinois à Hong Kong, le 28 septembre, va dans le sens de l'affirmation du statut international du yuan). *Il est possible de faire ici une remarque générale sur la Chine : de même qu'il est possible de se poser la question de savoir si le capitalisme autoritaire chinois ne donne pas l'exemple d'une configuration institutionnelle du capitalisme particulièrement performante, la question se pose de savoir si on n'assiste pas à l'internationalisation « commandée » d'une*

L'EURO

monnaie alors que d'ordinaire elle est « spontanée ». Parce que l'internationalisation du yuan semble être en effet menée par les autorités chinoises, avec une progression très prudente, et non pas par les mécanismes du marché des changes.

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

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

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

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

• Août 2009 ->

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

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

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

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

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

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

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

en matière de rémunérations, de bonus et de paradis fiscaux, et le risque de pandémie de grippe A à l'automne.

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

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

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

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

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

• Septembre 2009 ->

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

Le 3, la BCE laisse ses taux directeurs inchangés. Mais sa politique monétaire n'en est pas pour autant normalisée : elle annonce en effet que ses opérations de refinancement à un an ne sont pas terminées puisque la prochaine aura lieu à la fin du mois (ce sera la deuxième après celle de fin juin). Son Président estime que « la période de contraction significative de l'activité économique touche à sa fin et elle est

maintenant suivie par une stabilisation et une reprise très progressive ». Ce diagnostic est assez proche de celui de l'OCDE : la reprise a bel et bien commencé mais elle sera relativement lente.

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

Remarques :

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

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

Les deux réunions convergent pour reconnaître la nécessité de mesures empêchant les grandes banques de faire courir le risque systémique à toute la planète finance sous prétexte que « too big to fail » (TBTF).

Au lendemain de ce premier week-end, donc en début de la seconde semaine de septembre, plusieurs records datant d'au moins un an tombent : l'euro dépasse 1,45\$, l'once d'or dépasse les 1 000 dollars et l'argent frôle les 17\$ l'once. La période de grand trouble de 2008 passée, l'or se remet à évoluer en sens inverse du dollar : il retrouve son rôle de valeur refuge. *Ces records semblent réactiver deux idées qui sont dans l'air depuis un certain temps : la situation monétaire et financière peut déboucher sur le gonflement de nouvelles bulles spéculatives ; et le dollar, hier encore valeur refuge, devient monnaie spéculative au travers des stratégies de « carry trade » qui consistent à emprunter des dollars américains dont les taux sont plus bas qu'ailleurs pour les céder contre des monnaies qui rapportent davantage (le Libor US à 3 mois est actuellement le taux interbancaire le plus faible du monde).*

Sur les places financières, la fin de cette deuxième semaine de septembre renoue avec les hausses car les Bourses sont dynamisées par deux séries de facteurs. D'une part, se multiplient les déclarations optimistes sur la sortie de la crise non seulement financière (les banques se pressent de rembourser les

aides publiques et retrouvent le chemin des profits... et des rémunérations élevées ; et les marchés monétaires ont retrouvé un fonctionnement normal, en particulier leur compartiment interbancaire – dans la zone euro, les taux à 3 mois sont maintenant inférieurs à 1% alors qu'ils étaient supérieurs à 5% il y a 1 an) mais également économique (la récession se termine aux États-Unis et la croissance reprend dans les BRIC, exceptée la Russie). D'autre part, il y a une reprise des OPA qui montre que les plus grandes entreprises ont concrètement les moyens de se lancer à nouveau dans des manœuvres de croissance externe. Le CAC40 progresse dans la semaine de +3,78% (en dépassant les 3700 points, à 3735), le DAX30 de +4,45%, le Footsie de 3,29%, le Dow Jones de 1,74%, le Nasdaq de +3,08% et le Nikkei de 2,52%. Sur le marché des changes, l'évolution de la semaine précédente se poursuit : l'euro dépasse les 1,46\$ (1,4628), ce qui représente une appréciation de plus de 2% en cinq jours.

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

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

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

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

- « *Le chemin de Pittsburgh* » : « aujourd'hui, nous avons désigné les pays du G-20 comme le premier forum pour notre coopération économique internationale. Nous avons demandé à nos représentants de faire rapport à la prochaine réunion des recommandations sur la façon de maximiser l'efficacité de notre coopération. Nous avons convenu d'avoir un sommet du G-20 au Canada en Juin 2010, et en Corée en Novembre 2010. Nous prévoyons de nous réunir annuellement par la suite, et une réunion se tiendra en France en 2011 ».

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

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

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

• Octobre 2009 ->

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

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

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

Par ailleurs, en ce début d'automne s'accroît ce qui était déjà apparu à plusieurs reprises auparavant, et en particulier au début de l'été (voir ci-dessus, pour le mois de juillet), à savoir une très forte tension sur le marché des changes. Par dessus le marché, The Independant révèle que les six pays du Conseil de coopération du Golfe envisageraient avec d'autres pays, dont la France, la Russie, la Chine et le Japon, de remplacer le dollar par un panier de monnaies (dont l'euro) pour la commercialisation du pétrole brut : une telle information, bien que démentie, assombrit encore un peu plus le contexte : la baisse du dollar pourrait se transformer en chute brutale. D'ailleurs, le dollar baisse fortement par rapport à toutes les monnaies et l'or bat des records (plus de 1050 \$ l'once). *Si bien qu'une crise des changes pourrait venir couronner la crise financière, économique et sociale actuelle. Deux catégories de facteurs pourraient expliquer une crise de change avec une chute plus ou moins brutale du dollar. La première concerne les États-Unis eux-mêmes. Primo, comme le taux directeur américain est quasiment nul, le dollar devient de plus en plus une monnaie de financement et de moins en moins une monnaie de placement. Secundo, le niveau du déficit public américain (13% du PIB) inquiète fortement les investisseurs. Tertio, la crise des subprimes a semble-t-il porté un coup net et durable à la domination monétaire du*

L'EURO

dollar. Quarto, la normalisation des marchés réduit le rôle du dollar comme monnaie-refuge. Et, quinto, le gouvernement américain donne l'impression de choisir la voie de la dévaluation compétitive en laissant « filer » sa monnaie, malgré des déclarations en faveur du dollar fort ; d'ailleurs, le rééquilibrage des balances des paiements décidé lors du G20 de Pittsburgh et l'évitement du risque de déflation aux États-Unis nécessitent en pratique un dollar faible (cela permet aux États-Unis d'exporter de la récession et d'importer de la croissance). La deuxième catégorie des autres facteurs concerne les autres pays. Primo, les stratégies de « dévaluation compétitive » se généralisent parce que plusieurs États veulent « booster » leurs exportations pour soutenir leur activité économique. Secundo, ces stratégies sont également encouragées par la sous-évaluation du yuan qui est due en grande partie à l'arrimage de la monnaie chinoise au dollar. Tertio, les investisseurs empruntent énormément de dollars pour faire à bon compte des placements dans les pays émergents, d'où à la fois des risques de bulles spéculatives et une accumulation de capitaux que les banques centrales recyclent pour l'instant dans le financement du déficit public américain, ce qui constitue une sorte de retour à l'envoyeur, mais ce qui deviendrait une menace considérable sur le dollar si elles changeaient de pratiques...

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

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

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

Pour beaucoup d'autres pays, comme d'une part ceux d'Asie et d'autre part l'Australie, la Nouvelle Zélande, le Canada (dont les dollars, considérés comme relativement risqués, sont recherchés par les investisseurs qui reprennent de l'appétit pour le risque), la baisse du dollar fragilise leur reprise : les banques centrales de la Corée du Sud, de l'Indonésie, de la Thaïlande et de Hongkong interviennent le 8 octobre sur le marché des changes en achetant massivement du dollar de façon à en soutenir le cours. Notons que le 6 octobre la banque centrale d'Australie augmente d'un quart de point son taux directeur, à 3,25% : c'est la première banque centrale d'un pays du G20 à augmenter son taux directeur depuis le début de la crise ; la Banque centrale de Norvège sera la première en Europe à augmenter le sien, le 28 octobre. Notons que l'Australie augmentera par la suite et à plusieurs reprises son taux directeur ; c'est l'un des rares pays industrialisés qui ne connaîtra pas la récession en 2009. Ce n'est pas pour autant le début d'un mouvement de « normalisation » monétaire dans la phase de reprise : lors de sa réunion mensuelle, tenue à Venise le jeudi 8 octobre, la BCE affirme que le niveau actuel de ses taux directeurs est « approprié » ; et, le même jour, le Président de la Fed considère que « les politiques accommodantes se justifieront sans doute pendant une période prolongée ».

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

La troisième semaine enregistre toujours des hausses : +0,74% pour le CAC40 (3828 points), +0,55% pour le DAX30, + 0,55% pour le Footsie, + 1,33% pour le Dow Jones, + 0,82% pour le Nasdaq et + 4,32% pour le Nikkei. Lors de cette semaine, le Dow Jones dépasse la barre des 10 000 points, ce qui

correspond à une remontée très –trop- rapide en comparaison des autres épisodes de crise : des experts pensent qu'il ya emballement des marchés et estiment qu'une bulle spéculative est déjà en train de gonfler (L'économiste américain Nouriel Roubini estime que c'est « trop, trop vite, trop tôt »). Comme le prix du baril atteint de son côté les 80\$, on peut se demander s'il n'y a pas en même temps la formation d'une bulle sur le prix du pétrole, gonflée elle aussi par une surliquidité généralisée.

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

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

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

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

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

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

• Novembre 2009 ->

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

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

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

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

Le dollar poursuit sa baisse (et donc l'euro son appréciation) : plusieurs banques centrales asiatiques réagissent en achetant de l'or pour diversifier davantage leurs réserves, d'où un nouveau record pour l'once d'or à 1 121\$ (notons que le métal jaune ne représente cependant pour l'instant que 2% des réserves mondiales de change).

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

D'après les informations statistiques d'Eurostat, après cinq trimestres consécutifs de recul, le PIB de la zone euro –et celui de l'UE globalement- enregistre pour le troisième trimestre 2009 une progression,

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

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

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

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

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

Certains auteurs estiment que cette demande de restructuration de dette par l'émirat de Dubaï marque le véritable départ de la crise grecque dans la mesure où c'est, selon eux, cet événement qui a modifié complètement le comportement des marchés par rapport aux dettes souveraines. C'est en effet à partir de cette date que les taux des emprunts grecs à 10 ans montent en flèche.

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

La quatrième semaine et donc le mois de novembre se terminent sur les places financières par un mouvement de recul : - 0,21% pour le CAC40 (à 3721 points), - 0,40% pour le DAX30, - 0,11% pour le Footsie, - 0,10% pour le Dow Jones, - 0,35% pour le Nasdaq et - 4,50% pour le Nikkei. Mais ce recul tient compte des effets de l'annonce de la quasi-faillite de Dubaï : en une seule journée, les cours boursiers ont chuté de 3% en moyenne : - 3,41% pour le CAC40, - 3,25% pour le DAX30 et - 3,18% pour le Footsie. Comme les investisseurs se sont reportés des marchés financiers sur les marchés

monétaires en achetant des bons du Trésor, les taux longs ont baissé au cours de cette semaine agitée. Sur le marché des changes, tout logiquement, le dollar retrouve un peu son rôle de valeur refuge : certes, il continue sa baisse face au yen, mais il se réapprécie face à l'euro (qui est passé de 1,5134\$ le mercredi, son plus haut niveau depuis l'été 2008, à 1,4828\$ le vendredi).

• Décembre 2009 ->

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

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

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

Mais les informations inquiétantes concernant la situation des finances publiques de plusieurs pays, avec en Europe celle des « PIGS » (Portugal, Irlande, Grèce et l'Espagne -Spain) jettent le trouble sur les marchés lors de la deuxième semaine : -1,12% pour le CAC40 (à 3804 points), -1,05% pour le DAX30, -1,14% pour le Footsie, +0,80% pour le Dow Jones, -0,18% pour le Nasdaq et +0,85% pour le Nikkei (en ce qui concerne la Grèce, plusieurs agences de notation abaissent leur note de dette à long terme). L'euro cote 1,46220 \$.

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

L'EURO

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

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

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

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

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

La forte détérioration des finances publiques de plusieurs membres de la zone euro inquiète les marchés. Mais il est difficile de concevoir pour autant la mise en faillite de ces États. Des solutions sont

L'EURO

envisageables pour faire jouer la solidarité européenne nécessaire : le rééchelonnement, l'aide de la Banque européenne d'investissement, l'émission d'obligations au niveau européen, la prolongation par la BCE de ses mesures non conventionnelles de politique monétaire.

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

Taux de change EURO-DOLLAR (Source : BCE)

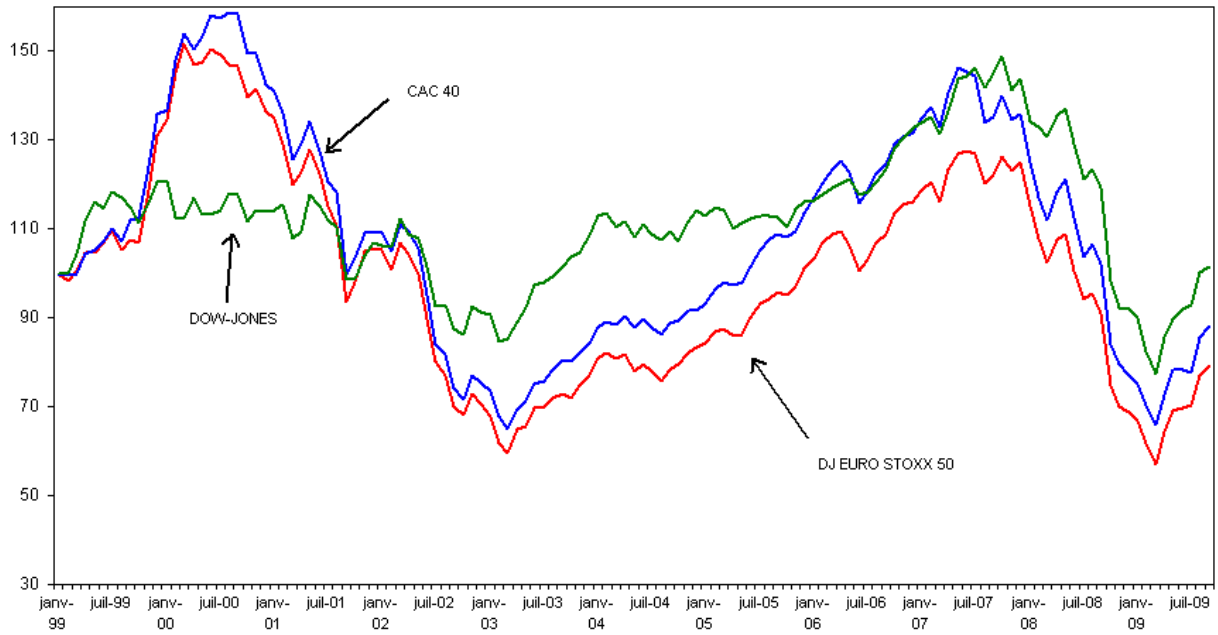


EXR.M.USD.EUR.SP00.A (US dollar)

L'EURO

Indices boursiers

en moyenne mensuelle (base 100 en janvier 1999)

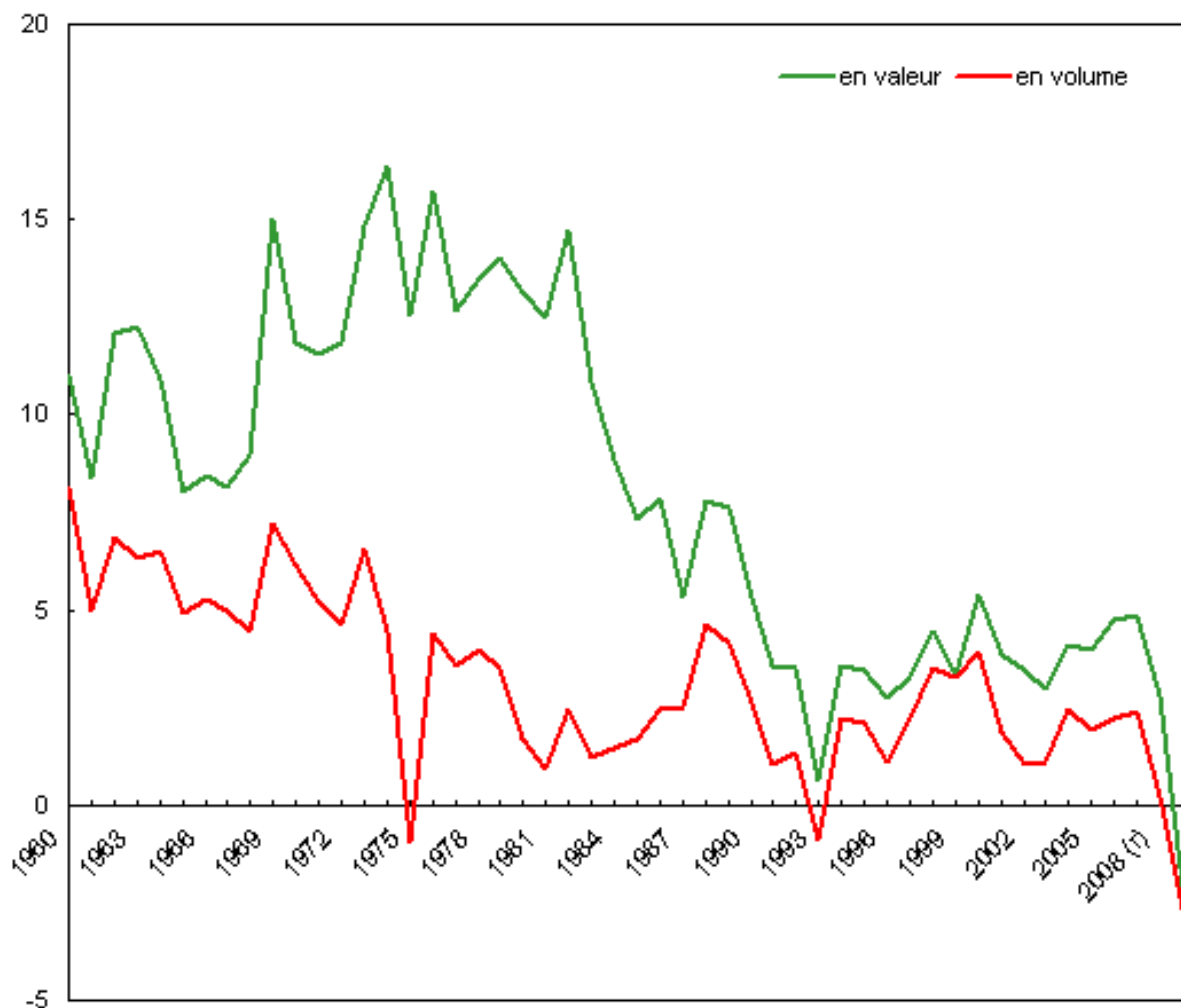


Source : Euronext Paris

www.christian-

Évolution du PIB en France

évolution par rapport à l'année précédente en %



r : données révisées.

Champ : France.

Source : Insee, comptes nationaux - base 2000.

• JANVIER 2010 ->

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

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

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

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

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

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

En fin de cette troisième semaine, la réaction des marchés au projet que B. Obama a annoncé le jeudi ne s'est pas fait attendre, considérant que ce projet peut nuire au développement et à la rentabilité du secteur financier : -3,38% pour le CAC40 (à 3821 points), -3,07% pour le DAX30, -2,79% pour le Footsie, -4,12% pour le Dow Jones, -4,81% pour le Nasdaq et -3,57% pour le Nikkei. Sur le marché des changes, la monnaie européenne est passée eu cours de cette semaine de 1,45\$ à 1,41\$. La situation des finances publiques grecques est la cause essentielle de cette baisse ; mais comme « à quelque chose malheur est bon », cette évolution, a priori inquiétante pour la crédibilité de l'euro et pour la solidarité européenne, est favorable aux exportations de la zone euro, donc pour sa croissance.

Le jeudi 28, le Président Sarkozy ouvre la « Conférence sur le déficit public » : à cette occasion, il exprime le souhait de voir la France, à l'instar de ce qu'a décidé l'Allemagne en juin 2009, inscrire dans sa Constitution une règle d'équilibre budgétaire pour l'ensemble des administrations publiques.

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

À propos du cas français, il faut préciser la nature et le contenu de la décision allemande qui semble servir d'exemple. Il faut savoir que la Loi fondamentale de 1949 exige déjà dans son article 110 que « les recettes et les dépenses doivent s'équilibrer ». Mais l'article 115 de cette loi, qui est l'équivalent de notre Constitution, donne deux précisions importantes : d'abord, « le produit des emprunts souscrits par le pays ne doit pas dépasser le montant des crédits d'investissement inscrits au budget », et ensuite, il est admis qu'il « ne peut être dérogé à cette règle que pour lutter contre une perturbation de l'équilibre

L'EURO

économique global ». C'est cet article 115 qui a été lui-même complété en 2009 en interdisant à partir de 2016 de voter un budget en déficit, plus précisément de souscrire des emprunts au-delà de 0,35% du PIB (personne n'est en mesure d'expliquer cette norme...).

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

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

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

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

du FMI, qui portent sur 13 ans :

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

• Février 2010 ->

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

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

La deuxième semaine de février est marquée par une nette accentuation des manœuvres de certains investisseurs financiers internationaux à l'encontre de la monnaie européenne en profitant de la mauvaise situation des finances publiques des PIGS. La Grèce est le pays le plus visé puisque sa dette publique représente 112,6% de son PIB et que les contrats CDS grecs à 5 ans (contrats d'assurance contre le risque de défaut) s'échangent sur le marché à des prix qui font penser aux experts de Natixis que les spéculateurs estiment à environ 29% la probabilité de faillite d'ici 2015. Mais les autres « PIGS » sont également concernés : le Portugal a un taux d'endettement public de 77,4% (probabilité de faillite de 18%), l'Irlande

L'EURO

de 65,8% et l'Espagne de 54,3%. D'ailleurs, le « I » de PIGS pourrait signifier tout aussi bien « Italie », dont le taux d'endettement public est de 114,6% et dont la situation est considérée par Robert Mundell lui-même comme plus critique que celle de la Grèce dans la mesure où il s'agit d'une économie plus importante et qu'il serait donc plus difficile de la sauver en cas de naufrage. En ce qui concerne l'Islande, un autre « I », qui, elle aussi, est en difficulté, a une situation économique différente puisque le surendettement ne concerne pas les administrations publiques mais l'ensemble des agents privés, financiers et non financiers, et qu'il est en grande partie international. Par conséquent, il est judicieux de distinguer les situations de fort endettement et donc de risque de faillite selon qu'elles concernent tout un pays comme c'est le cas de l'Islande et celles qui concernent les administrations publiques seulement comme c'est le cas des PIGS. Notons enfin que le cas de la Grèce est spécifique aussi parce que ce pays soulève d'autant plus les soupçons des autres États membres, des investisseurs et des marchés qu'il est accusé d'avoir abusivement enjolivé ses comptes publics, non seulement pour entrer dans la zone euro mais aussi tous ces temps-ci pour ne pas révéler la gravité de sa situation : plus que tout autre pays, la Grèce a poussé à l'extrême l'art de la « comptabilité créative », pour utiliser une expression qui faisait florès il y a peu en gestion comptable et financière. Précisons que la banque d'affaires Goldman Sachs et quelques autres établissements similaires auraient fait profiter la Grèce de leurs compétences en montages financiers sophistiqués pour aider ce pays à maquiller ses comptes publics. Cela amènera, à la fin du mois, la Fed et la SEC à se pencher sur ces relations pour le moins équivoques.

Le jeudi 11 février, lors du sommet informel bruxellois proposé par le nouveau Président du Conseil européen Herman Van Rompuy pour traiter du cas grec, les responsables européens se sont contentés d'assurer la Grèce de leur soutien politique contre la spéculation, tout en déclarant que « les États-membres de la zone euro prendront des mesures déterminées et coordonnées, si nécessaire, pour préserver la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble », mais sans donner plus de détails à cause de la forte réticence allemande. Il convient de rappeler ici que la clause de « non-renflouement », dite de « no-bailout », du Traité de Maastricht interdit à la BCE et aux États-membres de se porter financièrement au secours d'un État-membre en difficulté budgétaire : seul le FMI peut théoriquement intervenir. Mais, d'un côté la Grèce fait à l'Europe le chantage que si elle ne l'aide pas elle demandera au FMI d'intervenir, et de l'autre la BCE s'oppose au sauvetage de la Grèce par le FMI, estimant que la stabilité financière de la zone euro est de son seul ressort. Comme le FMI calibre ses interventions en fonction des besoins en réserves de la Banque centrale, il faut reconnaître qu'une aide directe à un État membre de la zone euro soulève des difficultés (c'est comme si le FMI prêtait à un État américain), surtout que la zone euro est le premier actionnaire du FMI et que sa monnaie est la seconde monnaie de réserve du monde... De plus, sur le plan institutionnel, tout dépend aussi de l'interprétation que l'on fait du deuxième paragraphe de l'article 122 du Traité de Lisbonne selon lequel « lorsqu'un État membre connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés, en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle, le Conseil, sur proposition de la Commission, peut accorder, sous certaines conditions, une assistance financière de l'Union à l'État membre concerné » : dans le but de contourner la clause de « no-bailout », il semble difficile d'évoquer pour les finances publiques de la Grèce une sorte de « tempête »...

Cela étant, le Premier ministre grec estime bien sûr que la réponse de l'Europe aux marchés est « timorée ». Il n'empêche que les places financières sont rassurées dans l'immédiat et que pour elles le risque de faillite de la Grèce semble bel et bien écarté : en fin de cette deuxième semaine, on a +0,99% pour le CAC40 (à 3599 points), +1,22% pour le DAX30, +1,61% pour le Footsie, +0,87% pour le Dow Jones, +,98% pour le Nasdaq mais -2,55% pour le Nikkei. Par contre, la monnaie européenne continue sa chute en baissant vendredi jusqu'à 1,3532\$, un plus bas depuis 9 mois : même si c'est le résultat d'attaques spéculatives regrettables, la dépréciation de l'euro est bénéfique pour soutenir la reprise au moment précisément où elle marque le pas (-2,5% au 1^{er} trimestre 2009, -0,25% au deuxième, +0,4% au troisième mais 0,1% seulement au 3^{ème} alors qu'il était attendu +0,3%).

En milieu de cette deuxième semaine, des statistiques sur le dernier trimestre 2009 laissent penser, comme certains le craignaient depuis plusieurs mois, que le scénario de reprise ressemble à un W : l'évolution des taux de croissance est en effet moins bonne que prévu, et on voit peu de facteurs laissant penser que cela est provisoire, tout au contraire. Car non seulement les plans de relance sont en bout de course, d'où la fin prévisible de la compensation d'une forte contraction de la demande privée pour cause de désendettement que ces plans publics assurent mais, de plus, les marchés font pression sur les États pour qu'ils se dépêchent de prendre des mesures d'assainissement de leurs finances publiques. Les opérateurs des marchés sont d'autant plus inquiets que les dettes souveraines atteignent des montants très importants (fin 2009, leur total mondial serait de 49 500 milliards de dollars), et les difficultés que connaissent déjà plusieurs pays augmentent à leurs yeux la probabilité de risques de krach obligataire (une véritable concurrence pour obtenir des capitaux se développe sur le

L'EURO

marché des obligations entre les Trésors publics, les banques et les entreprises, mais heureusement qu'en Europe le taux d'épargne est relativement élevé) et/ou de forte inflation. D'ailleurs, en ce milieu de mois de février, dans une note de recherche, O. Blanchard et deux autres experts du FMI montrent que la cible d'inflation fixée à 2% réduit les marges de manœuvre des banques centrales pour participer au soutien de l'activité et qu'il serait sans doute souhaitable de l'élever à 4%. En effet, non seulement, viser un taux aussi bas place l'économie en situation de trappe monétaire, ce qui neutralise la politique monétaire, mais également fait courir le risque déflationniste. Selon les experts du FMI, et J.-P. Fitoussi est d'accord avec eux (voir *Le Monde* du 24/02/2010), fixer une norme de 4% ne porterait pas préjudice à l'ancrage des anticipations d'inflation qui est en définitive l'objectif primordial de la BCE. Il est facile d'imaginer la réaction très négative des banquiers centraux à cette analyse, et celle du Président de la BCE tout spécialement. Dans *La Tribune* du 27 février, Erik Izraelewicz résume leur contre argumentation en trois mots : dentifrice, drogue et rideau de fumée. D'abord, « l'inflation, c'est comme le dentifrice, une fois qu'elle est sortie de son tube, impossible de la faire rentrer dedans ». Ensuite, l'inflation faible que nous connaissons maintenant depuis une trentaine d'années est non seulement le fruit des politiques monétaires menées mais aussi la conséquence des baisses de prix suscitées par la mondialisation ; or, celle-ci pourrait entraîner des tensions inflationnistes s'il y avait accentuation de la hausse des coûts et des salaires dans les pays émergents. Enfin, l'inflation est un rideau de fumée en ce sens qu'elle est un mécanisme insidieux de redistribution des revenus et des patrimoines : elle fait toujours naître des gagnants et des perdants. La réaction de la BCE aux suggestions du FMI est partagée par les autres banques centrales et elle est d'autant plus forte que le FMI exprime de surcroît le désir d'intervenir davantage dans la supervision « pour traquer les risques pesant sur la stabilité économique et, je souligne, financière mondiale » comme le déclare lui-même le Directeur général du FMI, D. Strauss-Kahn. Toujours à propos de l'inflation comme remède pour une économie surendettée, il serait particulièrement judicieux de prendre l'avis de l'historien, en l'occurrence celui de Niall Ferguson : mis à part le cas du Royaume-Uni entre 1815 et 1914, qui s'en est sorti grâce aux bienfaits qu'elle a tirés de la révolution industrielle et aux apports de son empire colonial, tous les autres cas montrent qu'il n'y a que deux seules solutions : l'inflation (et la dépréciation monétaire subséquente) et la faillite, selon que le pays a ou non le pouvoir de créer de la monnaie : les États-Unis auront toujours la possibilité de laisser courir l'inflation, mais pas les pays européens en difficulté, pris au moins individuellement...

Indiquons enfin que la notion même de reprise prête à discussion : on peut lui donner au moins quatre significations qui correspondent à des horizons de plus en plus éloignés : le retour d'une croissance mondiale positive, le retour d'une croissance occidentale positive, le retour du PIB à son niveau d'avant la crise, et le début de l'amélioration de la situation de l'emploi. De surcroît, au-delà de cet aspect sémantique et statistique, se pose surtout la question de la vigueur de la reprise : va-t-on retrouver le rythme de croissance d'avant la crise, et dans combien de temps, ou faut-il craindre des taux bien inférieurs, durablement ? Plus précisément, non seulement on peut se poser la question de savoir quel sera l'écart au potentiel de croissance de la zone euro (l'output gap), c'est-à-dire l'écart qui existera entre la croissance potentielle, celle qui rend compatibles plein emploi et stabilité des prix, et la croissance effective, mais plus fondamentalement il faut se poser aussi et même d'abord la question de savoir quelles conséquences la crise peut avoir sur le niveau de la croissance potentielle, et cela au travers des effets sur les marchés de facteurs de production. Sur le marché du travail, la perte d'employabilité que cause le chômage risque d'être d'autant plus préjudiciable qu'elle sera durable, et sur le marché du capital physique, la baisse de l'investissement productif et l'augmentation de la mortalité des entreprises ne peuvent avoir que des influences défavorables. Et au total la productivité baissera, d'autant plus que les investissements en recherche et développement seront sacrifiés. Selon certaines études, la croissance potentielle qui était avant la crise de 2% l'an, aussi bien dans la zone euro qu'en France, pourrait être divisée par deux, pendant qu'elle serait de l'ordre de 4,5% au niveau mondial ! Ces perspectives de croissance peu réjouissantes conduisent à une inquiétude encore plus profonde, déjà exprimée ici, celle de voir l'équilibre géostratégique mondial se modifier au détriment des économies occidentales.

Le lundi 15, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro reprennent non seulement les dispositions arrêtées quelque temps auparavant par la Commission en fixant à la Grèce un délai d'un mois pour prouver le sérieux du plan de redressement qu'elle a annoncé en promettant de ramener son déficit public de 13% du PIB à 3% d'ici 2012, mais ils lui demandent de prévoir de nouvelles mesures « si les risques pesant sur le redressement des comptes se confirment ». L'Allemagne joue un rôle certain dans le durcissement des conditions imposées à la Grèce alors que celle-ci estime que c'est surtout un message plus clair de l'Europe sur l'aide qu'elle pourrait concrètement lui apporter qui peut détendre les marchés.

Le jeudi 18, la Fed relève son taux d'escompte, c'est-à-dire de son « taux d'enfer », de 0,5% à 0,75%. Cette mesure, a priori secondaire, signifie essentiellement deux choses : d'une part que la Fed estime que la crise est en voie de se terminer aux États-Unis, et d'autre part que, pour cette raison, elle commence à supprimer progressivement ses dispositifs anti-crise. Cela prouve à nouveau une plus grande résilience économique de l'économie américaine que celle des économies européennes (avec l'indice 100 pour le PIB en volume au 1^{er} trimestre 2007, la crise des subprimes fait tomber

L'EURO

en 2009 cet indice aux environs de 97 à la fois aux États-Unis, en Europe et en France ; mais fin 2013, il dépassera 108 aux États-Unis alors qu'il sera à peine supérieur à 100 pour l'Europe à 27 et inférieur à 102 pour la France). D'ailleurs, les Bourses confirment sur plusieurs semaines ce diagnostic : même si au cours de cette troisième semaine de février le CAC40 progresse de 4,74% (à 3770 points), le DAX30 de 4,03%, le Footsie de 4,19%, le Dow Jones de 2,54%, le Nasdaq de 3,05% et le Nikkei de 0,31%, l'indice phare de la Bourse américaine a augmenté de 0,25% depuis le début de l'année contre une baisse de 4,24% de l'indice parisien.

Le samedi 27, le journal Le Monde reprend l'analyse faite la veille par le Wall Street Journal selon laquelle quelques hedge funds anglo-saxons spéculeraient à la baisse de l'euro jusqu'à sa parité avec le dollar. Certes, les moyens de ces fonds spéculatifs, rapportés au volume global des transactions sur le marché des changes, rendent leur stratégie difficile mais, comme le dit G. Soros, « la survie de la Grèce ne règlera pas la question de l'avenir de l'euro », et comme le craint J. Attali, « la zone euro peut exploser ». Ce diagnostic très pessimiste rejoint celui exprimé par Christian Saint-Étienne (voir donc plus haut) ; et il pourrait se vérifier si la Grèce ou un autre pays de la zone euro confronté au même type de difficultés considérait sa sortie de la zone euro comme une solution à ses problèmes (Martin Feldstein propose à la Grèce une solution plus sophistiquée : sortir de la zone euro pour y rentrer peu après, avec un taux de change dévalué).

Soulignons que l'explication essentielle de cette poussée spéculative est la situation des finances publiques des pays européens, à telle enseigne que la Livre sterling est également attaquée (le directeur général de l'important gérant de fonds obligataires américain Pimco a dit que les bons du Trésor britannique « reposent sur un lit de nitroglycérine »). Ceux qui « positivent » diront que les pays européens ont déjà connu dans leur histoire économique des situations de finances publiques aussi graves sans pour autant courir à la catastrophe et trouveront que ces attaques à la baisse de l'euro et de la livre donnent à nos économies l'occasion de bénéficier de gains de compétitivité.

Sur les places financières, cette situation des finances publiques européennes et l'incertitude sur la réalité et la vitalité de la reprise font que la fin du mois est marquée une baisse quasi-générale sur la dernière semaine : -1,61% pour le CAC40 (à 3709 points), -2,16% pour le DAX30, -0,07% pour le Footsie, -0,74% pour le Dow Jones, -0,25% pour le Nasdaq et +0,02% pour le Nikkei.

Notons qu'au cours de ce mois de février, des experts et responsables politiques font la proposition de la création d'un Fonds monétaire européen. Dans le journal Le Monde du 12, S. Cossé, ancien économiste au FMI, écrit que « la crise financière montre à quel point la zone euro se trouve à une étape cruciale de son existence : une monnaie unique, mais pas de politique économique, pas de budget, pas de solidarité financière. Il faut saisir cette opportunité pour consolider la zone euro. Dotons-la, d'abord, d'un mécanisme de solidarité financière conjoncturel. Un fonds monétaire international en Europe. (...) Pourquoi ne pas constituer un Fonds monétaire européen (FME) ? Les Asiatiques, qui pourtant n'ont pas de monnaie commune, n'ont-ils pas créé leur propre fonds, le Fonds monétaire asiatique (une ligne de crédit commune mobilisable pour les pays qui pourraient faire face à une crise financière) ? ». Dans le journal Le Monde du 24, la députée européenne M. de Sarnez reprend cette idée. Il y aurait au moins deux intérêts à la création d'un FME : contourner la clause de « no-bailout », ce qui serait une solution – plus ou moins rapide – pour le cas grec en ce moment et pour des cas semblables éventuels plus tard, et renforcer la discipline à laquelle les États membres doivent se plier pour préserver la cohésion de la zone euro puisque les prêts du FME seraient, comme ceux du FMI, soumis à un principe de conditionnalité.

• Mars 2010 ->

En ce début mars 2010, la Commission précise les propositions qu'elle a faites fin novembre 2009 dans son document de travail intitulé « Consultation sur la future stratégie “UE 2020” », en privilégiant et en quantifiant cinq objectifs principaux pour 2020. En matière d'éducation, il faut avoir 10% de taux d'abandon scolaire seulement et au moins 40% de jeunes obtenant un diplôme de l'enseignement supérieur. Pour l'emploi, il faut arriver à un taux d'emploi de 75% (contre 69% aujourd'hui). Il faut que 3% du PIB soit investi dans la recherche et le développement (contre 1,9% aujourd'hui). Une action vigoureuse est à mener contre la pauvreté en réduisant de 20 millions le nombre de personnes fragilisées par la crise. Et des objectifs sont également fixés en matière d'émissions de gaz à effet de serre et d'économies d'énergie.

La question est de savoir si cette nouvelle stratégie peut avoir davantage de succès que celle proclamée en 2000. Car l'enjeu est d'une importance vitale pour le continent européen : comme le dira D. Strauss-Kahn à la fin du mois devant le Parlement roumain, il faut que les Européens agissent rapidement, car sinon « la bataille se jouera entre les États-Unis et l'Asie, et l'Europe risque d'être marginalisée dans les vingt prochaines années. Pour éviter cela, il faut revenir à l'innovation, à la compétitivité et la croissance. Ce n'est pas exactement ce que l'on constate après la crise économique ». C'est sans doute cette déclaration qui inspire la chronique de P.-A. Delhommais dans Le Monde des 4-5 avril 2010, intitulée « L'Europe aux portes de la deuxième division », et dans laquelle il reprend notamment ce qu'analyse P. Artus pour expliquer que l'économie

L'EURO

européenne montre une résilience moins grande que celle des États-Unis. Ce n'est pas que les Européens seraient plus pessimistes que les Américains, cela ne tient pas non plus à une différence de politiques économiques ; l'explication réside bien plutôt dans un manque de pertinence de la spécialisation géographique des exportations de l'Europe et dans un manque de flexibilité de ses marchés.

Le jeudi 4 mars, la Grèce lance un emprunt obligataire sur 10 ans de 5 milliards d'euros. L'offre de capitaux est plus de trois fois supérieure ! Il faut dire, outre que le plan d'austérité décidé par la Grèce a satisfait les marchés, que le taux proposé est attractif : 6,3%, soit un écart de 326 pb par rapport à l'emprunt du Bund allemand sur 10 ans dont le taux est en effet de 3,12%...

Faisons ici sept remarques :

- 1) *En toutes circonstances, la réaction des marchés est fonction de leur confiance, laquelle dépend essentiellement de deux ingrédients, la réputation et la crédibilité. La confiance s'appuie sur la réputation en ce sens que l'on a confiance en une entité quand celle-ci est réputée honnête, autrement dit quand elle n'a jamais triché, quand elle fait preuve de transparence et de sincérité dans les informations qu'elle communique. La confiance s'appuie aussi sur la crédibilité en ce sens que l'on a confiance en une entité quand celle-ci n'a jamais pris de décisions ni mené d'actions incohérentes, et qu'elle est capable de prendre des mesures courageuses quand cela est nécessaire.*
- 2) *La différence de taux de crédit entre la Grèce et l'Allemagne ne s'explique pas seulement par des situations de finances publiques bien différentes mais aussi par de grands écarts pour d'autres critères de performances économiques.*

C'est d'abord le cas du taux de croissance, qui est négatif pour la Grèce : les marchés comprennent donc que ce pays ne génère pas les ressources nécessaires au remboursement de sa dette, ce qui signifie que la Grèce a davantage un problème de solvabilité qu'un problème de liquidité. Certains en concluent qu'un plan de restructuration de la dette grecque est bien préférable à un plan de financement assorti de consignes d'austérité et rappellent ce qu'une telle erreur d'appréciation a coûté lors des crises sud-américaines des années 1980. Mais on peut leur rétorquer, comme l'a fait un jour J.-C. Trichet, que les fameux programmes d'ajustement –les FAS- du FMI n'ont pratiquement jamais abouti à la faillite des pays concernés. Car le problème de liquidité devient artificiellement un problème de solvabilité parce que les anticipations que font les marchés sont autoréalisatrices, ce qui pousse les taux à des niveaux qui deviennent insupportables, et parce que la solvabilité dépend en définitive des efforts budgétaires que les pays consentent à faire (exemples du Mexique en 1985 et du Brésil en 1998).

C'est aussi le cas du taux d'inflation : en 2009, le IHPC de la Grèce en était à 146,4, base 100 pour 1997, contre 119,2 pour l'Allemagne (121,9 pour la France et 126,4 pour la moyenne de la zone euro) ; et ces écarts de taux d'inflation engendrent eux-mêmes des écarts de taux d'intérêt en termes réels puisque la politique monétaire dicte les mêmes taux d'intérêt nominaux.

C'est également le cas de la compétitivité : le coût unitaire du travail dans l'industrie est passé entre 2000 et 2008, base 100 en 2000, à 126,4 pour la Grèce contre 101,9 pour l'Allemagne. Notons que ce sont les autres PIGS qui sont les pays de la zone euro qui enregistrent les plus gros écarts de compétitivité par rapport à l'Allemagne, avec pour indices 126,8 pour l'Italie, 129,4 pour l'Espagne et 136,9 pour l'Irlande. Notons aussi au passage que la France a un indice de 117,8 ; mais, sur plus de dix ans, la part des exportations françaises dans le total des exportations de la zone euro a beaucoup fléchi puisqu'elle est passée de 17% en 1998 à 13% en 2009 : la compétitivité des entreprises françaises s'est nettement érodée et cela se traduit par une forte diminution du chiffre d'affaires global. Ces statistiques expriment de graves divergences, de profondes asymétries qui existent au sein de la zone euro, que la politique monétaire unique a d'ailleurs plutôt renforcées, et qui sont en définitive une explication essentielle des difficultés actuelles. Cette analyse provoque deux réflexions importantes : non seulement elle plaide pour la prise en compte des écarts de compétitivité dans la réforme du fonctionnement du PSC que beaucoup estiment nécessaire, mais elle amène à poser à nouveau la grave question de savoir si l'UEM n'est pas trop éloignée de ce qui caractérise une zone monétaire optimale.

- 3) *Un minimum de fédéralisme budgétaire, autrement dit d'intégration fiscale, fait visiblement défaut. En effet, l'actualité montre cruellement que l'optimalité d'une zone monétaire exige tout à la fois une monnaie unique avec une banque centrale pour assurer la liquidité nécessaire et un budget fédéral avec une Agence du Trésor pour préserver la solvabilité. Comme l'écrivent P. Artus et M.-P. Virard dans leur dernier ouvrage (« Pourquoi il faut partager les revenus », La Découverte), « toute union monétaire est une centrifugeuse, une machine à fabriquer de l'hétérogénéité et de la divergence entre les économies d'une zone, dès lors qu'il n'existe aucun mécanisme stabilisateur susceptible d'absorber les chocs pouvant affecter tel ou tel pays ». Michael Bordo, économiste monétariste, est encore plus précis dans son entretien avec le journal Le Monde du 11 mai : l'union monétaire ne suffit pas, « il faudrait impérativement l'accompagner d'une union fiscale, au moins partielle, avec un mécanisme de redistribution des revenus fiscaux, comme il en existe aux États-Unis ou au Canada ». Il faut noter à ce propos*

L'EURO

que le cas de la zone euro est différent de celui de l'UE : autant il faudrait, suite à ce qui vient d'être dit, un budget d'au moins 5% du PIB pour la zone euro, de façon à pouvoir engager des dépenses d'investissement spécialement dans la recherche et dans les infrastructures, autant il est normal d'avoir prévu un budget d'environ 1% pour l'UE. De son côté, J.-P. Fitoussi explique les dysfonctionnements de la zone euro par le fait qu'elle fonctionne en matière monétaire selon les principes d'une fédération alors qu'en matière budgétaire elle fonctionne selon les modalités d'une confédération.

- Note sur l'hétérogénéité : l'UEM a accru l'hétérogénéité entre les États membres alors qu'il était prévu et souhaité que la convergence mise en route avec les critères de Maastricht soit renforcée. Cela s'explique essentiellement de quatre façons : une politique monétaire unique qui s'applique indifféremment à tous les pays de la zone euro, des spécialisations productives différentes que les pays de la zone euro ont mises en place suite à la suppression entre eux du risque de change, des structures de marchés dissemblables et des politiques macroéconomiques plus ou moins bien adaptées selon les pays. Comme pour le cholestérol, on peut ainsi distinguer une « mauvaise » hétérogénéité et une « bonne » hétérogénéité, de même que l'on peut distinguer par ailleurs une « mauvaise » dette publique et une « bonne » dette publique.
- Cela dit, le défaut de fédéralisme budgétaire n'est pas le seul gros handicap dont souffre la zone euro : il y a aussi l'insuffisance de la mobilité du travail. Car dans des pays comme les États-Unis, la division régionale du travail se réalise au profit de l'efficacité macroéconomique globale grâce aux transferts financiers publics et aux transferts de main d'œuvre entre régions. Mais dans un ensemble comme la zone euro, où chaque pays garde son autonomie, la division interrégionale du travail s'est réalisée sous la pression de la concurrence à la fois extra européenne et intra européenne ; et, comme il n'y a ni fédéralisme budgétaire ni mobilité du travail, l'hétérogénéité entre les régions européennes ne cesse de s'accroître et les écarts de compétitivité et de bien-être de se creuser. Si l'on pousse ce raisonnement plus loin, on peut dire paradoxalement que les stratégies de « réindustrialisation » que l'on met en place ici et là en Europe sont une forme d'aveu que l'on ne croit pas ou que l'on ne veut pas d'un fédéralisme budgétaire européen (pour être plus clair, osons être caricatural et provocateur : estimerait-on raisonnable que chaque État américain cherche à avoir sur son territoire un constructeur automobile ?). Comme le dit Christian Saint-Étienne, l'euro est né orphelin puisqu'il n'a ni père (pas de gouvernement économique), ni mère (pas de fédéralisme budgétaire et fiscal) et il souffre en plus d'une maladie congénitale : la divergence des performances ; et la crise a fait tomber l'euro dans un état comateux. On peut d'ailleurs ajouter un autre manque pour expliquer l'hétérogénéité de la zone euro et ses dysfonctionnements : en plus d'un manque de gouvernement économique, il y a le manque d'un modèle commun de régulation sociale pour que l'on ait une détermination cohérente au niveau de l'ensemble des pays des modes de redistribution et des fonctions étatiques.
- 4) Le fédéralisme budgétaire s'avère indispensable pour éviter les catastrophes financières. La preuve est précisément donnée par la situation américaine : 46 États sur 50 sont nettement en déficit et certains d'entre eux sont concrètement proches de la faillite ; et la situation est appelée à empirer...
Le principe de solidarité financière est également à la base du fonctionnement du fédéralisme allemand.
- 5) La crise grecque prouve la fragilité de l'UEM : les difficultés rencontrées par un État membre qui pèse seulement 2% du PIB européen mettent à mal tout l'édifice.
- 6) La crise économique mondiale et la crise financière grecque sont l'occasion de retrouver des leçons qui restent hélas toujours vraies. D'abord, ce sont toujours les mêmes qui « trinquent » : d'une part, ce sont les personnes modestes qui supportent l'essentiel du poids des ajustements et d'autre part ce sont les entreprises et encore davantage les ménages qui font les frais de la crise au profit des institutions étatiques et surtout financières. Ensuite, les théories se rebiffent face aux faits et les dogmes font fi de la réalité : alors que la crise aurait dû déboucher sur une forte pénalisation et une franche régulation des banques responsables, elle offre subrepticement l'opportunité de mettre en œuvre les réformes structurelles que recommande toujours imperturbablement le néolibéralisme.
- 7) Certains auteurs libéraux tels que J.-J. Rosa défendent une position originale non seulement en ce qu'elle est radicalement opposée à l'euro, considéré comme une anomalie, mais aussi en ce qu'elle se démarque complètement du point de vue majoritaire en faveur de l'instillation d'une dose de fédéralisme budgétaire. En effet, ils estiment que la formation d'un sous-ensemble régional tel que l'UE ou la zone euro est contre-productif à une époque caractérisée par la mondialisation des échanges, la globalisation de la finance et les réseaux internationaux d'information : la petite taille serait devenue un avantage parce que les pays de faible dimension sont forcément ouverts sur l'extérieur.

Le même jour, la BCE indique qu'elle ne modifie pas sa politique des taux : elle maintient donc à l'identique ses taux directeurs. Par contre, comme l'indique le Président Trichet, « l'eurosystème continue de fournir des liquidités à des conditions très généreuses, tout en assurant la disparition progressive des mesures non standards ». Il annonce en particulier la suppression des prêts que la BCE

accorde aux banques commerciales à un taux fixe de 1% sur 3 et 6 mois (le dernier refinancement à 6 mois aura lieu à la fin du mois et celui à 3 mois se fera à partir de fin avril à taux variable).

Sur les places financières, la première semaine de mars se termine presque en fanfare, comme si les optimistes avaient convaincu ceux qui le sont moins que la reprise est enfin là, grâce aux bonnes nouvelles qui viennent de la Chine (8% de croissance prévue pour 2010) et des États-Unis (amélioration relative de la situation de l'emploi) et malgré les difficultés que connaît l'Europe : +5,44% (à 3910 points) pour le CAC40, +4,98% pour le DAX30, +4,58% pour le Footsie, +2,33% pour le Dow Jones, +3,94% pour le Nasdaq et +2,40 pour le Nikkei.

Après des jours de fortes variations, l'euro cote 1,3623 \$ en fin de semaine.

Notons enfin que l'écart de taux entre l'Allemagne et la Grèce, qui était monté jusqu'à 400 pdb fin janvier, est de 290 pdb en cette fin de première semaine de mars, ce qui prouve une certaine détente.

Lors de cette première quinzaine de mars, la proposition de créer un Fonds monétaire européen –FME– prend une place importante dans le débat européen. Déjà lancée courant février (voir plus haut), cette proposition est en effet reprise par le ministre des finances allemand lui-même.

Le lundi 8, la chancelière Merkel apporte son soutien à la proposition d'un Fonds monétaire européen (FME) faite antérieurement par son ministre des finances, W. Schäuble, mais selon elle cela implique la modification du traité de l'UE.

Le 9 mars est un jour d'anniversaire : en 2009, l'indice MSCI « World », qui résume la situation de l'ensemble des places financières, était au plus bas, à 688,6, contre 1400 un an plus tôt. En mars 2010, cet indice est à un peu plus de 1170 mais il plafonne à ce niveau depuis janvier : la mollesse de la reprise et l'incertitude qui plane sur l'avenir rendent les investisseurs très prudents.

Le 9 mars est installée auprès de la Banque de France l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), pour regrouper les autorités de supervision et d'agrément des secteurs français de la banque (Commission bancaire) et de l'assurance (Autorité des Assurances et des Mutuelles –ACAM). L'ACP est une autorité administrative indépendante mise en place pour mieux préserver la stabilité du système financier.

D'ailleurs, en fin de deuxième semaine, les Bourses enregistrent certes des hausses mais très modérées : + 0,43% pour le CAC40 (à 3927 points), +1,15% pour le DAX30, +0,46% pour le Footsie, +0,55% pour le Dow Jones, +1,78% pour le Nasdaq et + 3,69% pour le Nikkei.

L'euro cote 1,37660\$ le vendredi soir.

Lundi 15 mars, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro mettent au point un plan d'aide à la Grèce de façon à ce que celle-ci ne soit pas à la merci de la spéculation ni de taux prohibitifs (la réunion sera élargie le lendemain à l'ensemble des ministres de l'économie et des finances de l'UE). Mais ce plan soulève beaucoup de réserves, spécialement de la part de l'Allemagne. Il n'est pas prévu d'aide communautaire à proprement parler, sous forme par exemple d'emprunts européens garantis par l'ensemble des pays membres : l'option retenue est plutôt celle d'aides bilatérales coordonnées par la Commission. Il n'empêche que le ministre allemand de l'économie et des finances déclare que de toute façon c'est aux chefs d'Etat et de gouvernement de signer le plan et qu'il faudrait suspendre le droit de vote pour au moins une année de tout pays qui ne respecte pas les règles budgétaires. Le même type d'argument est utilisé mais pour assouplir une position antérieure : le Président de la BCE, présent à la réunion de lundi, revient sur sa farouche opposition à une intervention du FMI en déclarant que celle-ci est en définitive une décision politique.

Ce même lundi, la Ministre française de l'économie Ch. Lagarde fait paraître un article dans le Financial Times où elle dénonce sans détour la politique économique allemande consistant à fonder sa croissance trop sur les exportations et pas assez sur sa demande intérieure, ce qui contrarierait la cohésion de la zone euro. *Il est vrai que, depuis plusieurs années maintenant, l'Allemagne bénéficie pour la compétitivité de son économie d'un euro plus faible que ne l'aurait été le mark et qu'elle profite aujourd'hui des plans de relance de ses voisins (passager clandestin), au moment même où elle n'hésite pourtant pas à exiger un retour rapide au respect du PSC... Certes, l'Allemagne a des performances qui s'expliquent aussi par les efforts de rigueur qu'elle fait depuis plusieurs années pour retrouver une compétitivité mise à mal par la réunification. Mais, d'une part, ces efforts constituent une arme de désinflation salariale qui s'ajoute à l'arme « dévaluative » de la TVA sociale pour accroître sa compétitivité au point de rendre excessive la concurrence intra-européenne : J. Attali dit que, de ce point de vue, l'Allemagne est la Chine de l'Europe, et P. Artus écrira quelques jours plus tard que l'Allemagne est soumise à des tendances économiques « suicidaires » en poursuivant sa compression des salaires et en se montrant si peu solidaire de ses partenaires. Dans Le Monde du 12 mai, Ch. Saint-Etienne fera la même analyse à propos de la responsabilité des stratégies économiques de l'Allemagne dans la crise européenne actuelle : « la concentration des richesses sur une partie du territoire, alors même que le pays bénéficiant de cette concentration*

L'EURO

mène une politique déflationniste qui ne permet pas aux autres membres de la zone euro d'exporter vers lui, peut même conduire à un appauvrissement de la zone euro, puisque le pays menant la politique non coopérative capte une part croissante d'une production globale de la zone qui stagne ». Et, d'autre part, ces performances doivent aussi au bon fonctionnement de la zone euro (une étude récente de l'OCDE montre que l'économie allemande est efficace pour les exportations grâce à son industrie mais que son marché intérieur n'est pas très compétitif à cause de la faiblesse de ses services et de l'insuffisance de ses politiques structurelles). Par conséquent, comme l'Allemagne est la première économie de cette zone, elle y a donc des responsabilités qu'elle ne doit pas fuir. Mais reconnaissons aussi que, pendant que l'Allemagne menait une politique rigoureuse de l'offre, plusieurs pays membres ont profité des taux d'intérêt bas pour dépenser à crédit : la zone euro a ainsi ses fourmis et ses cigales... Il faut reconnaître aussi que l'Allemagne a enregistré ses belles performances exportatrices grâce aux comportements de dépense des autres pays européens, et spécialement de ceux des PIGS (les fourmis vivent aux dépens des cigales...), et qu'il y aurait un grave risque déflationniste pour toute l'Europe à ce que la stratégie allemande se généralise, risque déflationniste qui sera déjà alimenté dans les années qui viennent par la lutte contre les déficits publics et par la phase de désendettement qui commence (théorie de la « debt deflation » présentée par I. Fisher en 1933). Précisons en effet que l'essentiel des exportations des pays de la zone euro constitue des échanges intra-zone : les exportations des pays de la zone euro vers l'extérieur de la zone représentent seulement 20% de son PIB, dont un tiers vers le reste de l'UE ; autrement dit, les exportations des pays de la zone euro en direction des autres parties du monde, y compris les pays émergents, représentent encore aujourd'hui un faible pourcentage.

Inutile de dire que la position de C. Lagarde irrite beaucoup les responsables allemands : en plus de la conjoncture électorale, faut-il y voir une raison de la déclaration de la chancelière A. Merkel le surlendemain ?

Notons à ce propos que dans *Le Monde* du 28 octobre 2010, Hans-Werner Sinn, Président de l'Institut de recherche économique IFO de Munich, cherche à démontrer que l'Allemagne n'a pas profité de l'euro : parmi ses arguments, il met l'accent sur la longue phase récente au cours de laquelle son pays a réalisé d'importantes exportations de capitaux qui ont causé un véritable marasme de l'économie, avec en particulier une forte baisse de son taux d'investissement net.

Le mardi 16, à l'issue de la réunion de son Conseil de politique monétaire, la Fed déclare qu'elle compte maintenir son taux directeur au niveau actuel « pendant une longue période ». Cela entraîne une montée fugitive de l'euro à 1,3818\$.

Le mercredi 17, A. Merkel déclare devant le Bundestag qu'il faudrait exclure de la zone euro un pays « lorsqu'il ne remplit pas les conditions, encore et encore », même si le traité de Lisbonne ne le permet pas. On constate donc que le cas de la Grèce divise le couple franco-allemand : d'un côté la France prône la solidarité, l'aide entre les États membres, quitte à contourner les textes européens, et de l'autre l'Allemagne défend la solidité, l'orthodoxie budgétaire et financière, quitte à soutenir la solution de l'intervention du FMI pour sauver la Grèce. Un désaccord au sein du couple franco-allemand est toujours très préjudiciable au fonctionnement et à la construction de l'Europe. Heureusement, le hasard du calendrier veut que le Directeur général du FMI, D. Strauss-Kahn, soit à Bruxelles dans la deuxième moitié de cette semaine : avance alors l'idée que le FMI pourrait participer au sauvetage de la Grèce en apportant un financement complémentaire aux aides bilatérales des États membres de la zone euro. Cette idée doit être étudiée par le Sommet européen qui va se tenir les 25 et 26 mars à Bruxelles.

Ces dissonances et dissensions européennes font naturellement du tort à la monnaie unique : l'euro tombe de 1,37\$ en début de semaine à 1,3522\$ le vendredi 19.

Et en cette fin de troisième semaine, l'ensemble des places financières font grise mine à cause d'un mélange de bonnes nouvelles (le statu quo du taux directeur américain) et de mauvaises nouvelles (résultats contrastés de nombreuses entreprises) : CAC40 -0,05% (à 3 925 points), DAX30 +0,63%, Footsie +0,43%, Dow Jones +1,10%, Nasdaq +0,29% et Nikkei +0,68%.

Le mercredi 24, l'agence de notation Fitch annonce qu'elle baisse la note du Portugal : dès le lendemain, l'euro passe sous la barre des 1,33\$.

La fin du mois est marquée, comme prévu, par la tenue du Sommet européen (le 25). Il est proposé, sous l'impulsion résolue de l'Allemagne et malgré la forte résistance de la France et de la BCE, un plan de sauvetage de tout pays européen en difficulté, en l'occurrence de la Grèce, qui associe le FMI (pour environ 1/3) et les prêts bilatéraux européens coordonnés (pour grosso modo 2/3), selon la clé de répartition au capital de la BCE. Mais ce plan a pour but essentiel de rassurer les marchés, de façon à ce que la Grèce puisse y trouver les ressources dont elle a besoin, sans avoir besoin du plan de sauvetage, qui doit rester un ultime recours et dont la mise en œuvre doit de surcroît faire l'unanimité... Les conclusions de ce sommet européen redonnent un peu confiance : l'euro remonte à 1,3410\$ et les indices boursiers enregistrent sur la semaine des hausses, certes modestes : + 1,62% pour le CAC40 (à 3989 points), +2,30% pour le DAX30, + 0,94% pour le Footsie, + 1,01% pour le Dow Jones, + 0,87%

L'EURO

pour le Nasdaq et + 2,35% pour le Nikkei. Il n'empêche que le niveau des taux imposés à la Grèce par les marchés reste très élevé : ces taux sont plus de 2,25 fois ceux dont bénéficie l'Allemagne.

• Avril 2010 ->

En début de mois, les places financières restent sur la tendance timidement haussière de la fin du mois de mars : +0,84% pour le CAC40 (à 4034 points), +1,67% pour le DAX30, +0,30% pour le Footsie, +0,79% pour le Dow Jones, +0,22% pour le Nasdaq et +2,63% pour le Nikkei.

L'euro dépasse légèrement 1,35\$.

Le mercredi 7, la Grèce accueille des experts du FMI pour une mission de deux semaines... et le jeudi 8, le taux auquel la Grèce doit emprunter sur les marchés atteint 7,5% et ses CDS à 5 ans atteignent leur plus haut historique à 467 pdb. Cela provoque tout de suite diverses déclarations qui se veulent apaisantes, notamment celle du Président de la BCE, et une réaction des responsables européens pour que le plan d'aide financière qu'ils ont mis au point puisse être activé à tout moment ; surtout que la note mise par l'agence Fitch à la dette souveraine grecque est encore abaissée ce même jour...

En fin de semaine, les marchés sont troublés : + 0,40% pour le CAC40 (à 4050 points), +0,23% pour le DAX30, +0,45% pour le Footsie, +0,64% pour le Dow Jones, +2,14% pour le Nasdaq et -0,72% pour le Nikkei. L'euro termine à 1,3499\$.

Le dimanche 11 avril, dans le cadre d'une vidéoconférence entre les différents ministres de l'économie de la zone euro, sous la direction du Président de l'Eurogroupe J.-C. Juncker, sont arrêtés les détails du plan d'aide des Européens : 30 milliards d'euros de prêts bilatéraux à des « taux non subventionnés » –l'Allemagne s'y refuse- mais d'environ 5%, ce qui est inférieur à ce qu'exigent en ce moment les marchés. Ces prêts bilatéraux seraient proposés par les différents membres de la zone euro selon leur part dans le capital de la BCE, soit, notamment, 21% pour la France, 27,9% pour l'Allemagne et 18,4% pour l'Italie.

Et le lundi 12 se tient une réunion à Bruxelles entre la Commission et des représentants du FMI pour une mise au point finale (le FMI apporterait quant à lui au maximum 15 milliards). Les marchés semblent rassurés puisque, dès ce même lundi, le taux exigé de la Grèce par les marchés retombe un peu et que l'euro passe à 1,3644\$.

Le mercredi 14 avril, le Commissaire européen chargé des affaires économiques et monétaires, Olli Rehn, exprime, pour éviter que ne se reproduisent des situations de crise semblables à celle de la Grèce, le vœu de développer de nouveaux outils de surveillance et d'améliorer les dispositifs de sanction. Selon lui en effet, il faut d'abord compléter la panoplie des indicateurs utilisés pour prévenir tout dérapage budgétaire en ajoutant aux seuils limites du déficit et de la dette publics les problèmes d'emploi, les écarts de compétitivité et l'évolution de la consommation. Ensuite, les sanctions doivent s'appliquer plus rapidement.

Mais, sur les marchés, l'accalmie aura été de courte durée : le jeudi 15, l'euro redescend sous les 1,36\$ et le rendement des obligations grecques à dix ans s'est remis à la hausse. Les opérateurs restent en effet inquiets : ils ne savent pas ce que va faire la Grèce, demander l'aide qu'on lui propose ou emprunter sur les marchés. Le hasard veut que ce soit ce même jeudi que la Grèce rende officielle la lettre que le ministre de l'économie grec envoie aux dirigeants de la Commission européenne, de la BCE et du FMI pour demander « l'ouverture de discussions sur un programme pluriannuel de politiques économiques qui pourraient être soutenues par une assistance financière des membres de la zone euro et du FMI ». Notons que c'est également ce jeudi que se réunit au Brésil le deuxième sommet du BRIC (le premier sommet a eu lieu en Russie en juin 2009). Au cours de ce sommet, les pays émergents demandent une meilleure représentativité au sein des instances internationales et on constate un lien de plus en plus étroit entre le Brésil et la Chine.

En fin de semaine, les marchés actions sont pratiquement tous orientés à la baisse, pas tellement à cause de la crise grecque, mais plutôt à cause d'une accusation de fraude lancée contre Goldman Sachs par la SEC (Securities Exchange Commission) : -1,58% pour le CAC40 (à 3987 points), -1,10% pour le DAX30, -0,47% pour le Footsie, +0,19% pour le Dow Jones, +1,11% pour le Nasdaq et -0,91% pour le Nikkei. Et l'euro descend sous 1,35\$.

Le samedi 17, troisième édition des Etats généraux de l'Europe, à Strasbourg, pour lancer la célébration du 50^{ème} anniversaire du Traité de Rome.

Au cours de la troisième semaine, les conditions imposées par les marchés à la Grèce atteignent des sommets : le coût du financement à 10 ans monte à 8,3% et le prix des CDS à près de 500 points de

base ! La monnaie unique fait évidemment les frais de la situation grecque à laquelle s'ajoute d'ailleurs la mollesse de la reprise européenne (le FMI prévoit pour 2010 un taux de croissance pour la zone euro de 1% contre 1,9% pour le Japon, 3,1% pour les États-Unis, 8,8% pour l'Inde et 10% pour la Chine, avec un taux moyen pour l'économie mondiale de 4,2%) : l'euro est en baisse continue et des experts estiment qu'elle pourrait ainsi retrouver ce qu'ils pensent être sa valeur d'équilibre, aux environs de 1,20\$.

Cela illustre une situation qui, hélas, pourrait se généraliser. La crise des subprimes est au départ une crise du surendettement privé et sa résolution a nécessité de vigoureux plans de relance gouvernementaux. Mais cela fait courir à la sortie de crise le risque manifeste d'un surendettement public et par conséquent celui d'un krach possible (la crise des subprimes aurait fait passer le montant mondial de l'endettement public de 28 000 en 2006 à 38 000 milliards \$ en 2009). C'est pourquoi O. Blanchard, chef économiste au FMI, non seulement défend à nouveau sa proposition de fixer des normes d'inflation un peu plus élevées que celles que retiennent actuellement les Banques centrales (voir plus haut), mais considère qu'il ne faut pas retarder davantage les ajustements budgétaires : « la détérioration budgétaire due à la crise a changé la nature du risque. Il est du côté de la dette publique et d'un cercle vicieux entre explosion de la dette et augmentation des primes de risque et des taux d'intérêt. C'est pour cela qu'il faut se concentrer sur l'ajustement budgétaire. Avec plus ou moins d'urgence selon les pays ».

Le jeudi 22, Eurostat révisé à la hausse le poids du déficit public de la Grèce, qui atteindrait pour 2009 13,6% du PIB et non pas les 12,7% annoncés à l'automne et qui résultaient eux-mêmes d'un doublement de ce qui était affiché précédemment... Avec un tel déficit révisé à la hausse, la dette publique grecque serait de 120% du PIB. Il faut d'autant plus parler au conditionnel que ces estimations sont établies à partir de données statistiques grecques peu fiables en ce qui concerne les organismes de sécurité sociale. Mais les informations négatives ne viennent pas seulement d'Eurostat. D'une part, l'agence de notation Moody's abaisse sa note de A2 à A3, ce qui la rapproche des deux autres agences importantes, S&P et Fitch, qui ont en effet déjà mis des notes plus basses à la Grèce. D'autre part, les marchés imposent des conditions de plus en plus sévères à la Grèce : le marché obligataire affiche un taux supérieur à 10% sur 2 ans et de 8,8% sur 10 ans, et le prix du CDS à 5 ans atteint 644,1 pdb, ce qui signifie que les marchés estiment à environ 40% le risque de défaut de la Grèce à cette échéance. Dans le classement des pays selon le risque-pays, la Grèce se trouve ainsi maintenant en quatrième position, après l'Argentine, le Venezuela et le Pakistan.

La Grèce est entrée dans le cercle vicieux dont parle O. Blanchard.

Tout cela nuit non seulement à l'euro, qui passe sous les 1,33\$, mais aussi à la crédibilité de la zone euro. Les marchés commencent en effet à séparer le bon grain de l'ivraie, en ce sens que deux catégories de pays apparaissent de plus en plus nettement quant aux rendements des obligations souveraines, avec d'un côté les « bons élèves » tels que l'Allemagne et même la France, dont les taux se détendent, et les « mauvais élèves » dont les taux augmentent, à savoir les autres PIGS.

Deux remarques sont à faire ici :

1) *La hausse des taux que les marchés impose aux pays qu'ils considèrent comme fragiles est une parfaite double illustration, celle du principe des prophéties autoréalisatrices et celle du mécanisme d'un cercle vicieux, avec un effet de panique en prime.*
2) *On sait qu'il n'est pas possible d'exclure un pays de la zone euro. Mais il est concevable qu'un pays se retire de la zone euro : pour pouvoir disposer de la possibilité de dévaluer et de rembourser ainsi plus facilement leur dette, des États membres pourraient décider de quitter la zone euro ; et dans une telle hypothèse, la zone euro pourrait soit disparaître, soit se réduire à une mini-zone. Seulement, l'euro limité à cette mini-zone connaîtrait vraisemblablement une forte appréciation qui compromettrait alors gravement la compétitivité des pays membres restants (« l'élimination successive des maillons faibles de la zone euro finirait par la solitude du pays vertueux, qui, de ce fait, perdrait tous les avantages de sa vertu. Que resterait-il en effet des avantages compétitifs de ce pays si tous ses ex-compagnons de route dévaluaient leurs monnaies ? » (J.-P. Fitoussi, Le Monde du 5 mai 2010)).*

Dès le lendemain, le vendredi 23, la Grèce demande officiellement le lancement du plan d'aide. Les membres de la zone euro et le FMI font savoir aussitôt qu'ils vont agir rapidement, mais l'Allemagne persiste à conditionner cette aide : pour elle, pour que l'aide puisse être accordée, encore faut-il être certain que la stabilité de l'euro est en cause et que la Grèce se soumet effectivement à un plan d'économies crédible.

Comme l'aide de la zone euro à la Grèce va compliquer les perspectives de reprise en Europe, cette fin de semaine montre une certaine différence entre les places financières selon qu'elles sont d'un côté ou de l'autre de l'Atlantique : - 0,89% pour le CAC40 (à 3951 points), +1,27% pour le DAX30, -0,35% pour le Footsie, +1,68% pour le Dow Jones, +1,97% pour le Nasdaq et -1,69% pour le Nikkei.

L'EURO

Le 27 avril, S&P -Standard & Poor's- abaisse la note mise à la Grèce à BB+, ce qui signifie que pour cette agence de notation la Grèce quitte la catégorie « qualité moyenne inférieure » pour entrer dans la catégorie « spéculative », donc dans celle des obligations « pourries ». Et elle diminue la note du Portugal, de deux crans, en la faisant passer de A+ à A-. Ces deux rétrogradations minent encore un peu plus la confiance des marchés, spécialement dans le réalisme du plan de soutien à la Grèce. Les cours des titres plongent sur les places européennes et ailleurs, l'euro est sérieusement malmené (1,3143\$) et les taux exigés de la Grèce flambent (18% à deux ans et 11% à 10 ans). Maintenant, on entend parler de risque de faillite et dire que le plan de soutien Zone euro - FMI de 45 milliards d'euros ne suffira pas et qu'il faudrait en prévoir un plus de trois fois supérieur pour que la Grèce puisse sortir de la crise durablement.

Note : les agences de notation ont chacune leur échelle d'évaluation.

Le tableau ci-dessous donne les échelles des 3 agences de notation qui se partagent plus de 90% du marché du « rating ».

Catégorie	S&P	Moody 's	Fitch
<i>Niveau d'investissement de sécurité</i>			
Qualité maximale (probabilité de risque minimale)	AAA	Aaa	AAA
Qualité élevée (probabilité de risque très faible)	AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-
Qualité favorable (probabilité de risque faible)	A+ A A-	A1 A2 A3	A+ A A-
Qualité correcte (probabilité de risque normalement fiable)	BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-
<i>Niveau d'investissement spéculatif</i>			
Faible protection contre les éléments spéculatifs (probabilité d'évolution du risque)	BB+ BB BB -	Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-
Faible probabilité de respect des engagements (risque significatif avec marge de sécurité)	B+ B B-	B1 B2 B3	B+ B B-
Éventualité d'un défaut proche (risque considérable)	CCC+ CCC CCC-	Caa1 Caa2 Caa3	CCC+ CCC CCC-
Éventualité d'un risque imminent (risque élevé)	CC C	Ca	CC C
En défaut (risque excessif)	D	C	DDD DD D

A posteriori, on s'aperçoit que ce type de crise de finances publiques ressemble à de nombreuses maladies : plus on attend pour administrer le traitement nécessaire et plus il devient difficile d'enrayer le mal. Par conséquent, la responsabilité des dirigeants des États membres de la zone euro et des autorités européennes est entièrement engagée. Leurs attermolements depuis plusieurs mois sont d'autant plus coupables qu'ils vont avoir des conséquences négatives sur l'évolution du niveau de vie de leurs populations, et pour certaines d'entre elles pendant de nombreuses années. Nous pensons bien évidemment aux Grecs mais il faut aussi se demander quels seront les effets à la fois de la situation de quasi-faillite de l'État grec et des aides massives que l'Allemagne et la France seront obligées de lui apporter quand on sait que ce sont précisément les banques françaises et allemandes qui possèdent le plus de la dette grecque... Bref, ces attermolements sont une triste manifestation des déficiences congénitales de la construction européenne, car certains s'expliquent par les contraintes dérisoires de calendrier

L'EURO

électoral qu'un pays -l'Allemagne- fait supporter à tous les autres, pendant que d'autres traduisent une incapacité des Européens à traiter collectivement les problèmes qui les concernent pourtant au premier chef : « la zone euro est une maison qui a été construite sans fondations » et, comme l'écrivait sèchement J.-P. Fitoussi dans *Le Monde* du 5 mai, en conclusion de son éditorial, « cela ressemble à s'y méprendre à une "conjuraison des imbéciles" pour reprendre le titre du beau roman de John Kennedy Toole ». Certes, pressé par les événements, le Président du Conseil européen, H. van Rompuy, annonce de Tokyo qu'il envisage de réunir un sommet des États-membres de la zone euro vers le 10 mai pour concrétiser l'aide à la Grèce, mais pourquoi si tard ? Certes, la chancelière allemande accepte maintenant d'accélérer la mise en place de l'aide, mais pourquoi si tard ? Car comme le dit D. Strauss-Kahn, « chaque jour perdu est un jour où la situation empire et empire ».

Le mercredi 28, l'agence de notation S&P baisse d'un cran la note mise à l'Espagne, qui passe de AA+ à AA. Ainsi se manifeste de manière de plus en plus nette un effet de contagion de la situation économique de la Grèce aux autres PIGS. À quand le tour de l'Irlande ? Faut-il craindre que la contagion gagne des pays beaucoup plus importants comme l'Italie (rappelons que la Grèce « pèse » moins de 3% du PIB de la zone euro) ? Bref, comme le disent les investisseurs, « who's next ? ».

Cet épisode montre que les marchés financiers ont l'art d'exploiter les faiblesses des économies nationales et de se précipiter dans les brèches dès qu'elles apparaissent, au risque de transformer ces brèches en gouffres béants. Après que le cercle vicieux ait abattu la Grèce, il contamine maintenant l'Europe du Sud avant, on peut le craindre, de se propager à toute la zone euro au point de mettre en cause sa viabilité. Surtout que la fiébrilité des marchés ne s'explique plus seulement par l'importance des dettes souveraines mais aussi par la fragilité des systèmes bancaires qui sont très exposés au risque que représentent ces dettes étatiques. Autrement dit, on assiste à un double enchaînement infernal, d'abord entre les dettes souveraines des différents pays et ensuite entre les dettes souveraines et les systèmes bancaires, ce qui peut provoquer en quelque sorte un retour de la crise des subprimes par l'endettement public ; et à une crise monétaire peut s'ajouter ainsi une crise boursière. La fiébrilité des marchés s'explique également sans doute par l'instabilité des exécutifs européens qui, ici et là, sont malmenés par des incertitudes électorales, par des chutes importantes de popularité, par des majorités très relatives, par des coalitions artificielles, ou encore par des poussées inquiétantes de populisme.

Remarque sur les marchés des dettes souveraines : ces marchés sont a priori très simples dans leur fonctionnement. En effet, dans le cas normal, on n'a d'un côté qu'un emprunteur et de l'autre un certain nombre de prêteurs qui sont des banques centrales, des banques commerciales, des compagnies d'assurances et des caisses de retraite et fonds de pension, dont les objectifs tiennent en trois mots : sécurité, rendement et liquidité, laquelle dépend de la profondeur du marché et de l'homogénéité des titres. Et c'est le taux d'intérêt qui est au centre des transactions parce qu'il en est la seule variable d'équilibrage. En ce qui concerne la zone euro, les investisseurs jugeaient globalement les taux de la zone. Mais quand il y a suspicion sur la solvabilité de tel ou tel État, ces investisseurs deviennent à la fois plus vigilants et plus exigeants : ils examinent de près le spread, c'est-à-dire l'écart de taux entre le pays en difficulté et celui du pays servant de référence. Et surtout, se rajoutent dans la mêlée des acteurs présents sur le marché les spéculateurs, en particulier les « hedge funds », systématiquement attirés par les marchés où il y a de la volatilité. Comme ces spéculateurs utilisent leur artillerie de produits sophistiqués tels que les CDS, la volatilité s'en trouve automatiquement accrue. Aidé plus ou moins par les avis des agences de notation, cet ensemble d'investisseurs forme des anticipations concernant non seulement l'évolution du spread mais aussi les différents scénarios possibles : va-t-il y avoir la décision d'un plan de sauvetage, va-t-il y avoir un plan de restructuration de la dette ou va-t-on vers un défaut désordonné ? etc. Au total, le fonctionnement des marchés se caractérise à la fois par des anticipations souvent autoréalisatrices et par des comportements à effets pervers et cumulatifs.

L'euro baisse jusqu'à 1,3115\$.

Le jeudi 29, pour obtenir plus sûrement l'application rapide du plan d'aide, la Grèce annonce un nouveau plan d'austérité : réduction de son déficit de 10 points en deux ans, programme d'économies de 25 milliards d'euros. La rue est aux mains de manifestants mais les marchés sont un peu rassurés.

Tout logiquement, la fin de la semaine est marquée sur les places financières par une évolution négative sur les cinq jours : -2,80% pour le CAC40 (à 3841 points), -1,83% pour le DAX30, -1,85% pour le Footsie, -0,33% pour le Dow Jones, -0,72% pour le Nasdaq et + 1,19% pour le Nikkei.

En fin de mois, une convention est signée entre la nouvelle ACP, installée le 9 mars, et l'AMF : ACP et AMF forment dorénavant un pôle commun et coordonnent leurs efforts pour renforcer le contrôle de la commercialisation des divers produits financiers, afin de mieux protéger les clients.

• Mai 2010 ->

Le dimanche 2 mai, en cours de matinée, le Premier ministre grec annonce, en direct à la télévision lors de la réunion de son gouvernement, un accord conclu avec les États membres de la zone euro et avec le FMI pour le déblocage de l'aide financière négociée depuis plusieurs semaines. Il fait part aussi des principales mesures du programme d'austérité que le peuple grec devra subir : gel des

salaires de la fonction publique et des pensions, suppression des 14 et 15èmes mois, recul de l'Âge de départ à la retraite, hausse des impôts indirects dont la TVA et mesures de flexibilisation du marché du travail et du marché des biens et services. Dans l'après-midi, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro sont à Bruxelles et précisent les modalités du sauvetage : la somme globale des prêts sera en définitive de 110 milliards d'euros, dont 80 seront apportés par les États membres de la zone euro (ce montant sera ramené à 77,3 parce que la Slovaquie refusera de participer), le FMI en apportant 30 (cela donne raison à tous ceux qui estimaient insuffisant le plan de relance de 45 milliards d'euros...). Les premiers prêts bilatéraux devraient être débloqués avant le 19 mai, au taux de 5% : cela va permettre à la Grèce d'éviter pendant plusieurs mois d'emprunter sur les marchés à des taux prohibitifs. De son côté, le gouvernement grec est obligé de prendre l'engagement de ramener le déficit public de 14% du PIB en 2009 à 3% fin 2014 et de réaliser des économies de 30 milliards d'euros dans les trois ans qui viennent. Notons que les prêts accordés par les partenaires nécessitent pour eux des emprunts qui alourdissent leur propre dette souveraine.

Considérant positif cet engagement, la BCE annonce le lendemain, le lundi 3 mai, qu'elle acceptera, en contrepartie des prêts qu'elle fera elle-même aux banques européennes qui participeront à l'aide financière à la Grèce, des titres de la dette grecque même mal notés, autrement dit des obligations qui ont été pourtant sérieusement dégradées par les agences de notation.

Le communiqué de la BCE est le suivant :

« Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé de suspendre l'application du seuil de notation minimal dans les conditions d'admissibilité de garantie aux fins des opérations de crédit de l'Eurosystème dans le cas des titres de créance négociables émis ou garantis par le gouvernement grec . Cette suspension sera maintenue jusqu'à nouvel ordre.

Le gouvernement grec a approuvé un programme d'ajustement économique et financier, qui a été négocié avec la Commission européenne, en liaison avec la BCE et le Fonds monétaire international. Le Conseil d'administration a évalué le programme et estime qu'il est approprié. Ce bilan positif et la forte résolution du gouvernement grec à mettre totalement en œuvre le programme sont à la base, également dans une perspective de gestion des risques, de la suspension annoncées par la présente.

La suspension s'applique à tous les instruments de dette négociables nouveaux ou existants produits ou garantis par le gouvernement grec ».

Ce communiqué est doublement important. D'une part, il montre que face à une situation exceptionnelle, la BCE met en œuvre une stratégie exceptionnelle, inédite dans son histoire. D'autre part, il fait comprendre que la BCE reste malgré tout prisonnière de son idéologie libérale puisqu'elle se félicite du programme d'ajustement consenti par la Grèce ; or, ce programme d'austérité risque de faire tomber la Grèce dans la déflation. La situation prouve en effet que la monnaie unique, parce qu'elle supprime l'arme de la dévaluation, peut avoir un coût économique et social élevé quand l'équilibre macroéconomique se cherche au moyen de variables d'ajustement sur le marché du travail, dans le niveau d'activité et par l'évolution des prix. Mais, en dehors du fait que le programme grec conduit potentiellement à la déflation, peut-on croire raisonnablement que la Grèce peut parvenir à faire baisser son déficit de 11 points de PIB en 3 ans ? Qu'en diront les marchés ?

En Grèce, le mercredi 5 connaît d'importantes manifestations contre les mesures d'austérité : 3 personnes sont décédées dans l'incendie d'une agence bancaire.

Le jeudi 6 enregistre trois événements significatifs de la gravité de la situation actuelle de l'Europe. Primo, l'euro baisse en cotant 1,2748\$, ce qui certes ravit les exportateurs mais ce qui est aussi un signal supplémentaire pour alimenter la défiance des investisseurs vis-à-vis de la zone euro. Secundo, les bourses européennes continuent leur dégringolade commencée au début de la semaine. Tertio, le Président français et la chancelière allemande envoient au Président du Conseil européen, en cette veille d'un Conseil européen, une lettre commune pour l'assurer de leur détermination à préserver les acquis de la zone euro, sa solidité, sa stabilité et son unité en s'opposant à toute exclusion d'un État membre et en assurant une meilleure gouvernance de la monnaie unique, en particulier en mettant en place « un cadre robuste pour la résolution des crises », ce qui renvoie sans doute à l'idée d'un Fonds monétaire européen.

Comme on l'a déjà mentionné plusieurs fois, la crise actuelle est en effet grave au point de remettre en cause la survie de l'euro. Deux prix Nobel l'affirment sans ambages : P. Krugman écrit sur son blog : « l'euro en soi est-il en danger ? En un mot, oui » ; et J. Stiglitz considère que si l'Europe « ne règle pas ses problèmes institutionnels, l'avenir de l'euro sera peut-être très bref ».

De son côté, de Lisbonne où il se réunit, le Conseil des gouverneurs de la BCE maintient ses taux directeurs : *cette décision de statu quo ne rassure pas ceux qui comptaient, pour faire face au péril qui grandit de jour en jour, sur une réaction d'une grande ampleur de la BCE. Pour tout dire, certains regrettent que la BCE ne se résolve pas à*

L'EURO

faire fonctionner un tant soit peu la « planche à billets » pour participer directement au financement du déficit grec (une rumeur commence à enfler : de nombreuses banques supplieraient la BCE d'acheter directement des titres grecs. Notons que les statuts de la BCE ne l'autorisent pas à acheter directement des titres publics « neufs » mais rendent possibles les rachats de titres publics « d'occasion »). Peu après la conférence de presse de J.-C. Trichet, l'euro baisse jusqu'à 1,2523\$.

Et pour ce qui concerne la France, le Premier ministre François Fillon annonce une stratégie budgétaire rigoureuse en se défendant de promouvoir pour autant une politique d'austérité. Il n'empêche qu'il demande à ses ministres pour la lettre de cadrage du budget 2011 et pour la loi de programmation 2011-2013 un gel pendant trois ans de leurs dépenses en valeur (« zéro volume »). *Ne faut-il pas voir surtout dans cette stratégie annoncée, de même que dans l'effet d'annonce créé par le projet de réforme des retraites, la volonté de donner aux marchés financiers des gages de sérieux ?*

Le vendredi 7 mai se réunit à Bruxelles le Conseil européen : inutile de dire que la crise de l'euro est au cœur de l'ordre du jour, surtout que tout au long de la journée tous les marchés, aux quatre coins de la planète, sont très fortement en baisse et expriment ainsi leur défiance généralisée. D'ailleurs, le Président français déclare qu'à crise systémique il faut une réponse systémique. *N. Sarkozy a raison s'il faut comprendre par là que la crise a maintenant une tout autre dimension : à cause du retard pris depuis plusieurs mois dans sa résolution, aujourd'hui, ce n'est plus la crise de la Grèce, c'est la crise de la zone euro, ce n'est plus une crise de finances publiques, c'est la crise de la monnaie unique. C'est cela qui est en train de se jouer sur les marchés.* Les dirigeants européens décident de créer un Fonds d'urgence d'assistance financière financé par un emprunt de la Commission européenne, donc de concrétiser l'idée d'un Fonds monétaire européen, et admettent qu'il est nécessaire d'utiliser l'article 122 des statuts qui autorise à venir en aide à un pays menacé par « des circonstances exceptionnelles échappant à son contrôle », cette aide étant financée par un emprunt européen. Mais ce dispositif d'aide, qui est similaire à celui qui peut être appliqué au profit des pays de l'UE qui ne sont pas dans la zone euro, doit être adopté par l'ensemble des États membres de l'UE ; d'où la programmation d'une réunion de tous les ministres des finances le dimanche 9 mai, où il faudra une majorité qualifiée...

Sur les places financières, la fin de la semaine enregistre des baisses exceptionnelles : -11,12% pour le CAC40 (à 3392 points), -6,86% pour le DAX30, -8,81% pour le Footsie, -5,71% pour le Dow Jones, -7,95% pour le Nasdaq, -7,18% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2757\$.

Le dimanche 9 mai se tient à Bruxelles la réunion des ministres des finances de toute l'UE, donc de l'Ecofin, pour se prononcer sur les mesures envisagées l'avant-veille au niveau de la zone euro.

Est enfin prise, dans la nuit, et malgré la résistance des certains participants, en particulier du ministre anglais (le Royaume-Uni refusera en définitive de s'associer au plan de stabilisation de la zone euro), la décision de créer un **Fonds de soutien** de 60 milliards d'euros apportés par la Commission européenne auxquels s'ajoutent 440 milliards de prêts et garanties fournis par les pays de la zone euro. Le FMI apportera de son côté des prêts additionnels pouvant atteindre 250 milliards d'euros. Cela fait un total de 750 milliards, ce qui est considérable. Ainsi est né, lors du Conseil européen des 9 et 10 mai, par le règlement 407-2010, le « **Mécanisme européen de stabilisation financière** », ou MESF, qui permet à tout État membre en difficulté d'obtenir un prêt ou une ligne de crédit.

Beaucoup espèrent, les responsables politiques européens en tête, que cette décision forte va apaiser les marchés dès leur ouverture lundi matin : cela semble être le cas, vu les réactions des bourses asiatiques et la remontée de l'euro sur le marché des changes, sitôt le plan annoncé. Mais il faut malgré tout constater que le temps des politiques n'est pas celui des marchés : depuis le 16 octobre 2009 où le Premier ministre grec G. Papandréou a annoncé que les statistiques du déficit et de la dette publics grecs transmises périodiquement à Bruxelles sont fausses, 7 mois se sont déroulés ! C'est peut-être court pour les responsables européens mais c'est une éternité pour les marchés. En plus, les discours des politiques n'ont ni le contenu ni la forme attendus par les marchés. Au total, « entre ceux qui doivent des comptes à leurs électeurs et ceux qui n'en rendent qu'à leurs actionnaires, le fossé s'est creusé » (J. Pisani-Ferry).

D'un autre côté, il est facile d'imaginer que les pays de la zone euro souhaitent par-dessus tout que les PIGS n'aient pas besoin de cette aide dans la mesure où sa mise en œuvre effective exigerait d'eux un effort considérable.

En plus de la création du fonds de soutien, les responsables européens demandent une révision du PSC et des autres dispositifs de surveillance, des mesures d'assainissement budgétaire et un engagement collectif des États, de la Commission et de la BCE de « faire usage de l'ensemble des moyens disponibles pour assurer la stabilité de la zone euro ».

Le hasard veut que ce soit le même jour qu'aient lieu les fameuses élections allemandes dans le Land de Rhénanie-du-Nord-Westphalie qui ont pesé tellement négativement dans la résolution de la crise

grecque. A. Merkel et sa coalition perdent ces élections : « no comment ». *Il faut souhaiter que ce résultat, joint à la difficulté du Royaume-Uni de se doter d'un nouveau Premier ministre, ne compromette pas l'effet attendu sur l'évolution des marchés du plan de secours décidé à Bruxelles.*

Le lundi 10 mai au matin, dans la foulée du plan de sauvetage décidé à Bruxelles dans la nuit qui vient de se terminer, la BCE décide de mettre en application ce que certains appellent « l'option nucléaire » : de la création monétaire pour financer les dettes. Pour être précis, il s'agit de rachats de titres publics déjà émis et non d'achats directs de titres neufs : l'action de la BCE reste donc conforme aux statuts et l'arme utilisée n'est pas totalement nucléaire... L'ampleur de ces interventions sera décidée par le Conseil des gouverneurs. De plus, elle réactive son dispositif non conventionnel avec des enchères à 3 et à 6 mois illimitées et à taux fixe, et, en concertation avec d'autres banques centrales comme la Fed, la BoE, la Banque du Canada et celle de la Suisse, la BCE décide de réactiver aussi les mécanismes d'échanges de devises (swaps) pour réapprovisionner les marchés en dollars après une baisse brutale de l'euro.

Après ces annonces, les experts soulignent l'importance exceptionnelle des décisions par la BCE, reconnaissent leur absolue nécessité, tout en se demandant dans quelle mesure elles ne vont pas affecter la crédibilité et l'indépendance de la BCE, surtout que celles-ci ont déjà été un peu entamées lorsqu'elle a accepté la semaine précédente de prendre en garantie de ses prêts des titres de la dette grecque (pour manier à dessein le paradoxe, on pourrait dire qu'en portant ainsi atteinte à son indépendance vis-à-vis des gouvernements des États membres de la zone euro, la BCE a pris de l'indépendance vis-à-vis de la Banque centrale allemande dans la mesure où les décisions qu'elle vient de prendre l'affranchissent des dogmes de la Bundesbank). Le tournant pris par la BCE ce 10 mai fait d'elle un « acheteur en dernier ressort » et la transforme en une véritable « bad bank », dont le bilan s'alourdit dangereusement aux yeux de certains. Il faut cependant relativiser ces craintes dans la mesure où la BCE pratique en parallèle à ses achats d'obligations publiques une stratégie de « stérilisation » : les achats d'obligations sont financés concrètement par les dépôts des contreparties, qui sont réabsorbés par des opérations de réglage fin avec des reprises de liquidités en blanc. Ainsi, le volume de la liquidité des banques n'est pas modifié, et cela permet de ne pas perturber les taux d'intérêt du marché monétaire. De plus, il est regrettable de constater que la crise européenne, parce qu'elle présentait le danger de se répercuter ailleurs, a amené le Président Obama à intervenir directement vendredi puis dimanche après-midi auprès de Madame Merkel pour la convaincre de réviser sa position : certes, le Président Sarkozy a joué directement un rôle important dans la résolution de la crise, mais les États-Unis ont exercé indirectement une influence déterminante. Quoiqu'il en soit, le fait que la Commission européenne puisse emprunter pour prêter à des États, que l'on invoque pour sauver la Grèce l'article 122 du Traité qui, en réalité, vise des circonstances certes exceptionnelles mais d'ordre naturel, et que la BCE puisse monétiser des dettes publiques sont trois avancées considérables, la première en direction du fédéralisme budgétaire, la seconde en direction de la révision des traités actuels et la troisième en faveur d'une modification des statuts de la BCE pour que celle-ci n'ait pas pour seule mission la stabilité des prix. Si ces trois avancées se confirment, on pourra soutenir que cette crise, gravissime, aura créé un électrochoc salutaire à l'avenir de la zone euro. Comme le dit très bien Mario Monti, ancien commissaire européen d'abord au marché intérieur à la fin des années 1990 puis à la concurrence au début des années 2000, dans un entretien donné au journal Le Monde (11 mai 2010), « on ne peut pas demander à l'euro d'être un funambule, suspendu entre une union économique qui n'est pas vraiment en place et une union politique, accouchée par petits pas dans la souffrance au fil des crises. Mais l'épreuve actuelle peut se transformer en grand pas en avant, à condition d'adopter une gouvernance budgétaire commune et une union économique ». Certains estiment qu'il faut être très optimiste pour croire en un fédéralisme budgétaire européen à l'image de celui des États-Unis : pour eux, ce serait déjà un progrès de rendre plus efficace le fédéralisme distributif qui existe actuellement avec les fonds structurels.

La journée de lundi enregistre des hausses exceptionnellement fortes sur les places d'abord européennes (+7,63% à Athènes, +11% à Madrid, +5,59% à Paris) puis américaines, au point que les pertes de la semaine précédente sont pratiquement effacées ! Les taux grecs à 10 ans sont presque divisés par 2 ! Et l'euro passe au-dessus de 1,30\$, après avoir coté 1,26\$ jeudi 6 et perdu 4,5% de sa valeur par rapport au dollar la semaine précédente. Le plan de sauvetage calme donc –pour un temps au moins– la tourmente financière. *Par les hausses qu'ils enregistrent, que l'on peut considérer comme excessives, on a une preuve supplémentaire que les marchés ont toujours tendance à surréagir. On peut également se demander si ce ne sont pas les spéculateurs, ou tout au moins certains d'entre eux, qui sont en définitive les grands gagnants de cette forte remontée des cours après leur chute de la semaine dernière : ils auraient donc réussi à forcer les États, à la fois, à décider un sauvetage sans précédent des pays de la zone euro en difficulté et à adopter des plans de rigueur budgétaire, tout en tirant profit de l'évolution des cours boursiers. Se repose ainsi la question des rapports de force entre États et marchés financiers...*

Mi-mai : la crise grecque fait oublier la situation difficile que connaissent d'autres pays européens. C'est en particulier le cas de la Roumanie, qui, au bord de la faillite, est obligée de se plier aux

injonctions du FMI et adopte pour cela un plan d'une rare austérité pour le secteur public. Les finances publiques de la Hongrie sont également en très mauvaise situation.

Mercredi 12 mai, la Commission européenne, par la voix de son Président, M. Barroso, fait essentiellement trois propositions pour améliorer la gouvernance économique européenne. La première concerne l'évaluation du budget de chaque État membre qui serait faite au niveau européen avant même que le Parlement national ne l'examine, de façon à renforcer l'aspect préventif du PSC. La deuxième proposition consiste à compléter la liste des indicateurs pour mieux repérer les déséquilibres macroéconomiques : parmi ces indicateurs, les écarts de compétitivité devraient jouer un rôle important. La troisième proposition est de pérenniser le dispositif anti-crise mis au point pour sauver la Grèce. Parce qu'elle met en cause la souveraineté des États, c'est la première proposition qui crée le plus de remous : les Européens sont divisés à son sujet (voir à la fois les réactions de certains responsables gouvernementaux comme ceux de la Grande-Bretagne et de la Suède, et celles de nombreux parlementaires à l'intérieur de plusieurs pays, à commencer par la France), même si tous sont conscients que cela constituerait un pas important dans le sens de la gouvernance européenne qui semble, elle, faire consensus. Sur cette question de la gouvernance économique, un sujet supplémentaire de discorde apparaîtra quelque temps plus tard entre la France et l'Allemagne, la première proposant que la gouvernance économique européenne soit prise en main au niveau de la zone euro avec l'institutionnalisation d'un secrétariat économique, la seconde voulant que cela se réalise au niveau des 27. Lors de leur rencontre à Berlin le 14 juin, un compromis entre le Président français et la Chancelière allemande sera trouvé qui donne un certain avantage aux thèses allemandes : les deux dirigeants se prononcent certes pour un gouvernement économique (ainsi que pour la possibilité de priver de droit de vote les pays de la zone euro qui ne respecteraient pas les règles de la monnaie unique), mais celui-ci se fera au niveau des 27 et sans institution supplémentaire. *Remarquons que cette question du gouvernement économique soulève deux questions : une question de forme et une question de fond. La question de forme est d'ordre terminologique : faut-il parler de gouvernement ou de gouvernance ? Ceux qui n'acceptent pas de céder encore un peu plus de leur souveraineté nationale veulent que l'on emploie le terme de gouvernance. La question de fond concerne l'étendue et les modalités de ce gouvernement ou de cette gouvernance. Ces deux questions sont toujours en suspens.*

Le vendredi 14 mai, les Bourses européennes rechutent fortement : - 4,59% à Paris, -4,27% à Athènes, -5,26% à Milan, -3,14% à Londres et -6,64% à Madrid ! *Non seulement les places financières avaient en effet surréagi positivement au lendemain des décisions des responsables européens mais elles sont à nouveau inquiètes sur les capacités de la Grèce à résoudre ses difficultés et sur celles de la zone euro à relever les défis qu'elle a devant elle, surtout que celle-ci semble être prise dans un étau : il lui faut réduire ses déficits pour mieux maîtriser ses dettes et/ou éviter que la médication nécessaire pour y parvenir annihile ses espoirs de croissance. Le problème crucial pour la zone euro, dont dépend directement sa survie, tient dans le choix que pose notre « et/ou » précédent : les deux objectifs sont-ils vraiment compatibles et si non, quel est celui qu'il convient de privilégier ? Selon J. Stiglitz (voir l'entretien accordé au journal Le Monde du 23/5/2010), on est en train de se tromper de stratégie : au lieu de l'austérité, qui ne peut que mener au désastre, il faudrait au contraire faire le maximum pour que la zone euro bénéficie de la meilleure croissance possible. Et le Prix Nobel 2001 se prononce aussi en faveur du fédéralisme budgétaire parce que « l'Europe a besoin de solidarité, d'empathie. Pas d'une austérité qui va faire bondir le chômage et amener la dépression ».* Pour l'ensemble de la semaine, les Bourses enregistrent néanmoins des hausses : + 4,95% pour le CAC40 (à 3560 points), +5,98% pour le DAX30, +2,73% pour le Footsie, +2,31% pour le Dow Jones, +3,58% pour le Nasdaq et +0,94% pour le Nikkei. Dès le lundi de la semaine suivante, les Bourses poursuivent leur mouvement de baisse, à commencer par celles d'Asie du Sud-est (Tokyo : -2,17%, Shanghai : -5,07%), puis celles d'Europe (Paris : -0,47%, Londres : -0,01%).

De son côté, ce lundi 17, la monnaie unique européenne enregistre son plus bas depuis 4 ans en cotant 1,2234\$.

Toujours ce lundi 17, en fin d'après-midi, l'Eurogroupe se réunit à Bruxelles pour évoquer la baisse de l'euro et pour assurer la mise en place du fonds de stabilisation financière décidé le dimanche 9. Mais les ministres des finances de la zone euro ne parviennent pas à se mettre d'accord et reportent la finalisation du plan à vendredi ; essentiellement à cause de l'Allemagne qui traîne des pieds parce qu'elle veut que son Parlement approuve à chaque fois l'accord des garanties pour les prêts bilatéraux, tant elle est attachée à la « culture de la stabilité et de la solidité », culture que la chancelière souhaite voir être partagée par tous les États membres. *Les ministres des finances de la zone euro se contentent donc de pratiquer la « méthode Coué » et d'utiliser la langue de bois, et le déroulement de cette réunion confirme ce qu'écrit Michel Aglietta (Le Monde du 18 mai) dans un article important sur la crise européenne : « l'Eurogroupe n'est qu'un fantôme de*

coordination intergouvernementale ». Toujours ce lundi 17, la BCE annonce que la semaine précédente elle a réalisé deux opérations importantes : elle a lancé son programme d'achats d'obligations étatiques (avec une première vague de 16,5 milliards d'euros) et elle a utilisé les outils dont elle dispose pour absorber des liquidités de façon à ce que ces achats n'aient pas d'effet inflationniste.

Il faut insister sur le tournant que représente le programme d'achats d'obligations étatiques dans la stratégie de la BCE : en effet, en totale dérogation à ses principes - et à ses statuts -, la BCE adopte une politique de « détente quantitative », autrement dit du « quantitative easing » pour reprendre l'expression utilisée pour nommer cette pratique déjà mise en œuvre par les banques centrales américaine et anglaise ; ce qui correspond, en définitive et ni plus ni moins, à de la création monétaire » (pour le premier QE de la FED, voir ce qui est indiqué en date du 25 novembre 2008). On peut profiter de la mise en œuvre de cette politique pour remettre en cause le dogme selon lequel la BCE ne doit pas prêter son concours aux États membres : un tel concours, autrement dit un financement monétaire des dépenses publiques, peut en effet représenter une source de financement décisive pour les investissements préparant le futur, en particulier dans les domaines de la recherche & développement, des énergies renouvelables et de la croissance verte. Et c'est là une problématique qui englobe largement tout en la conditionnant celle de la compétitivité.

Terminons ce commentaire par quatre remarques :

- 1) Alors que la politique de « QE » de la BCE a pour but d'aider les pays en difficulté pour le financement de leur dette, le QE américain a pour but d'empêcher la déflation ; c'est donc une mesure qui s'inscrit dans le cadre de la politique monétaire mais qui est « non conventionnelle » puisque l'action par les taux est devenue inefficace depuis qu'ils sont à 0%.*
- 2) Comme le QE, quel qu'en soit l'objectif, aider les pays dont les finances publiques ont subi le contrecoup de la crise des subprimes comme aujourd'hui ou pour soutenir leur activité économique et éviter la déflation comme demain, peut avoir un effet pervers au niveau des marchés financiers. Car, se traduisant par des achats massifs de titres publics de ces pays, le QE restreint le marché de ces titres, dont le prix augmente donc, d'où un affaissement de leur rendement, ce qui pousse naturellement les investisseurs à s'orienter vers des actifs plus rémunérateurs, à savoir les obligations publiques et privées de pays émergents avec le risque de créer une « bulle obligataire ».*
- 3) Si l'eurosystème (BCE et BC nationales) devait se substituer complètement aux marchés pour financer les pays de la zone euro en difficulté, il subirait une augmentation dangereuse de son bilan puisque c'est à près de 1 000 milliards d'euros que se monte le montant annuel des émissions de titres publics dans la zone (indiquons que le total du bilan de l'eurosystème était précisément de 1 000 milliards d'euros avant la crise).*
- 4) Pour résoudre le problème de financement de leur déficit public, les pays qui disposent d'une épargne domestique significative ont aussi comme solution de mettre en place des circuits de financement privilégiés de manière à drainer cette épargne vers l'achat de titres publics.*

Le mardi 18 mai, les ministres des finances de l'UE s'entendent, malgré l'opposition de Londres, sur un projet de régulation des fonds spéculatifs. Ce projet reste en deçà de ce que souhaite au sujet de la supervision des services financiers le Commissaire au marché intérieur, le Français M. Barnier, et de ce que propose le Parlement européen avec en particulier la création de quatre organismes : un conseil des risques systémiques qui serait placé auprès de la BCE, et trois autorités de supervision pour s'occuper des Bourses, des banques et des assurances.

Également dans le but de s'attaquer à la spéculation, ce même mardi, l'Allemagne annonce qu'elle interdit pour ses 10 plus importantes institutions financières les « ventes à découvert à nu », c'est-à-dire les ventes à terme de titres que l'on n'a même pas empruntés. Cette décision fait baisser encore un peu plus la monnaie unique - l'euro passe en dessous de 1,22\$ - et donne aux partenaires européens de l'Allemagne la fâcheuse impression que celle-ci joue « perso ». Cette impression se trouve renforcée par le fait que A. Merkel souhaite par ailleurs que la surveillance des budgets nationaux ne soit pas faite par la Commission mais par la BCE ou par une commission d'économistes, que les sanctions prévues par le PSC soient nettement renforcées et que ses partenaires suivent l'exemple allemand (du « frein à l'endettement ») en inscrivant dans leur Constitution l'obligation de respecter les engagements du PSC. Le hasard (?) veut qu'au même moment, (le jeudi 20 mai, lors de la 2^{ème} conférence sur les déficits), le Président français propose d'inscrire dans la Constitution une « règle d'or » concernant l'équilibre des finances publiques : les gouvernements devraient alors faire voter par le Parlement une loi de programmation pluriannuelle ayant une valeur contraignante pour les cinq budgets suivants, au lieu de trois comme le prévoit la réforme de 2008. Les détails du contenu de cette règle d'or s'inspireront des travaux de la Commission présidée par Michel Camdessus, mise en place en janvier. Ces travaux sont loin d'être terminés, surtout qu'il faut encore préciser des points importants, à commencer par la notion de déficit structurel.

En soirée de ce même 20 mai, le Sénat américain vote un texte sur la régulation des marchés financiers qui doit fusionner avec celui voté en décembre par la Chambre des Représentants pour aboutir à un texte d'ensemble que les deux chambres voteront avant d'être transmis au Président Obama pour signature. Le texte voté par le Sénat prévoit essentiellement des mesures pour éviter le risque systémique : création d'un Conseil de contrôle de la stabilité financière pour anticiper la formation de bulles, restriction des « opérations pour compte propre », possibilité donnée à l'État de limiter les opérations considérées comme trop risquées que feraient de très importantes institutions financières et qui pourraient donc avoir des conséquences systémiques, faire en sorte que les transactions sur produits dérivés ne se réalisent plus de gré à gré mais sur des plateformes transparentes, et appliquer la « règle Volcker » selon laquelle il faut une séparation entre les activités des banques de dépôts et celles des banques d'affaires. Dans une déclaration faite sitôt le vote du Sénat, le Président se montre très satisfait de cette victoire qu'il emporte ainsi sur les lobbies. *Mais la guerre contre les activités spéculatives dangereuses pour la stabilité du système est-elle pour autant définitivement gagnée ?*

Il a suffi, le jeudi 21, que des rumeurs courent sur l'éventualité d'une intervention concertée de plusieurs banques centrales sur le marché des changes dans le but de soutenir l'euro, pour que l'euro connaisse une embellie dès le vendredi matin : il passe au-dessus de 1,26\$. *Cette embellie s'explique par les réactions des pays hors Europe qui vivent la dépréciation de la monnaie européenne comme une sorte de dévaluation compétitive. C'est notamment le cas du Japon, de la Chine et du Royaume-Uni. Mais la zone euro n'a-t-elle pas besoin justement, dans les circonstances actuelles, d'une sorte de dévaluation compétitive, pour donner un coup de « booster » à sa croissance ? Car la baisse de l'euro équivaut à un plan de relance...*

Sur la semaine, on enregistre des baisses très sensibles avec -3,64% pour le CAC40 (à 3431 points), -3,76% pour le DAX30, -3,80% pour le Footsie, -4,02 pour le Dow Jones, -5,02 pour le Nasdaq et -6,48% pour le Nikkei : l'inquiétude qui pèse sur l'avenir de la zone euro continue à influencer négativement les places financières, et la volonté de l'Allemagne de s'attaquer à la spéculation financière frappe davantage négativement les marchés que ne les satisfait le projet français d'inscrire la « règle d'or » dans la constitution.

Comme prévu le lundi 17, se réunit sous la Présidence de H. van Rompuy le vendredi 21 mai à Bruxelles un groupe de travail pour traiter de la gouvernance économique en Europe. Y participent essentiellement les ministres des finances des 27, le commissaire des affaires économiques à la Commission, le Président de la BCE et celui de l'Eurogroupe. Les objectifs poursuivis sont réaffirmés mais les mesures précises ne sont pas encore vraiment étudiées : deux autres réunions du groupe doivent avoir lieu avant l'été, avec des réunions préparatoires d'experts, et l'engagement est pris de remettre un rapport d'étape pour le Conseil européen de mi-juin et de fournir le rapport final de ce travail de réflexion avant le Conseil européen d'octobre.

En attendant, l'urgence contraint de nombreux pays européens à adopter la « culture de la stabilité et de la solidité » en adoptant des plans d'économie très rigoureux. C'est notamment le cas du Royaume-Uni où le nouveau gouvernement fait de la réduction du déficit public sa priorité et de l'Italie qui annonce de fortes réductions des dépenses publiques. En ce qui concerne l'Espagne, dont l'économie n'est pas trop touchée par un endettement public trop important (64,9% du PIB contre 79,1% pour le Royaume-Uni et 118,2% pour l'Italie) mais par un fort endettement privé (la dette privée représente 178% du PIB et est en grande partie entre des mains étrangères), par une crise de ses caisses d'épargne et par des dysfonctionnements de son marché du travail, le FMI prône la consolidation et la réforme du système bancaire et une flexibilisation de son système d'emploi. La situation des banques espagnoles et la peur qu'ont les marchés financiers de voir la situation des finances publiques européennes entraîner des difficultés insurmontables pour les banques créancières (les cours des groupes bancaires chutent) créent de dangereuses tensions dans tout le système bancaire européen : les banques commencent à refuser de se prêter entre elles. Une crise de liquidité bancaire est-elle en train de se préparer ? En ce qui concerne les finances publiques de la France (ses administrations publiques ont une dette qui représente actuellement 83,6% du PIB et un déficit d'environ 8%), le gouvernement réaffirme à la Commission son engagement à ramener le déficit public à 3% du PIB en 2013 et liste les mesures pour y parvenir : diminution de 10% en 3 ans des dépenses de l'État et des dépenses d'intervention, réduction des « niches fiscales », limitation des dépenses d'assurance-maladie, gel des concours financiers de l'État aux collectivités territoriales, réforme des retraites, inscription de la « règle d'or » dans la Constitution. Mais à la fois la Commission européenne et les marchés vont rester sceptiques face à cet

engagement des responsables français : au cours de la première quinzaine de juin, l'écart de rendement entre les obligations françaises et allemandes (le « spread ») fera plus que doubler. Irait-on vers un déclassement de la France par des agences de notation ?

Trois remarques ici : (1) *l'assainissement des finances publiques françaises exige en effet d'autant plus de gros efforts que le déficit primaire est proche de 6% du PIB, ce qui est l'un des chiffres les plus importants de la zone euro (celui de l'Allemagne est de 1,8% et celui de l'Italie de 1% seulement...)*. (2) *« Le ratio dette sur PIB atteint 223% au Japon et l'Argentine a fait défaut avec 54%... Le niveau soutenable est celui que les marchés pensent être »* (G. Hoguet, dans « Enjeux Les Échos » de juin 2010). (3) *Il est important de savoir qui détient ces dettes publiques : la dette japonaise, certes considérable, n'est détenue que pour 5,8% par des créanciers étrangers, ce qui la met substantiellement à l'abri de l'influence des marchés, contre 47% pour les États-Unis, 32% pour le Royaume-Uni et 34% pour la France (notons qu'avec la crise des dettes publiques ces pourcentages sont amenés à évoluer : ainsi pour ce qui concerne la France, son taux dépassera 66% en 2011). De plus, qu'il s'agisse des créanciers nationaux ou internationaux, il s'agit tout aussi bien de banques centrales, de banques commerciales, d'investisseurs institutionnels ou encore de ménages. Et en ce qui concerne les créanciers internationaux, leurs relations constituent un écheveau inextricable : tous les pays sont à la fois débiteurs et créanciers. Cette dernière réflexion laisse imaginer qu'un processus de compensation pourrait être mis en place comme cela se fait pour les dettes interbancaires au niveau d'un même espace monétaire ; pour cela, il faudrait qu'une conférence multilatérale joue le rôle de chambre de compensation. Cette solution réduirait avantagement l'influence des marchés sur la gestion des finances publiques des différents États.*

Cette peur qu'ont les marchés se traduit tout au long de cette dernière semaine du mois par des mouvements de cours d'une très forte ampleur, qui se terminent néanmoins par des résultats plutôt positifs : + 2,46% pour le CAC40, +2,01% pour le DAX30, +2,48% pour le Footsie, -0,56% pour le Dow Jones, +1,26% pour le Nasdaq et -0,22% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2274\$.

Également en fin de mois, une rumeur provoque une nouvelle fois des remous bien inutiles : le Financial Times laisse en effet entendre que des banques centrales asiatiques, en particulier celle de la Chine, alarmées par la baisse de l'euro, pourraient vendre de leurs actifs libellés dans la monnaie européenne. Quand on sait que ces avoirs dépassent sans doute 10 000 milliards d'euros, on comprend quel cataclysme cela pourrait provoquer sur le marché des changes au détriment de l'euro. Mais, non seulement les autorités monétaires chinoises démentent vivement, mais encore faut-il se poser la question : revendre des actifs mais pour acheter quoi à la place ?

• Juin 2010 ->

Le 1^{er} du mois, le journal Le Monde publie un entretien que lui a accordé J.-C. Trichet, Président de la BCE : celui-ci reconnaît que « nous avons maintenant besoin d'avoir l'équivalent d'une fédération budgétaire en termes de contrôle et de surveillance de l'application des politiques en matière de finance publique ». Le Président du Conseil européen, H. Van Rompuy, reprendra à son compte cette idée le surlendemain pour concrétiser davantage son projet de gouvernement économique de la zone euro. Et la Commission veut lancer la réflexion sur le développement de ressources propres au budget communautaire, en évoquant en particulier des prélèvements de type écologique (taxe carbone et revenus produits par la Bourse d'échange de quotas d'émissions de CO2) et un impôt sur les transactions financières.

Le 2 juin, toujours dans le quotidien « Le Monde », paraît un article du géostratège Gérard Chaliand, dont le sous-titre est « face à l'essor des nouvelles puissances régionales, le Vieux Continent stagne », et dont la conclusion nous semble limpide : « Le défi, sur fond de changement d'équilibre démographique, est économique et concerne entre autres l'énergie, l'éducation, la recherche innovante. Les États-Unis semblent en mesure de le relever grâce à leur capacité d'adaptation et à leur dynamisme. C'est précisément ce qui nous manque et que nous ne résoudrons pas, ni avec des effets d'annonce sur la scène internationale, ni avec des corporatismes décidés à ce que rien ne change, ni avec une partie de la population encline à peu travailler, ni avec un important chômage chez les jeunes ».

Dans Le Monde du 8 juin, Nicolas Baverez porte un jugement également sévère : « Si les dirigeants et les citoyens se révèlent trop pusillanimes pour effectuer les réformes nécessaires à l'échelle de leurs nations et d'Union, l'Europe n'ira certes pas à l'implosion ou à la banqueroute. Mais elle sera renflouée par les États-Unis et l'Asie. Et elle le paiera d'un statut de protectorat économique. Après avoir inventé le capitalisme et dominé 70% des populations et des terres émergées, l'Europe verrait sa souveraineté ruinée non pas par les totalitarismes qu'elle a enfantés, et dont elle a triomphé grâce à l'aide décisive des États-Unis, mais par son impuissance à relever le défi de l'universalisation du capitalisme ».

Dans la nuit du mercredi 2 au jeudi 3 juin, les banques de la zone euro utilisent la « facilité de dépôt » pour le montant record depuis la création de la monnaie unique de 320 milliards d'euros. Un tel dépôt

de liquidités est une preuve des tensions fortes qui secouent le système bancaire européen évoquées un peu plus haut. D'ailleurs, lors de la conférence de presse qui suivra la réunion mensuelle du Conseil des Gouverneurs du jeudi 10, J.-C. Trichet reconnaîtra que le marché interbancaire de la zone euro ne fonctionne pas normalement. Pour y remédier, la BCE va continuer à fournir généreusement des liquidités à 3 mois au taux fixe de 1%, et cela les 28 juillet, 25 août et 29 septembre prochains.

Parce que plusieurs facteurs négatifs se conjuguent -ralentissement de la hausse de l'emploi aux États-Unis, situation préoccupante de la Roumanie et de la Hongrie, persistance de l'inquiétude sur les finances publiques dans la zone euro, contestation de la monnaie unique européenne, sans parler de la parole malheureuse du Premier ministre français F. Fillon, disant qu'il ne voyait « que des bonnes nouvelles dans la parité entre l'euro et le dollar »- les marchés, financiers et des changes, terminent cette première semaine de juin par de très fortes baisses : -1,69% pour le CAC40 (à 3456 points), -0,12% pour le DAX30, -1,20% pour le Footsie, -2,02% pour le Dow Jones, -2,57% pour le Nasdaq, +1,42% pour le Nikkei, et l'euro passe sous la barre des 1,20\$ en cotant 1,1968, ce qui est son cours le plus bas depuis 4 ans.

Le samedi 5 juin, à Busan, en Corée du Sud, les ministres des finances du G20 se réunissent sur le thème de la régulation financière internationale. Ils ne se sont pas mis d'accord sur l'instauration d'une taxe bancaire internationale, malgré les arguments développés par le FMI et plusieurs pays comme les États-Unis, la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni. Par contre, il y a consensus sur la nécessité à la fois de revenir à des « finances publiques viables » et de renforcer les fonds propres des banques. Sur ce dernier point, certains experts estiment que les nouvelles règles bancaires envisagées pour 2012 dans le cadre de Bâle III coûteraient six points de croissance à l'Europe.

Le dimanche 6, l'Allemagne décide de baisser son déficit structurel de 10 milliards d'euros par an jusqu'en 2016 : cet assainissement des comptes publics devrait passer davantage par une réduction des dépenses que par une augmentation des prélèvements. *Les efforts exigés de la population allemande semblent très importants mais quand on rapporte les chiffres en cause au PIB, cette austerité est malgré tout relativement moins sévère que celle qu'a décidée a priori le gouvernement français... Cela dit, de la part de l'Allemagne, se fixer ainsi une telle discipline budgétaire alors que les marchés gardent une complète confiance en les capacités de son économie, est une illustration supplémentaire de la stratégie qu'elle est en train de mener, de type néomercantiliste, qui est à la fois non coopérative et suicidaire puisqu'elle va peser négativement non seulement sur la demande interne allemande mais aussi sur celle de ses partenaires européens. Encore heureux que l'économie mondiale n'aille pas trop mal... Mais d'un autre côté, les économistes de HSBC estiment que les différents plans de rigueur décidés en Europe s'avéreront sans doute insuffisants pour réduire significativement les déficits publics...*

La deuxième semaine commence avec la même tonalité négative : les places financières continuent à baisser et l'euro passe sous 1,19\$ (à 1,1877). *Cette dépréciation de l'euro est bien sûr la marque de la défiance vis-à-vis de la zone euro et de ses dirigeants, mais, en dehors des avantages et inconvénients classiques d'une telle dépréciation, il faut reconnaître que la valeur qu'atteint aujourd'hui la monnaie unique se trouve dans la zone de ce que les experts estiment être son taux d'équilibre. Plus précisément, il est souvent admis que 1,10 est le taux d'équilibre sur le plan commercial pour ne pas handicaper la compétitivité des produits européens, et que 1,20 est le taux d'équilibre sur le plan financier pour préserver l'attractivité de l'Union européenne aux yeux des investisseurs.*

Le lundi 7 juin, le FMI remet aux ministres de la zone euro un rapport qui critique l'application faite du PSC, qui insiste sur la nécessité d'une politique budgétaire plus rigoureuse et qui met en garde contre une croissance désespérément anémique.

Également le lundi 7 juin, et conformément à la décision prise en mai, est créé le **Fonds européen de stabilité financière (FESF)** dans le but de traiter les crises comme celle de la Grèce et donc de rassurer les marchés financiers : ce fonds doit pouvoir emprunter sur les marchés aux meilleurs taux grâce aux garanties qu'apportent les États membres de la zone euro. En plus des 60 milliards qui peuvent être empruntés sur les marchés par la Commission, garantis par les États membres et sur autorisation du Conseil Ecofin, le FESF est en mesure d'émettre des emprunts sur les marchés, garantis par les États membres à hauteur de 440 milliards, pour acheter ensuite, dans des conditions très précises, les Bons du Trésor des pays menacés de défaut. Mais, en contrepartie de l'aide qu'il apporte, le FESF oblige l'État secouru à respecter des contraintes financières drastiques qui ressemblent en définitive aux fameux plans d'ajustement structurel (FAS) du FMI.

Pour préparer la réunion de début juillet des ministres des finances, la chancelière allemande et le Président français adressent le mercredi 9 une lettre au Président de la Commission européenne pour

qu'avance le dossier sur l'encadrement des produits dérivés et sur l'interdiction des ventes à découvert à nu.

À la fin de la deuxième semaine de juin, les Bourses sont moins pessimistes grâce aux bonnes performances commerciales de la Chine et aux prévisions optimistes faites par la Fed : +2,89% pour le CAC40 (à 3 555 points), +1,83% pour le DAX30, +0,74% pour le Footsie, +2,81% pour le Dow Jones, +1,10% pour le Nasdaq et -1,98% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2112\$.

Le jeudi 17 juin, réunis à Bruxelles, les dirigeants européens décident d'imposer aux banques d'une part des « stress tests » pour évaluer leur degré de résistance aux chocs, dont les résultats seront publiés sur une base individuelle fin juillet, et d'autre part une taxe pour financer un fonds de prévoyance, de façon à ne plus faire appel au contribuable en cas de crise financière. Par contre, l'instauration d'une taxe sur les transactions financières ne peut être envisagée qu'au niveau mondial : les Européens la proposeront donc au prochain G20.

Surtout, le Conseil européen arrête la « **stratégie Europe 2020** » destinée à succéder à la « stratégie de Lisbonne ».

« Les principaux objectifs de la stratégie Europe 2020 se résument à cinq grands thèmes, qui sont traduits en objectifs nationaux pour chaque État membre de l'UE (dans certains pays, ils sont ensuite subdivisés pour refléter la situation particulière de chaque région). (...) »

La stratégie Europe 2020 cherche à atteindre les objectifs suivants d'ici à 2020 :

Emploi : augmenter le taux d'emploi de la population âgée de 20 à 64 ans à au moins 75 %.

Recherche et développement : augmenter les investissements des secteurs public et privé en matière de R & D à 3 % du PIB.

Changement climatique et énergies durables : réduire les émissions de gaz à effet de serre d'au moins 20 % par rapport aux niveaux de 1990, faire passer la part des sources d'énergie renouvelable dans la consommation finale d'énergie à 20 %, et accroître de 20 % l'efficacité énergétique.

Éducation : réduire le taux d'abandon scolaire à moins de 10 % et augmenter la part de la population âgée de 30 à 34 ans ayant obtenu un diplôme d'enseignement supérieur à au moins 40 %.

Lutte contre la pauvreté et l'exclusion sociale : réduire d'au moins 20 millions le nombre de personnes à risque de pauvreté ou d'exclusion sociale.

La Commission européenne a adopté sept initiatives phares pour se rapprocher des objectifs de la stratégie Europe 2020. Elles se regroupent en trois catégories :

croissance intelligente (une stratégie numérique pour l'Europe, une Union pour l'innovation, et jeunesse en mouvement) ;

croissance durable (ressource efficient Europe et une politique industrielle à l'ère de la mondialisation) ;

croissance inclusive (une stratégie pour les nouvelles compétences et les nouveaux emplois, et une plateforme européenne contre la pauvreté) ».

En fin de troisième semaine, les cours boursiers évoluent positivement et cela est assez paradoxal puisque les divers indicateurs économiques et financiers ne sont pas devenus favorables pour autant : les marchés considéreraient-ils qu'ils ont précédemment trop baissé ? Le CAC40 gagne en cette semaine +3,70%, le DAX30 +2,80%, le Footsie +1,69%, le Dow Jones +2,35%, le Nasdaq +2,95% et le Nikkei +2,99% L'euro cote 1,2387\$.

Le lundi 21 juin, une semaine tout juste avant l'ouverture du G20 à Toronto, au Canada, la Chine annonce une « plus grande flexibilité » du taux de change de sa monnaie, ce qui signifie la suppression –graduelle- du lien étroit maintenu jusque-là entre le yuan et le dollar (6,83 yuans pour un dollar). Cette décision a, a priori, pour finalité de désamorcer les critiques faites par de nombreux pays, en particulier les États-Unis, contre le caractère trop sous-évalué de la monnaie chinoise. Mais elle peut s'expliquer aussi par les craintes qu'inspire aux Chinois la baisse de l'euro pour leurs exportations...

Le mardi 22 juin, Londres prend des mesures drastiques d'économies budgétaires, y compris en réduisant fortement les prestations sociales, pour réduire un déficit public qui pèse 11% du PIB.

Lors du dernier week-end du mois de juin, les résultats du G20 qui se tient à Toronto sont très décevants alors qu'on attendait des progrès en matière de gouvernance mondiale. *Les dirigeants des pays les plus importants de l'économie mondiale (ils représentent près de 88% du PIB mondial) ne parviennent pas à choisir ou plutôt*

L'EURO

à doser entre les économies à faire pour réduire les dettes et la nécessité de soutenir l'activité économique, étant donné le lien dialectique entre ces deux objectifs. De plus, le fait que le gros de la crise soit passé et que la croissance mondiale reparte a pour conséquence que les urgences d'hier, celles de la régulation et de la gouvernance, sont comme oubliées.

Les cours boursiers confirment les réactions contrastées et en « yo-yo » des investisseurs en cette période troublée : après une troisième semaine positive, cette fin de semaine enregistre partout des scores très négatifs : -4,54% pour le CAC40, -2,35% pour le DAX30, -3,89% pour le Footsie, -2,94% pour le Dow Jones, -3,74% pour le Nasdaq et -2,58% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2368\$.

Le mardi 29, les marchés connaissent un nouvel accès de fièvre, en enregistrant de brutales chutes. Ils craignent pour la santé des banques européennes dont le prêt exceptionnel de 442 milliards d'euros, accordé par la BCE il y a un an, se termine le 1^{er} juillet. Cela suscite de la méfiance entre les banques commerciales, ce qui met à mal le fonctionnement du marché interbancaire. De plus, l'inquiétude des marchés face à la situation des finances publiques de nombreux pays ne faiblit pas, tout au contraire.

Notons que le 27 juin, dans une conférence faite en Suisse, T. Padoa-Schioppa, ancien ministre italien de l'économie, appelé souvent la « force d'impulsion intellectuelle » de l'Euro et considéré comme l'un des pères fondateurs de la monnaie unique européenne, fait la distinction entre la conception « westphalienne » et la conception « post-westphalienne » de la zone euro. Rappelons que les traités de Westphalie, signés en octobre 1648, conclurent la guerre de Trente Ans et celle des Quatre-Vingts, et marquèrent la formation des États-nations au sens moderne de l'expression avec l'organisation de l'Allemagne ainsi que le développement de la conception actuelle de la souveraineté. T. Padoa-Schioppa estime que la zone euro ne doit pas céder à la conception westphalienne et doit être au contraire de type post-westphalien : les États membres doivent certes garder une certaine autonomie, mais il faut qu'ils acceptent de coordonner leurs actions et de respecter des règles décidées en commun.

• Juillet 2010 ->

La fin de la première semaine confirme la fièvre qui s'empare actuellement des marchés, et les statistiques économiques américaines décevantes ne vont pas améliorer leurs anticipations. Les indices boursiers enregistrent sur ces premiers jours de juillet de fortes baisses : -4,87% pour le CAC40 (à 3348 points) –ce qui se traduit pour plus d'un tiers des entreprises de l'indice par une capitalisation boursière inférieure à leurs fonds propres, -3,90% pour le DAX30, -4,13% pour le Footsie, -4,51% pour le Dow Jones, -5,92% pour le Nasdaq et -5,48% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2566\$.

Avec la deuxième semaine, les marchés prouvent une fois de plus qu'ils peuvent changer d'orientation très rapidement. Ils enregistrent en effet les uns et les autres de belles hausses : +6,16% pour le CAC40 (à 3554 points), +3,96% pour le DAX30, +6,09% pour le Footsie, +5,28% pour le Dow Jones, +4,53% pour le Nasdaq et +4,15% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2641\$.

Judi 15, aux États-Unis, la « réforme financière Obama » est enfin adoptée par vote du Sénat de la « loi Dodd-Frank ». Ce n'est pas un nouveau Glass-Steagall Act, ce qui, d'une certaine façon, déçoit Paul Volcker, qui a été Président de la Fed de 1979 à 1987 et qui défend au sein de l'équipe du Président Obama un strict encadrement des activités spéculatives des établissements financiers : la « Volcker Rule », ou « règle Volcker ». On retrouve cependant dans la loi trace de cette règle puisque les établissements supervisés par la Fed ne pourront pas faire de trading pour compte propre. De plus, et pour la première fois, les produits dérivés de gré à gré vont être régulés au travers de règles émanant de la SEC (Securities and Exchange Commission) et de la CFTC (Commodity Futures Trading Commission) ; et les hedge funds ayant plus de 150 millions de dollars d'actifs devront s'enregistrer auprès de la SEC. La régulation est également renforcée sur le plan institutionnel, et cela de deux façons. D'une part, les pouvoirs des institutions existantes (Fed, SEC et FDIC –Federal Deposit Insurance Corporation-) sont élargis : en particulier, la SEC va s'occuper des produits dérivés et superviser les agences de notation. Et d'autre part, de nouvelles institutions sont créées : le Conseil de supervision de la stabilité financière, le Bureau de protection financière des consommateurs et le Federal Insurance Office (FIO). Mais certains considéreront que la loi « Dodd-Frank » sera vite vidée de sa substance à cause d'un manque de cohérence et de détermination dans la réforme du système financier (voir l'article de N. Baverez dans le Monde du 31 août 2011).

En cette mi-juillet, la Grèce revient sur les marchés pour y emprunter et l'Espagne ainsi que le Portugal font de même. Ces divers emprunts se réalisent sans difficulté, ce qui prouve que la zone euro retrouve quelque grâce aux yeux des investisseurs : ceux-ci semblent croire en la capacité de l'Europe à prendre

et à appliquer les décisions qui s'imposent. D'où une remontée de l'euro face au dollar : il cote 1,301 le 20 et 1,3063 le 29. Cette embellie a sans doute quelque chose à voir aussi avec les bons résultats des tests de résistance auxquels ont été soumises 91 banques européennes, et qui sont connus avant leur publication officielle le 23 juillet. En effet, seulement 7 banques (5 espagnoles, 1 allemande et 1 grecque) devront lever des fonds propres et elles ne font pas courir de risque systémique. Les investisseurs ne sont d'ailleurs pas les seuls à retrouver confiance comme le montre la belle remontée du niveau agrégé de confiance des dirigeants d'entreprises et des consommateurs dans la zone euro. De leur côté, aux États-Unis, les Bourses retrouvent des variations négatives (-2,51% pour le Dow Jones et -3,11% pour le Nasdaq) après l'annonce d'une forte chute de l'indice de confiance des consommateurs américains (le Président de la Fed émettra le 21 un avis pessimiste sur la situation de la conjoncture de l'économie américaine, ce qui pourrait motiver de sa part des mesures de relance supplémentaires). Les mauvaises performances actuelles de l'économie américaine (croissance en recul, industrie manufacturière en difficulté, immobilier toujours malade, secteur financier encore fragile, chômage en hausse, déficit budgétaire grandissant –au point que les agences de notation menacent de dégrader les États-Unis- et la résilience de l'économie américaine, tant vantée, semble s'être émoussée) font craindre aux investisseurs le « double dip », le « double creux », ce qui se traduit par une crispation boursière. Tout cela laisse penser que la confiance dans la zone euro est en train de se restaurer : Jean-Claude Juncker, le Président de l'Eurogroupe, estime que « la situation est en voie de normalisation, (...), que les marchés sont plus rationnels et qu'ils réalisent que la démarche de l'UE, du FMI et de la Grèce est crédible ». Une preuve supplémentaire réside dans le fait que l'Europe soit la première destination des flux d'investissements directs internationaux : certes, quand on fait des comparaisons au niveau mondial, l'Europe souffre d'une croissance molle, d'un chômage élevé et d'un important vieillissement démographique, mais elle dispose à la fois d'industries de pointe et d'industries matures qui restent compétitives (automobile), elle bénéficie d'infrastructures de qualité en matière d'éducation, de santé et de communication (mais les politiques de rigueur budgétaire pourraient à terme nuire à cette qualité), et ses finances publiques ne sont pas les plus dégradées, même si J.-C. Trichet exhorte les responsables européens à « serrer la vis », adoptant par conséquent non seulement une posture peu conforme aux statuts de la BCE mais surtout une position qui entre en franche contradiction avec celle de B. Bernanke. Le banquier central américain attache sans doute plus d'importance que son homologue européen aux leçons de ce qui s'est passé au cours de la décennie 1929-1939. Et on pourrait soutenir que M. Trichet est partisan de la « rilance » (Rigueur-reLANCE) puisqu'il demande aux États de mener une politique de rigueur budgétaire pendant qu'il mène de son côté une politique monétaire accommodante (la BCE annoncera au début du mois de septembre la prolongation de ses mesures d'apport de liquidités aux banques alors que le marché monétaire fonctionne pourtant mieux).

On s'aperçoit cependant, après le gros de la crise en 2008-2009, que c'est essentiellement dans la rapidité de l'intervention des banques centrales et dans la vigueur des politiques budgétaires des États qu'il faut trouver les raisons que cette crise ne tourne pas à la catastrophe comme celle de 1929, que l'actuelle « grande récession » ne se transforme pas en « grande dépression ».

Mardi 27 juillet : les Bourses traduisent par de belles hausses, en particulier sur les valeurs bancaires, les appréciations très positives que les investisseurs portent sur les récents résultats des tests de résistance (même si ceux-ci sont critiqués pour ne pas être assez sévères sur la mesure de la solvabilité et pour prendre en compte imparfaitement les risques portés par les titres de dettes publiques que détiennent les banques), et aussi sur la décision du Comité de Bâle d'assouplir un peu son projet de réforme de la réglementation bancaire (Bâle III), notamment en rendant moins contraignante la composition des fonds propres du ratio « Core Tier-one ».

• Août 2010 ->

Le mois commence avec une double bonne nouvelle pour la France : les emprunts qu'elle doit faire sur les marchés sont à des taux historiquement bas (le rendement de l'OAT à 10 ans tombera à 2,46% en fin de mois, taux le plus bas de son histoire) et l'écart de taux d'intérêt avec les obligations d'État allemandes s'est réduit de moitié en moins de deux mois. Notons que cette détente sur les taux d'intérêt concerne pratiquement tous les pays européens, ce qui prouve que la confiance des investisseurs dans la zone euro revient progressivement. D'ailleurs, l'UE connaît une certaine reprise économique, ce qui

est un facteur important pour les investisseurs. Mais deux nuances doivent être apportées et elles montrent toutes deux une grande hétérogénéité de la zone euro. La première concerne les taux des emprunts publics. Comme l'écrivait Ian Campbell (*Le Monde* du 11 septembre), « la zone euro commence à ressembler à une autoroute à trois voies. Sur la plus rapide roulent l'Allemagne, la France et les pays du Benelux : les rendements de leurs obligations à 10 ans sont inférieurs à 3%. Sur la voie médiane circulent l'Italie et l'Espagne, rémunérant aux alentours de 4%. Enfin, sur celle pour véhicules lents, on trouve le Portugal et l'Irlande, avec des taux proches de 6%. Avec 11,5%, la Grèce est échouée sur la bande d'arrêt d'urgence et prise en charge par les dépanneurs de l'Union européenne et du Fonds monétaire international ». La seconde nuance concerne la croissance économique : l'Allemagne en est la locomotive (0,5% et 2,2% de croissance pour respectivement les 1^{er} et 2^{ème} trimestres 2010), et les autres pays sont des wagons plus ou moins à la traîne, derrière (la France enregistre des taux de 0,2% et 0,6%). Depuis longtemps, la conjoncture de l'Europe est très dépendante de la situation de l'Allemagne : actuellement, le quart de l'économie européenne dépend de l'Allemagne et la croissance économique en Europe dépend de celle de l'Allemagne pour les deux tiers ! La politique de rigueur menée ces dernières années en Allemagne porte ses fruits et produit des externalités positives au profit du reste du vieux continent. Mais les pays de la zone euro bénéficient de ces externalités de manière très inégale. En effet, d'après les prévisions actuelles pour 2010, l'Allemagne enregistrerait une croissance de 3% tandis que celle de la zone euro serait en moyenne de 1,1%, avec d'importants écarts entre les pays : +1,4% pour la France, +0,9% pour l'Italie, -0,3% pour l'Espagne, et -4% pour la Grèce... On retrouve ici le thème de la divergence intra européenne, qui devient d'ailleurs un casse-tête de plus en plus difficile pour la BCE dans la mesure où de tels écarts de taux de croissance, joints à des rythmes d'inflation différents, appellent logiquement des mesures monétaires différenciées. Notons à ce propos que la crise économique et financière de ces années 2007-2010 constitue elle-même un facteur très aggravant de divergence entre les économies de la zone euro. Ainsi, les économies irlandaise et espagnole qui étaient il y a peu montrées en exemples de dynamisme et de performances sont rangées maintenant dans les économies européennes « périphériques » et particulièrement vulnérables ; inversement, l'Allemagne, qui était plutôt en difficulté avant la crise, redevient aujourd'hui l'économie la plus prospère.

Mais dans le même temps, de l'autre côté de l'Atlantique, la conjoncture économique marque le pas, au point que la Fed décide de réactiver ses mesures exceptionnelles pour le soutien de l'activité économique, tant elle craint le risque déflationniste ; alors que certains pensent que la hausse des prix mondiaux peut faire craindre au contraire un phénomène d'inflation importée...

Et la boucle est bouclée : comme les investisseurs sont très préoccupés par la situation américaine et par les conséquences dépressives qu'elle peut avoir sur le reste de l'économie mondiale (l'économie américaine représente encore 20% du PIB mondial), ils cherchent des valeurs refuges : ils les trouvent non seulement dans l'or dont le prix flambe et dans quelques devises qui grimpent comme le yen et le franc suisse, mais aussi et surtout ... dans les emprunts d'État, ce qui explique que ceux-ci se placent bien et que les taux restent spécialement bas. On pourrait donc dire que pour les investisseurs internationaux, vive les dettes souveraines ! Ce qui semblerait alors indiquer que le rapport de forces entre États et marchés change. En réalité, les marchés restent très sélectifs dans les placements en titres publics et les États doivent de toute façon préserver leur crédibilité en matière de gestion de leurs finances publiques : les États restent sous la surveillance des marchés (note : entre 2002 et 2010, les dettes souveraines des pays développés -EU, zone euro, RU, Japon- ont plus que doublé en passant de 20 000 à 45 000 milliards de dollars).

Sur les marchés boursiers, la fin du mois d'août est marquée par les inquiétudes qui s'accroissent sur la santé de l'économie américaine : -0,53% pour le CAC40 (à 3504 points), -0,90% pour le DAX30, +0,12% pour le Footsie, -0,62% pour le Dow Jones (à 10 151 points), -1,20% pour le Nasdaq, -2,05% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2768\$.

• Septembre 2010 ->

Le jeudi 2, la BCE, qui maintient le statu quo sur ses taux directeurs, annonce la prolongation de ses mesures de soutien au système bancaire : les opérations de refinancement à 1 semaine et à 1 mois vont continuer à se faire au moins jusqu'au 18 janvier, à taux fixe et pour des quantités illimitées ; et la BCE effectuera des opérations de « réglage fin » quand les banques auront à faire les remboursements de leurs emprunts à 6 et 12 mois.

Le même jour, l'Europe suit les États-Unis dans le sillage qu'ils ont tracé pour le renforcement de la régulation financière. Après d'âpres négociations depuis février 2009, un accord est enfin conclu entre les États membres, la Commission et le Parlement pour réformer la supervision des banques, des assurances et des marchés. Mais cet accord doit être encore approuvé par les euro-députés et par tous les gouvernements. La mesure la plus importante est l'abandon de la dimension nationale de la supervision au profit d'instances européennes : un Conseil du risque systémique, adossé à la BCE, et 3 agences européennes chargées respectivement du contrôle des banques, de celui des assurances et de

celui des marchés, situées respectivement à Londres, Francfort et Paris, contrairement à l'avis du Parlement qui souhaitait qu'elles soient toutes les trois implantées près de la BCE. On voit d'ailleurs non seulement là le poids dont jouissent toujours les responsables nationaux puisqu'ils réussissent à préserver le rôle des organes nationaux quand il s'agit de la supervision directe des établissements transfrontaliers.

Sur les marchés financiers, alors que la dernière semaine du mois d'août avait connu un mouvement de baisse, la première semaine du mois de septembre connaît au contraire de vives hausses (+4,70% pour le CAC40, à 3672 points, +3,08% pour le DAX30, +5,28% pour le Footsie, 2,93% pour le Dow Jones, +3,72% pour le Nasdaq et +1,37% pour le Nikkei) : décidément, les investisseurs sont ultra-sensibles à la moindre information bonne ou mauvaise. Les résultats de cette semaine s'expliquent tout simplement par des statistiques un peu moins pessimistes que prévu sur les conjonctures américaine et chinoise. Et comme les informations de la deuxième semaine du mois sont très mitigées, les variations boursières sont mineures : +1,46% pour le CAC40 (à 3726 points), +1,31% pour le DAX30, +1,35% pour le Footsie, +0,14% pour le Dow Jones, +0,39% pour le Nasdaq et +1,37% pour le Nikkei. L'euro progresse en cotant 1,2679\$ contre 1,1774 à la fin de la semaine précédente. De plus en plus, les marchés estiment peu probable le « double dip », et par conséquent le scénario en W : la troisième semaine se termine sur des résultats qui traduisent ce regain de confiance : -0,10% pour le CAC40 (à 3722 points), -0,08% pour le DAX30, +0,12% pour le Footsie, +1,39% pour le Dow Jones, +3,26% pour le Nasdaq et +4,19% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3049\$.

Le 20 septembre, plusieurs agences de notation donnent le triple A au Fonds européen de stabilité financière, créé en juin : cela donne au FESF la possibilité d'emprunter sur les marchés aux meilleures conditions. C'est une très bonne nouvelle, à un moment où on se demande si le FESF ne va pas devoir intervenir dans la crise bancaire en Irlande qui s'aggrave.

Lors de leur réunion du mardi 21, les responsables de la Fed sont toujours préoccupés par le risque de déflation. Il faut bien reconnaître que l'économie mondiale est de plus en plus duale avec d'un côté des économies matures en panne et des économies émergentes en ébullition, et par conséquent balancée entre le risque de déflation et celui d'inflation ; ce qui plonge évidemment les investisseurs en pleine perplexité.

Cette perplexité se traduit d'ailleurs sur les marchés financiers lors de la troisième semaine : +1,62% pour le CAX40 (à 3782 points), +1,43% pour le DAX30, +1,63% pour le Footsie, +2,38% pour le Dow Jones, +2,83% pour le Nasdaq et -0,47% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3489\$: il continue donc de grimper parce que la Fed pourrait décider des mesures de relance en actionnant la planche à billets, et il se trouve que la baisse du dollar est surcroît favorable à cette relance...

À propos de l'application du pacte de stabilité et de croissance renouvelé, la France entre lors d'une réunion le 27 en opposition avec à la fois avec ses partenaires, la Commission et la BCE qui voudraient que les sanctions bénéficient de procédures quasi automatiques pour durcir la discipline budgétaire. La France est certes favorable à une « gouvernance économique solide et crédible », mais pas à une automaticité des sanctions, ce qui donnerait un pouvoir exorbitant aux experts.

En fin de mois, après les agences de notation Standard & Poor's et Fitch qui avaient abaissé la note de la dette souveraine espagnole d'un point respectivement en janvier et en mai, c'est aujourd'hui le tour de Moody's de donner la note Aa1.

Le 29, la Commission européenne présente des propositions législatives –que le Conseil et le Parlement devront avaliser- pour « renforcer et étendre les instruments existants en matière de coordination des politiques économiques et budgétaires dans l'UE » (voir la page Internet d'adresse http://ec.europa.eu/news/economy/100929_1_fr.htm), autrement dit pour donner plus d'efficacité au PSC, compte tenu des leçons tirées de la crise. Ces propositions concernent la surveillance du niveau des dettes publiques, le renforcement des cadres budgétaires nationaux, la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, et une application plus stricte du PSC avec un ensemble de sanctions progressives en cas de non-respect.

• Octobre 2010 ->

Le début du mois commence mal sur les places financières : -2,39% pour le CAC40 (à 3692 points), -1,38% pour le DAX30, -0,10% pour le Footsie, -0,28% pour le Dow Jones, -0,44% pour le Nasdaq et -0,71% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3791\$ malgré le déclassement de l'Espagne et la crise irlandaise.

Au milieu de la première semaine a lieu à Bruxelles une rencontre Europe-Asie : le principal sujet de discussion est la guerre des monnaies et la réforme du système de change, en prévision du prochain G 20 (l'expression « guerre monétaire internationale » a été employée par le ministre des finances brésilien le 26 septembre). Soulignons que l'euro dépasse la barre des 1,40\$; ce qui renverse la balance des coûts-avantages que l'on avait avant l'été quand l'euro était orienté à la baisse : cette grande volatilité de la monnaie européenne est préjudiciable aux entreprises. L'idée d'un « Bretton Woods 2 » qu'avait lancée le Président Sarkozy à Davos en janvier refait un peu surface mais se heurte malgré tout à l'opposition des Américains et des Chinois, et à la grande réserve des Allemands. Certains parlent aussi de la nécessité d'un accord « du Plaza II » en se référant aux accords signés en 1985 au niveau du G5 pour intervenir sur le marché des changes dans le but de déprécier le dollar en particulier par rapport au yen, qui, de fait, a progressé de 18% en trois mois. Et D. Strauss-Kahn déclare au journal Le Monde (8 octobre) que « la sous-évaluation du yuan est à l'origine de tensions dans l'économie mondiale qui sont en train de devenir des menaces. Si l'on veut éviter de créer les conditions d'une nouvelle crise, il faut que la Chine accélère le processus de réévaluation ». Il n'empêche que le premier ministre chinois fait nettement comprendre à ses interlocuteurs européens qu'il n'est pas question de laisser le yuan s'apprécier, en prétextant que le monde entier pourrait alors souffrir des manifestations sociales qu'il y aurait fatalement en Chine à cause de faillites d'entreprises. Mais il assure aussi que la Chine est disposée à faire un effort pour soutenir la zone euro. Cela n'est pas très étonnant : certes, cette aide est précieuse pour les pays en proie à des difficultés de financement, mais elle sert surtout les intérêts mêmes de la Chine, qui cherche des débouchés à la fois pour ses réserves de change qui sont passées de 150 milliards de dollars à plus de 2500 en 10 ans, et pour les biens qu'elle exporte.

Les discussions entre les responsables économiques mondiaux lors des assemblées annuelles du FMI et de la Banque mondiale, à Washington du 8 au 10 octobre, ruinent les espoirs d'un accord à la façon de celui du Plaza : elles se concluent seulement sur l'invitation faite au FMI d'approfondir son travail dans le domaine des changes... en attendant la réunion du G20 les 11 et 12 novembre.

Sur les places boursières, la fin de la première semaine, les investisseurs sont sensibles à « l'effet Chine », d'où des hausses partout : +1,93% pour le CAC40 (à 3763 points), +1,29% pour le DAX30, +1,16% pour le Footsie, +1,63% pour le Dow Jones, +1,31% pour le Nasdaq et +1,96% pour le Nikkei.

Le 12 octobre, deux nouvelles importantes :

- Lors d'une conférence qu'il a faite à New York, le gouverneur de la Banque centrale allemande, Axel Weber, demande l'arrêt du programme d'intervention sur les obligations publiques lancé en mai par la BCE en argumentant qu'il faut une nette séparation entre la politique monétaire et la politique budgétaire : il est un « faucon » du Conseil des gouverneurs. Cette déclaration complique la tâche de J.-C. Trichet et peut renforcer encore davantage la monnaie européenne sur le marché des changes, surtout quand on sait que M. Weber est un possible successeur de M. Trichet. En tous les cas, elle apporte une preuve de graves divergences au sein du Conseil des gouverneurs, ce qui est relativement nouveau.
- La Fed annonce la possibilité de procéder à nouveau à une importante injection de liquidités pour aider le Trésor américain, ce qui sera un second « quantitative easing » –QE2-, autrement dit un deuxième recours à la planche à billets. Par là, on a confirmation qu'entre le risque de déflation et celui de l'inflation, le spécialiste de la crise des années 30 et de la déflation japonaise qu'est Ben Bernanke a choisi. D'un côté, la conséquence la plus directe de cette annonce est comme celle d'une dévaluation compétitive, c'est-à-dire la chute du billet vert (l'euro cote 1,4159\$ le vendredi), ce qui fait certes l'affaire des exportateurs américains mais pas celui des exportateurs européens, ni donc celui de la reprise dans la zone euro. Comme le dollar ne baisse pas seulement par rapport à l'euro mais aussi par rapport aux autres devises, cela amène les pays émergents d'Asie et d'Amérique du Sud) faire leur maximum pour que leurs devises ne s'apprécient pas trop, même si une telle appréciation serait en réalité favorable au rééquilibrage de l'équilibre mondial. Beaucoup craignent alors une guerre des monnaies : l'euro est très volatile par rapport au dollar et, depuis 2007, le yen a progressé de 40% tandis que la livre a perdu plus de 20%... Pour éviter une telle guerre des monnaies, le ministre du Trésor américain T. Geithner souhaite que soient définies des « normes sur la politique de change ». D'un autre côté, parce que l'annonce de la Fed persuade les investisseurs que le risque de déflation s'amenuise, les places boursières sont en hausse lors de la deuxième semaine : +1,71% pour la

L'EURO

CAC40 (à 3827 points), +3,19% pour le DAX30, +0,81% pour le Footsie, +0,51% pour le Dow Jones, +2,78% pour le Nasdaq et -0,99% pour le Nikkei. Cette réaction est, comme toujours sur les marchés, une réaction de très court terme. Car une telle monétisation de la dette publique fera l'objet de critiques par la suite : des investisseurs iront même jusqu'à rapprocher la pratique de la Fed d'une chaîne de Ponzi comme celle qu'avait montée B. Madoff ; et les créanciers des États-Unis, la Chine en tête, dénonceront une création monétaire qui peut vite devenir incontrôlée.

Le lundi 18 octobre, pendant que le Président du Conseil européen H. Van Rompuy tente d'obtenir de l'Ecofin un renforcement du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), N. Sarkozy et A. Merkel, en marge du sommet qu'ils tiennent à Deauville avec le Président de la Russie, expriment leur accord pour qu'il y ait une réforme de ce PSC et donc une révision du Traité (mais des pays comme le Royaume-Uni seront-ils d'accord ?), en prévoyant d'une part, à la lumière de la crise actuelle, « un mécanisme permanent et robuste pour assurer un traitement ordonné des crises », ce qui conduit logiquement à la suppression de la clause de non renflouement lorsque un État membre est en difficulté, et d'autre part, sous la pression allemande, la suspension des droits de vote pour l'État qui violerait gravement les principes de l'UEM. Ils trouvent également un compromis à propos des sanctions quand un pays ne respecte pas ses engagements budgétaires : pour préserver la stabilité financière de la zone euro, les sanctions seront certes « renforcées et accélérées » mais pas automatiques (décision arrachée à l'Allemagne par la France mais qui en mécontente plus d'un, en particulier la Commission et la BCE). Le lendemain, le mardi 19, les 27 de l'UE affinent leur régulation financière non seulement en précisant les pouvoirs donnés en septembre au superviseur financier européen, l'AEMF ou ESMA (Autorité européenne des marchés financiers) qui doit remplacer début 2011 le CESR (Committee of European Securities Regulators), mais aussi en décidant une régulation des hedge funds, après d'après négociations dans lesquelles sont intervenues tout à la fois la concurrence des places financières de Paris et de Londres, l'influence libérale des États-Unis et les pressions des lobbies financiers. Seulement, le Parlement européen votera le 11 novembre la directive « AIFM » qui vise précisément la régulation des hedge funds mais avec en définitive des contraintes assez faibles : les opposants à un véritable encadrement des fonds spéculatifs l'ont donc emporté. Notons aussi, en ce qui concerne la concurrence que se font en Europe les différentes Bourses, que la directive de libéralisation des marchés des instruments financiers (directive « MIF »), mise en place début novembre 2007, est un échec de l'avis général des experts en ce sens que la concurrence s'est transformée en jungle avec le développement de plates-formes alternatives.

Le même jour, et à l'occasion de sa réflexion sur la réforme du budget communautaire pour 2013, la Commission évoque à nouveau mais de manière plus pressante la mise en place d'un impôt européen. La principale source de discord entre les partenaires est la nature de cet impôt (TVA ? Taxe sur le transport aérien ? Taxe sur les transactions financières ? Taxe sur l'énergie ?).

Le mercredi 20, la Banque centrale chinoise relève ses taux directeurs pour lutter contre l'inflation. Cette décision aura-t-elle des conséquences sur le taux de change du yuan ?

Faisons ici deux remarques :

- 1) Cette décision chinoise illustre la situation dans laquelle s'installe l'économie mondiale depuis quelque temps : celle-ci devient duale avec d'un côté les économies « avancées » qui sont en difficulté depuis l'éclatement de deux bulles successives importantes (Internet et subprimes), qui craignent la déflation et accumulent les déficits, et de l'autre des économies émergentes qui sont florissantes mais qui sont confrontées à leur tour à des risques de bulles spéculatives, ont à lutter contre l'inflation et deviennent la destination privilégiée des IDE, ce qui fait inévitablement penser à la crise asiatique de 1997. Cette asymétrie de l'économie mondiale est lourde de menaces pour son équilibre. Cette asymétrie se prolonge dans le domaine des changes : comme le notera le FMI dans une note du 28 de ce mois, l'économie mondiale souffre d'une sous-évaluation généralisée des monnaies des pays émergents tandis que le dollar apparaît comme plutôt surévalué par rapport à ses fondamentaux. Et, entre les deux, l'euro, la livre et le yen ont des cours relativement conformes à leurs fondamentaux de moyen terme.
- 2) Le FMI fait paraître aussi en ce mois d'octobre ses « Perspectives de l'économie mondiale » (www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/textf.pdf), dont le chapitre 3 porte sur l'analyse et la simulation économétrique des effets macroéconomiques du rééquilibrage budgétaire. On y note les principales conclusions suivantes :
 - « Le rééquilibrage budgétaire a généralement un effet de freinage sur la production. Un rééquilibrage budgétaire égal à 1% du PIB entraîne normalement une baisse du PIB d'environ 0,5% après deux ans et une hausse du

L'EURO

taux de chômage d'environ 0,3 point. La demande intérieure –la consommation et l'investissement- recule d'environ 1% ».

- « Chaque fois que le rééquilibrage budgétaire augmente de 1% du PIB, la baisse des taux d'intérêt est normalement d'environ 20 points de base après deux ans. Les simulations indiquent aussi, que, si les taux d'intérêt sont proches de zéro, les effets du rééquilibrage sont plus pénalisants pour la production ».
- « Chaque fois que le rééquilibrage budgétaire augmente de 1% du PIB, la valeur de la monnaie diminue généralement d'environ 1,1% et la contribution des exportations nettes au PIB s'élève d'environ 0,5 point. »
- « Lorsqu'il porte surtout sur des baisses de dépenses, le rééquilibrage budgétaire a tendance à avoir de moindres effets de freinage qu'un ajustement par les impôts ».
- « En règle générale, l'austérité budgétaire a un effet de freinage moins prononcé dans les pays où le risque de défaillance souveraine est perçu comme plus élevé ».
- « Les simulations indiquent qu'à long terme, le désendettement s'avère probablement bénéfique ».

Sur les marchés d'actions, la troisième semaine s'inscrit dans la continuité de la deuxième : +1,08% pour le CAC40 (à 3869 points), +1,75% pour le DAX30, +0,67% pour le Footsie, +0,63% pour le Dow Jones, +0,43% pour le Nasdaq et -0,77% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3953\$.

Le mardi 26 octobre, est trouvé, entre à la fois des représentants du Parlement européen, des gouvernements de l'UE à 27 et de la Commission, un accord sur la régulation des fonds spéculatifs : il est prévu de créer pour eux un « passeport européen » obligeant leurs gestionnaires à respecter un code de bonne conduite en matière de transparence, de capitalisation minimale et de gestion du risque.

Lors du Sommet européen du jeudi 28 octobre à Bruxelles, le débat porte notamment sur l'idée lancée 10 jours auparavant à Deauville par A. Merkel et N. Sarkozy de réformer le Traité de Lisbonne pour institutionnaliser à la fois le dispositif de sauvetage financier qui, pour l'instant est provisoire et ne doit durer que trois ans, et la suspension du droit de vote pour tout État membre qui ne respecterait pas de manière « grave » les règles du PSC. Beaucoup de partenaires se sont montrés plus que réticents sur la proposition, à la fois sur le fond et sur la forme. Finalement, un accord est trouvé sur la pérennisation du dispositif de sauvetage en confiant au Président du Conseil européen le soin de proposer d'ici à décembre les modalités techniques d'une réforme du traité ; mais en tout état de cause, il s'agira d'une révision minimale. Par ailleurs, sous la pression des Britanniques, et avec l'aval des Allemands et des Français, il y aura une augmentation limitée du budget européen en 2011. Cela mécontentera vraisemblablement de nombreux eurodéputés.

Sur les marchés financiers, la dernière semaine du mois se traduit par des frémissements, encore à la baisse: -0,91% pour le CAC40 (à 3834 points), -0,07% pour le DAX30, -1,15% pour le Footsie, -0,13% pour le Dow Jones, +1,13% pour le Nasdaq et -2,38% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3947\$.

• Novembre 2010 ->

Pour éviter la déflation et comme elle n'a plus de marge de manœuvre sur les taux d'intérêt directeurs (et comme il n'y a plus de marge de manœuvre budgétaire non plus), la Fed, conformément à des annonces qu'elle fait depuis quelque temps, lance le 3 novembre l'« QE2 » en programmant d'ici à juin 2011 des tranches mensuelles d'achat d'emprunts d'État pour un montant global de 600 milliards de dollars (rappelons que l'QE1 mis en œuvre fin 2008 a porté sur 1750 milliards). Cette décision de création monétaire entraîne aussitôt une baisse du dollar (de ce point de vue, elle s'apparente à une dévaluation compétitive), et suscite dans les jours qui suivent de nombreux commentaires négatifs (les conséquences défavorables pour l'euro qui monte au-delà de 1,42\$ le jeudi) ou pour le moins sceptiques (d'abord, ce nouveau plan ne suffira sans doute pas à relancer l'économie, ensuite, il peut générer de l'inflation si l'on en croit les expériences passées comme celles des États-Unis en 1933 ou, comme beaucoup plus récemment celles de la Suisse et du Royaume-Uni, et enfin il peut perturber le système financier international dans la mesure où les nouveaux dollars risquent de quitter les États-Unis pour aller se faire rémunérer dans les économies émergentes, qui, de leur côté, ont des raisons de craindre les effets d'afflux de capitaux trop massifs : comme le dit P.-A. Delhommis –Le Monde du 7 et 8 novembre- « “QE2 contre QT1“, c'est le titre du film de la guerre monétaire qui se profile » (QT = « Quantitative Tightening », resserrement monétaire)). Par contre, les marchés boursiers la reçoivent très positivement : au cours de cette première semaine de novembre, on constate +2,17% pour le CAC40 (à 3917 points), +2,32% pour le DAX30, +3,53% pour le Footsie, +2,93% pour le Dow Jones, +2,85% pour le Nasdaq et +2,78% pour le Nikkei. Une fois n'est pas coutume : les marchés ne se

trompent peut-être pas. Car le danger d'inflation semble beaucoup moins important que celui de déflation : l'inflation sous-jacente n'est actuellement aux États-Unis que de 1% environ. *Il faut donc admettre que la création monétaire ne débouche pas nécessairement sur de l'inflation au sens traditionnel du terme. D'ailleurs, les statistiques des deux dernières décennies (1990-2010) montrent qu'il n'y a pas de corrélation vraiment significative entre progression de la masse monétaire et taux d'inflation. Seulement, si elle ne donne pas lieu au dérapage des prix des biens de consommation et de production, cette masse de liquidités créées se transforme en bulles sur les actifs financiers et/ou immobiliers ou encore sur les matières premières. Cela profite donc en priorité aux rentiers : voilà l'impact social qu'a la politique monétaire des banques centrales.*

La deuxième semaine remet au-devant de la scène la crise en Irlande. En effet, la crise de ce pays, qui était considéré il y a quelques années comme un exemple à suivre pour développer une croissance soutenue, connaît une accélération de sa crise immobilière et bancaire, commencée fin 2008-début 2009, vis-à-vis de laquelle les autorités avaient très rapidement réagi par des mesures de sauvetage des banques, d'où un gonflement inévitable du déficit public alors que les finances publiques étaient au départ en bonne santé. En ce mois de novembre 2010, le déficit public atteint 32% du PIB, ce qui oblige les autorités à durcir nettement leur politique économique. Ce qui risque de nourrir un cercle vicieux si ce durcissement inquiète les marchés au point que ceux-ci élèvent significativement leurs taux. C'est d'ailleurs bien ce qui se passe les jours suivants : le taux à 10 ans imposé à l'Irlande explose à plus de 8% et la panique des marchés s'étend de proche en proche aux autres PIGS, en particulier au Portugal. Ce qui cause à nouveau une mise en cause de la zone euro : la monnaie unique passe en dessous de 1,38\$.

Les 11 et 12 se tient à Séoul le sommet du G20 : même si quelques avancées ont lieu (réforme des quotas, du système de prêts et de la répartition des droits de vote au FMI, ce qui donne davantage de place au sein de l'organisation aux pays émergents, alourdissement des règles prudentielles des banques), le bilan global est très mitigé, surtout parce que le sommet a été comme stérilisé par le face à face américano-chinois. Pendant ce sommet, les Européens en profitent pour tenter de porter remède à la crise irlandaise qui ne cesse de s'aggraver parce que les marchés sont de plus en plus fiévreux. De plus, un conflit se déclenche le 11 entre les États membres de l'UE et le Parlement européen sur le budget communautaire pour l'année 2011 (rappelons que le Traité de Lisbonne fait du Parlement européen un co-décideur en matière budgétaire). Ce sont le Royaume-Uni et les Pays-Bas, suivis par la Suède et le Danemark, qui mènent la rébellion contre les euro-députés... Ajoutons à cela le risque de spéculation sur l'euro pour comprendre que la zone euro entre dans une zone de grand danger.

Tout ce contexte empli de dangers se traduit en fin de cette 2^{ème} semaine à la fois par des baisses sur les places boursières (-2,19% pour le CAC40 à 3831 points, -0,29% pour le DAX30, -1,34% pour le Footsie, -2,20% pour le Dow Jones, -2,36% pour le Nasdaq et + 1,03% pour le Nikkei) et par un recul supplémentaire de l'euro (1,3693\$).

Lors de la troisième semaine, la crise irlandaise ne fait que s'aggraver, ce qui augmente le risque de contagion aux maillons faibles de la zone euro, le Portugal et l'Espagne ; sans compter que la Grèce a beaucoup de difficultés à satisfaire aux conditions posées par ceux qui l'ont aidée dans la résolution de sa crise. Si bien que le Président de l'UE n'hésite pas à déclarer que la survie de la zone euro et par là même celle de l'UE tout entière sont menacées. C'est d'ailleurs bien le risque de contagion qui est le principal souci de tous les responsables, qu'il s'agisse des membres de l'Eurogroupe qui a sa réunion mensuelle le mardi 16 (et qui, comme le FMI, se déclare prêt à intervenir avec le Fonds de stabilité financière), de ceux de la Commission européenne et même du Secrétaire d'État au Trésor américain, qui, ce même jour, fait pression sur les pays européens pour qu'ils se portent rapidement au secours à l'Irlande ; ce en quoi il rejoint l'impatience exprimée par la BCE. D'ailleurs, il est décidé d'envoyer à Dublin dès le jeudi 18 une commission de diagnostic composée de représentants de la Commission européenne, de la BCE et du FMI. Mais l'Irlande essaie encore de résister à toutes ces propositions d'intervention, tant elle tient à son indépendance nationale et veut préserver sa fiscalité spécifique. À ce propos, l'économiste américain Peter Kennen fait dans le journal Le Monde du 18 novembre une double réflexion intéressante. Il estime d'un côté que le risque de contagion à d'autres pays européens n'est pas très important tant que ce ne sont pas de grands pays qui sont touchés (nous pouvons ajouter que le Portugal et l'Espagne sont moins vulnérables qu'avant, suite aux actions de consolidation déjà entreprises) ; et d'autre part que la grosse difficulté de résoudre la crise que traverse actuellement l'Europe vient du refus ou, pour le moins, de la réticence que montrent les États membres à abandonner

quoi que ce soit de leur souveraineté nationale ; d'où l'intervention du FMI qui peut légitimer politiquement l'aide apportée.

Au cours de cette troisième semaine, les places boursières sont sujettes comme très souvent à des variations erratiques en fonction des diverses informations que drainent les marchés ; et à la fin de la semaine, on enregistre des évolutions contrastées : +0,76% pour le CAC40 (à 3860 points), +1,62% pour le DAX30, -1,10% pour le Footsie, +0,10% pour le Dow Jones, 0,00% pour le Nasdaq et +3,06% pour le Nikkei. De son côté, l'euro est passé, par rapport au dollar, de 1,3447 en début de semaine, à 1,3673 en fin de semaine.

Le dimanche 21, l'Irlande admet enfin qu'elle a besoin d'une aide financière extérieure. Les Européens lui répondent en ne se précipitant pas pour autant : il faut attendre les conclusions de la commission envoyée sur place pour évaluer les besoins et donc pour chiffrer le montant de l'aide, et décider des contreparties à obtenir. Et de son côté, l'Irlande tente de sauver son système fiscal sur les entreprises qui a assuré son développement (le taux de l'impôt sur les sociétés est de 12,5% contre une moyenne de 25,7 dans la zone euro et le taux maximum de 34,4% en France). Mais elle comprend qu'elle ne peut éviter un sévère redressement économique : elle annonce le mercredi 24 un plan de rigueur sur 4 ans, censé renforcer les 3 séries de mesures d'austérité prises depuis 2 ans. Ce plan est critiqué à la fois pour son insuffisance (le taux à 10 ans qu'ils exigent passe malgré tout la barre des 9%) et par la population irlandaise pour sa dureté.

Parce que la crise irlandaise met en cause la fiabilité des stress tests effectués en juillet dernier, le directeur pour le marché intérieur de la Commission européenne annonce le jeudi 25 une réforme de leur procédure, en particulier pour intégrer une simulation de situations macroéconomiques difficiles. Ce même 25 novembre, V. Poutine propose à l'Europe la constitution d'un espace de libre-échange et demande que préalablement la Russie entre à l'OMC.

En cette dernière semaine de ce mois de novembre, les cours sur les marchés des valeurs mobilières et des changes expriment les fortes inquiétudes des investisseurs et des analystes :

-3,41% pour le CAC40 – 3729 points- +0,08% pour le DAX30, -1,12% pour le Footsie, -1% pour le Dow Jones, +0,8% pour le Nasdaq, +0,26% pour le Nikkei, mais -7,05% pour l'IBEX à Madrid et l'euro passe de 1,3627\$ en début de semaine à 1,3227 à la fin (sur les places boursières européennes, les valeurs bancaires sont nettement à la baisse à cause de l'importance des créances que les banques, en particulier françaises et allemandes, ont sur les États en difficulté).

Les uns et les autres commencent à se poser de graves questions qu'ils n'osaient pas entrevoir sérieusement auparavant : les plans de relance vont-ils suffire (le cas de l'Irlande montre que ces plans entraînent de surcroît deux risques, non seulement un risque économique puisqu'ils peuvent déboucher sur un fort ralentissement de la croissance, mais aussi un risque politique parce qu'ils peuvent déstabiliser l'équipe gouvernementale en place) ? À qui va être le tour d'une crise de confiance après la Grèce et l'Irlande ? Le Portugal, qui connaît un double problème de compétitivité et de finances publiques ? L'Espagne, qui connaît un double problème de compétitivité de son économie et de solidité de son système bancaire ? Et si l'Espagne, quatrième économie de la zone, est touchée par ce mouvement de défiance, pourquoi n'en serait-il pas de même par la suite pour l'Italie et la France ? Comment l'Allemagne pourrait-elle tout supporter ? Il semble donc nécessaire de concevoir une solution d'ensemble et durable, notamment en consolidant substantiellement le FESF, quantitativement en augmentant ses capacités d'aide, et qualitativement en diversifiant ses dispositifs. Les États en difficulté ne seront-ils pas contraints en définitive d'accepter la restructuration de leur dette souveraine (sur cette opération, voir le texte du FMI à l'adresse Internet : <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/sdrmf.htm>) ?

Autrement dit, ne va-t-il pas falloir, comme le veut Mme Merkel, demander aux banques européennes de renoncer à une partie des créances souveraines qu'elles ont ? On retrouve ici le problème posé par le risque d'aléa moral : les banques qui ont fait des placements dans des titres des Trésors publics en difficulté, en exigeant d'eux des taux élevés au titre des risques encourus, et par conséquent en recevant d'eux de fortes rémunérations, seraient obligées de supporter effectivement ces risques quand ils deviennent effectifs, alors que dans l'état actuel des choses ce sont en définitive les contribuables qui payent ; il n'est en effet pas normal que ces banques soient gagnantes sur tous les tableaux. Mais d'un autre côté, si la restructuration n'est pas opérée de manière fine, elle peut complètement déstabiliser le système bancaire, ce qui obligerait l'État à se porter à nouveau à son secours, d'où une aggravation supplémentaire du déficit public et l'entrée dans un cercle vicieux infernal

Remarque : on distingue trois niveaux de restructuration : la restructuration la plus « douce » correspond à un rééchelonnement de la dette avec baisse des taux d'intérêt, le « reprofilage » et le « rollover » constituent le niveau intermédiaire, puisque c'est dans les deux cas un rééchelonnement de la dette au même taux, mais avec report dans le temps des échéances des titres existants pour le premier et avec échange des titres arrivant à échéance contre de nouveaux titres pour le second, et la restructuration « dure », qui impose aux prêteurs une décote de leurs créances : c'est donc carrément le « défaut

L'EURO

». Les plans Baker et Brady appliqués pendant les années 1980 aux dettes des pays en développement sont la première grande illustration d'une restructuration « dure » de dettes souveraines.

Notons qu'en ce qui concerne les pays européens en difficulté, leurs propres banques détiennent grosso modo un tiers de la dette publique, les deux autres tiers étant détenus par les banques des autres pays européens, d'où non seulement le risque de voir anéanti le système bancaire du pays dont la dette est restructurée mais aussi celui de voir les autres systèmes bancaires affaiblis par l'effet domino.

Quelle solution envisager si, plus gravement, des États deviennent carrément insolubles ? Au tournant des années 1990-2000, Anne Krueger, de la Banque mondiale, avait proposé la constitution d'une sorte de tribunal international pour transposer au niveau des États le code des faillites qui existe pour les entreprises dans plusieurs pays, en particulier aux États-Unis.

Remarque : la situation de la Grèce rappelle celle qu'a connue l'Allemagne au lendemain de chacune des deux guerres mondiales. En effet, à l'issue de la première, ne supportant pas le coût des réparations imposées par les vainqueurs - comme l'avait en quelque sorte prédit en 1919 Keynes dans « Les conséquences économiques de la paix » -, l'Allemagne fit défaut en 1923. Suivirent alors deux rééchelonnements, l'un en 1923 avec le plan Dawes et l'autre en 1930 avec le plan Young. On peut dire que ces difficultés financières auxquelles a été acculée l'Allemagne ont été un facteur important de la montée en puissance du nazisme dès 1933 ; Hitler refusa d'ailleurs tout remboursement de la dette. À l'issue de la seconde guerre mondiale, ce type de difficultés s'est reproduit, et, tirant les leçons de l'épisode précédent, les États-Unis ont imposé au travers des accords de Londres de 1953 la réduction de moitié de la dette allemande, en offrant en contrepartie à leurs alliés le « Plan Marshall ».

Remarque : à la question, un État peut-il faire faillite ? il faut répondre oui et non. Oui, si on pense à plusieurs épisodes qui ont jalonné l'histoire comme ceux de 1820-1830, de 1870-1980, de 1930-1950, de 1980-1990, sans parler de la période actuelle. Mais non aussi parce que la faillite d'un État ne peut pas donner lieu, comme celle d'une entreprise, à la liquidation ou à la saisie des actifs des administrations publiques ; un État ne peut pas juridiquement faire faillite mais il peut être en cessation de paiement et plusieurs solutions s'offrent alors à lui. Premièrement, comme il est immortel, il peut ne jamais rembourser totalement ses dettes en substituant des emprunts nouveaux à ceux qui arrivent à échéance. Deuxièmement, il peut tout simplement décider unilatéralement d'« effacer l'ardoise » (c'est ce que fit le roi d'Angleterre Édouard III, confronté à l'importante dette contractée auprès des financiers vénitiens pour financer la guerre de Cent ans qu'il déclara). Troisièmement, version plus soft de répudiation de la dette, il peut négocier avec les créanciers une « restructuration de la dette » qui consiste à effacer une partie de la dette et/ou à transformer les emprunts existants en emprunts à durée plus longue. Quatrièmement, il peut augmenter les prélèvements obligatoires. Cinquièmement, si ses statuts le lui permettent ou si les circonstances l'y obligent, la Banque centrale peut créer de la monnaie pour financer directement l'État et/ou pour que les taux d'intérêt soient plus bas que le taux de croissance de l'économie, et/ou pour générer de l'inflation de manière à réduire mécaniquement le poids de la dette publique. Toutes ces solutions ne doivent cependant pas conduire un État à dépenser sans compter et à accumuler de la dette sans limite. Car nous sommes dans une économie mondiale libéralisée, avec des mouvements de capitaux très mobiles, où les économies nationales sont très interdépendantes, où les banques centrales sont en principe indépendantes et où l'orthodoxie financière l'emporte en général. Par conséquent, les finances publiques sont très dépendantes des financements de marchés ; la situation des États dépend donc des réactions des marchés financiers. Si bien qu'il y a toujours un seuil d'endettement non seulement économique mais aussi politique et social à ne pas dépasser. Cette notion de seuil renvoie techniquement à celles d'endettement optimal et de soutenabilité de la dette.

Mais l'Allemagne défend une autre solution qui pourrait entrer en application mi-2013, celle des « clauses d'action collective » : de telles clauses introduites dans les contrats qui sous-tendent l'émission des titres publics permettent en effet, quand le pays concerné le demande, à une majorité qualifiée de créanciers, d'imposer à l'ensemble des créanciers une renégociation ou une restructuration de la dette publique). Plus fondamentalement encore, ne va-t-on pas vers l'éclatement en deux de la zone euro (avec la constitution d'une zone « Nord » euro-mark, et une zone « Sud »), sinon vers sa totale implosion ? La remise en cause de l'euro serait bien entendu une crise bien plus grave que les secousses qu'a connues le SME au début des années 1990. La crise actuelle oppose deux clans parmi les « européanistes » : celui des pessimistes qui estiment que la zone euro risque de continuer à s'enfoncer dans l'ornière actuelle tant que des États membres, en particulier l'Allemagne, refusent la formation d'un gouvernement économique et un fédéralisme budgétaire minimal ; et celui des optimistes qui, convaincus que l'Europe s'est constamment construite à coups de petits pas faits à chaque fois qu'elle était mise au pied du mur, pensent qu'il s'agit d'une crise salvatrice supplémentaire. Et les pessimistes rejoignent d'une certaine façon les eurosceptiques en se posant la question de la sortie des États en difficulté de la zone euro pour savoir si cela constituerait une solution, et celle de l'explosion de la zone euro tout entière pour savoir si c'est une conséquence possible voire probable de la crise actuelle.

L'EURO

Pour un Etat en difficulté, la sortie de la zone euro présenterait certes l'avantage de remettre entre les mains de ses responsables économiques l'arme de la politique de change, mais l'utilisation de cette arme consisterait en une forte dévaluation pour donner un coup de fouet à l'économie, dans la perspective d'alléger le fardeau des déficits. Or, d'une part, l'efficacité de la dévaluation est très sujette à caution pour plusieurs raisons (question des élasticités critiques, effet pervers de la courbe en J, comportement de marge des entreprises, risques inflationnistes, etc...) mais aussi, d'autre part, cette efficacité est très liée à la qualité de la politique économique qui l'accompagne (qui doit être une politique de compression de la demande intérieure, donc une politique d'austérité), et enfin, toute politique de dévaluation entame la crédibilité qu'ont les investisseurs dans l'économie qui dévalue sa monnaie, ce qui nécessite un renforcement d'autant plus important des mesures d'ajustement, forcément très coûteuses pour cette économie et sa population. Alors, quel gain au total ? En plus de cette question d'ordre économique, la sortie d'un pays de la zone euro soulève une question juridique puisque le traité européen prévoit la sortie de l'UE mais pas de la zone euro, qu'il est possible pour un Etat de décider de sortir de l'UE mais qu'il n'est pas possible d'en être expulsé par les autres, et de nombreuses questions techniques et pratiques (comment « frapper » la nouvelle monnaie nationale, combien de temps pour le faire, etc).

Quant à l'explosion de la zone euro, elle aurait, d'après diverses simulations macroéconomiques, des conséquences qui seraient non seulement encore plus négatives mais qui aussi concerneraient tous les Etats membres, principalement en termes d'évolution du PIB et du taux de chômage. Même et peut-être surtout pour l'Allemagne, l'économie la plus puissante de l'UE, un éclatement de la zone euro - par la « sortie » des pays en difficulté ou par la sortie des économies les mieux portantes - présenterait de grands dangers. En effet, le système bancaire outre-Rhin a énormément d'euros dans son bilan consolidé, et un retour au DM ou une zone euro complètement reconfigurée lamineraient la situation financière des banques allemandes. Il en serait d'ailleurs de même si l'Allemagne décidait de ne pas prêter son concours aux pays en difficulté.

En tous les cas, face à cette situation pleine d'incertitudes et de dangers, des auteurs ne se privent pas de montrer du doigt des responsables. C'est ainsi que N. Baverez considère (Le Monde du 30 novembre) que la Fed et la BCE sont très fautives en menant des politiques monétaires opposées non seulement l'une par rapport à l'autre mais surtout par rapport à la situation à laquelle chacune doit répondre. La Fed mène une politique monétaire expansive comme si l'économie américaine pouvait craindre la déflation alors qu'il n'en est rien et, sous ce prétexte, elle crée les conditions d'un développement de l'inflation et de nouvelles bulles. La BCE mène au contraire une politique monétaire restrictive comme si la zone euro était actuellement soumise au risque d'inflation, et, sous ce prétexte, elle aggrave en réalité les risques de déflation. Si des tensions inflationnistes devaient effectivement se développer, essentiellement sous forme d'inflation importée parce qu'il y a un excès de liquidités internationales, une bulle sur les matières premières (spécialement forte hausse du prix du pétrole) et une hausse des prix dans les pays émergents, on serait potentiellement confronté à un nouvel épisode de stagflation (la cause interne de l'inflation qui serait la fourniture excessive de liquidités est très peu présente, comme le montrent les statistiques sur l'évolution de la masse monétaire, et ce pour au moins deux raisons, la stérilisation au moins en partie que fait la Banque centrale de la monnaie qu'elle crée et la faiblesse de la création monétaire par les banques commerciales qui s'explique elle-même par celle de la demande de crédits des agents privés). Cela ne manquerait pas de mettre la BCE face à un fâcheux dilemme puisqu'elle se sentirait contrainte par ses statuts de relever ses taux directeurs tout en étant obligée de poursuivre sa stratégie de protection du système bancaire et de défense de la cohésion d'une zone euro qui, en plus, fonctionne maintenant à deux vitesses au moins (la crise actuelle radicalise chaque jour davantage la division Nord-Sud de la zone euro évoquée plus haut et par rapport à laquelle il y a comme ailleurs une exception française puisque la France occupe une position médiane, que cela soit en termes de solde budgétaire ou de dette publique). Notons que certains ont cru déceler dans l'évolution des prix constatée à la toute fin de l'année 2010 la réalisation du risque stagflationniste, mais d'autres estiment que les tensions inflationnistes réellement dangereuses sont celles de l'inflation sous-jacente ; or, celle-ci reste tout à fait dans les limites prévues (dans la zone euro elle aura été en 2010, comme en 2009, de 1,1% ; et aux Etats-Unis de 0,8%). De surcroît, par leurs conséquences sur les changes, ces stratégies opposées entre Banques centrales expriment une guerre des banques centrales et par là une guerre des monnaies. Si cette guerre des monnaies devait aboutir à un effritement de l'euro, ce serait finalement peut-être une chance pour la zone euro dans la mesure où cela lui redonnerait une certaine compétitivité dans la compétition mondiale car l'euro est à l'heure actuelle très au-dessus du cours qu'il avait lors de sa mise en œuvre (1,17\$), c'est-à-dire du cours qui n'est pas très éloigné, selon beaucoup, de sa valeur d'équilibre de long terme...

Tout à fait en fin de mois, à Bruxelles, le dimanche 28 novembre, dans l'urgence, les ministres des finances de la zone euro, au sein de l'Eurogroupe, puis tous les membres de l'UE mettent au point le mécanisme européen de stabilité (MES) qui doit prendre la suite de l'actuel Fonds de stabilité financière (FESF), créé pour ne durer que jusqu'en 2013. Le MES aura 3 attributions principales : d'abord, lever des fonds sur les marchés de capitaux pour aider les pays en difficulté, ensuite, acheter de la dette publique sur le marché secondaire pour faire baisser les taux, et enfin, mettre en place des programmes d'aide préventifs pour aider les pays à refinancer les banques en difficulté.

Madame Merkel n'a pas satisfaction sur le principe de la restructuration des dettes souveraines en imposant aux banques privées de renoncer à une partie de leurs créances, mais il sera possible de demander « au cas par cas » la participation aux institutions financières qui détiennent des dettes souveraines. Il est prévu une hiérarchie des prêteurs aux États en difficulté : il y aurait au sommet de la pyramide l'organe qui régit le MES et en dessous les créanciers privés.

Deux remarques sont à faire ici :

1) Par « restructuration des dettes », on entend l'accord qui peut être conclu entre le débiteur et ses créanciers, par lequel ceux-ci acceptent d'abandonner une partie de leurs créances pour que le débiteur ne devienne pas carrément insolvable et ne fasse donc faillite, ce qui leur ferait perdre la totalité de leur capital ; et par « au cas par cas », il faut sans doute entendre ici que la mise en œuvre du dispositif « MES » est fonction à la fois du type de crise vécue par le pays en difficulté et du caractère solvable ou non de ce pays.

2) Les agences de notation font d'ores et déjà des critiques à l'endroit du MES en insistant sur l'effet négatif que celui-ci peut avoir sur la notation des États puisque les créanciers privés peuvent subir de lourdes pertes dans l'aventure de la restructuration des dettes publiques.

C'est aussi au cours de cette importante réunion bruxelloise que le plan d'aide à l'Irlande est finalisé : dans le but de lui permettre de revenir à la norme de 3% de déficit d'ici 2015, des prêts remboursables jusqu'en 2010 lui seront accordés pour une somme globale de 85 milliards d'euros (2/3 sont à la charge de l'UE, 1/3 à celle du FMI ; 50 milliards sont pour les besoins des finances publiques irlandaises et 35 milliards pour recapitaliser les banques domestiques).

• Décembre 2010 ->

Le jeudi 2 décembre, lors de sa réunion mensuelle, la BCE maintient non seulement une fois de plus ses taux directeurs mais également ses mesures de refinancement exceptionnelles : elle poursuivra au moins jusqu'à la fin du 1^{er} trimestre 2011 sa fourniture aux banques de liquidités à taux fixe et pour des montants illimités. Et pendant sa conférence de presse, J.-C. Trichet exhorte les marchés à considérer davantage les fondamentaux de l'économie qui sont plutôt orientés favorablement. Et pratiquement pendant cette conférence de presse de son Président, la BCE rachète des obligations étatiques d'Irlande et du Portugal, comme elle l'avait fait pour la Grèce pour la première fois à la fin de la première quinzaine de mai : c'est donc d'une certaine façon un QE2 à l'européenne. *Ce qui fait dire à certains que la BCE devient enfin moins dogmatique et davantage pragmatique. Pendant que d'autres vont jusqu'à la taxer de laxisme et insistent sur le déséquilibre de plus en plus dangereux qui existe au niveau des bilans non seulement de certaines banques centrales du SEBC, celles des PIGS, mais surtout de la BCE elle-même : dans les deux cas, les capitaux propres représentent 24% du total des actifs, de qualité d'ailleurs souvent douteuse. Cette situation conduit à envisager la recapitalisation de ces banques centrales (le jeudi 16, le Conseil des gouverneurs de la BCE annonce un quasi doublement de son capital d'ici la fin de 2012).*

Il n'empêche que tout cela rassure un peu les marchés : les indices des marchés d'actions remontent, l'euro grimpe un peu et les tensions sur les marchés obligataires s'apaisent. D'ailleurs, en fin de semaine, les Bourses sont toutes orientées à la hausse : +0,59% pour le CAC40 (à 3750 points), +1,44% pour le DAX30, +1,35% pour le Footsie, +2,62% pour le Dow Jones, +2,24% pour le Nasdaq et +1,38% pour le Nikkei. Et l'euro cote 1,3416\$ le vendredi alors qu'il était tombé en dessous de 1,30 le mardi. *L'apaisement des tensions sur le marché obligataire n'empêche pas certains de craindre de plus en plus une remontée des taux à cause d'un effet d'éviction que crée le poids des dettes publiques à l'encontre des besoins de financement des banques, qu'elles soient européennes ou américaines, et bien que les taux d'épargne soient plutôt orientés à la hausse ici et là.*

Le lundi 6, le Président Obama doit tenir compte du changement de majorité au Congrès en maintenant les avantages fiscaux dont profitent les hauts revenus.

Le vendredi 10, N. Sarkozy et A. Merkel se rencontrent avant le sommet européen du 16 pour essentiellement afficher clairement leur identité de vue sur la résolution de la crise de l'euro, en sachant que la chancelière allemande affirme catégoriquement son opposition à la fois au renforcement du capital du FSF, contrairement au souhait exprimé par le directeur général du FMI, D. Strauss-Kahn, et à l'émission d'obligations européennes, contrairement à la proposition du Président de l'Eurogroupe, J.-C. Juncker, pour qui l'émission d'eurobonds permettrait de mutualiser la gestion des dettes publiques européennes et de soustraire celle-ci à la loi des marchés ; il faudrait donc prévoir une « Agence européenne de la dette » qui aurait le même rôle que notre « AFT ». Indiquons au passage que cette proposition est une vieille idée de J. Delors, et que plusieurs personnalités y sont favorables comme par exemple V. Giscard d'Estaing (Le Nouvel Observateur du 28/7/2011). *Cette double opposition allemande est*

L'EURO

une nouvelle manifestation du fait que l'Allemagne a une vision très restrictive de la solidarité européenne parce qu'elle a toujours peur de « devoir encore payer pour les autres ». Car, concernant le FSF, l'Allemagne ne veut ni que soit accrue sa taille ni que son intervention puisse être préventive ; elle veut que son intervention ne soit qu'en dernier recours. Et, concernant les eurobonds, le problème qu'ils posent n'est pas essentiellement technique (il serait toujours possible de contourner les effets d'un taux d'intérêt unique sur l'Allemagne et sur d'autres pays du Nord qui peuvent se financer à des taux faibles), mais triplement politique. D'une part, l'émission d'obligations européennes correspondrait à un pas significatif en direction du fédéralisme fiscalo-budgétaire et donc d'une plus forte intégration européenne (et contrairement à la France, l'Allemagne considère que les eurobonds doivent être une conséquence et non un préalable à des progrès de la construction européenne en direction d'une union politique). D'autre part, pour l'Allemagne, au travers de la mutualisation des dettes qu'ils permettent, les eurobonds consistent concrètement à mutualiser les performances économiques, ce qui n'est pas acceptable pour elle. Enfin, l'émission d'obligations européennes empêcherait l'Allemagne de quitter la zone euro, menace qui lui permet de renforcer le rapport de forces par rapport à ses partenaires qui est en sa faveur. Il n'empêche, justement, que les eurobonds feraient avantageusement contrepois avec les Bons du Trésor américain et que ce serait une source précieuse de financement d'investissements européens d'infrastructures en faisant du couple BCE-BEI une force de frappe. À l'argument consistant à dire que l'Allemagne a une conception restrictive de la solidarité européenne, il est néanmoins possible de répondre que les eurobonds seraient garantis par l'ensemble des États membres et que l'on ne peut donc pas éliminer l'hypothèse d'un comportement opportuniste de tel ou tel pays, créant un risque d'aléa moral pour les autres, et forçant ainsi les contribuables de ces pays à devoir payer pour les consommateurs cigales. Il n'y a pas que l'Allemagne qui pourrait se trouver concernée... Durant l'été 2012, deux solutions alternatives aux eurobonds sont envisagées à titre de compromis entre les partisans et les opposants aux eurobonds. Il y a d'abord la proposition de lancer des « eurobills » pour mutualiser les dettes inférieures à 1 an, ce qui laisserait aux États la responsabilité de répondre de manière autonome à leurs besoins de financement à long terme. Cette solution présente l'avantage de pouvoir être mise rapidement en œuvre puisqu'elle ne contrevient pas aux traités. Il y a ensuite la proposition du gouvernement allemand d'un « budget central » de la zone euro qui créerait une enveloppe pour réaliser les transferts nécessaires à l'assistance financière des États en difficulté. Mais quel lien serait alors établi entre ce budget central de la zone euro et le budget communautaire ?

Ces événements des 6 et 10 expliquent que les marchés terminent la semaine plutôt sur une note positive : +2,85% pour le CAC40 (à 3857 points), +0,84% pour le DAX30, +1,18% pour le Footsie, +0,25% pour le Dow Jones, +1,78% pour le Nasdaq et +0,33% pour le Nikkei. Et l'euro continue à baisser par rapport au dollar (il cote 1,3225\$) ; cela démontre que QE2 n'a pas, tout au moins pour l'instant, d'effet dépressif sur la monnaie américaine comme certains l'annonçaient, en se fondant sur le risque inflationniste que cette création monétaire par la Fed pourrait avoir.

Le jeudi 16, pendant que commence à Bruxelles le sommet européen des 27 au cours duquel, tout à fait officiellement, « les États membres de la zone euro sont autorisés à créer un mécanisme de stabilité qui sera activé si cela s'avère indispensable pour garantir la stabilité de l'euro dans son ensemble », la BCE publie un communiqué pour annoncer une forte recapitalisation : « l'augmentation du capital a été jugée appropriée en raison de la volatilité accrue des taux de change, des taux d'intérêt, des cours de l'or et du risque de crédit ».

Ce même jeudi 16, création du Comité européen du risque systémique (CERS) : Le Comité européen du risque systémique (CERS – ESRB en anglais) sera chargé à partir du 1er janvier 2011 de surveiller et d'analyser les risques qui pèsent sur la stabilité du système financier dans son ensemble (surveillance macro-prudentielle). Afin de réaliser cette mission, le CERS émet des alertes rapides en cas de risque systémique, et, le cas échéant, formule des recommandations concernant les mesures correctives à prendre et des avertissements aux États membres (et aux autorités de surveillance nationales) ainsi qu'aux autorités européennes, qui devront s'y conformer ou se justifier s'ils ne s'y conforment pas.

Les dirigeants de la Banque centrale européenne (BCE), des banques centrales nationales, des autorités européennes de régulation et les autorités nationales de surveillance participent au CERS.

Sur les places boursières, la deuxième semaine du mois se termine par des évolutions plutôt positives : +0,26% pour le CAC40 (à 3867 points), -0,34% pour le DAX30, +1,01% pour le Footsie, +0,72% pour le Dow Jones, +0,21% pour le Nasdaq et +0,90% pour le Nikkei. Et le temps du bilan de l'année 2010 est venu. Il apparaît d'ores et déjà que ce bilan traduit bien l'opinion des marchés sur la hiérarchie des grandes zones de l'économie mondiale en fonction des anticipations qu'ils font de leurs performances à venir : les pays émergents sont en tête, les États-Unis se maintiennent et l'Europe inquiète. Sur le marché des changes, l'euro cote 1,3189\$.

Pour terminer ces commentaires sur l'année 2010, relevons les deux tableaux suivants dans une enquête que l'IFOP a publiée le 16 de ce mois sur les opinions française et allemande sur la situation de la zone euro (www.ifop.com/media/poll/1381-1-study_file.pdf) :

Souhaitez-vous que la France / l'Allemagne... ?

(%)	France	Allemagne
Coordonne davantage sa politique économique avec les autres pays européens pour mieux gérer l'euro	65	44
Abandonne l'euro et revient au franc / au mark	22	37
Maintienne la situation actuelle en ce qui concerne l'euro	13	19
Total	100	100

Selon vous, faut-il que la Banque centrale européenne... ?

(%)	France	Allemagne
Continue d'avoir pour principale mission de lutte contre l'évolution et la hausse des prix	49	69
Ait pour principale mission de favoriser la croissance économique	51	31
Total	100	100

• JANVIER 2011 ->

1^{er} janvier : La zone euro compte désormais 17 membres, avec **l'entrée de l'Estonie**.

L'Estonie est la première république balte à adopter la monnaie unique européenne. Son PIB représente près de 0,2% celui de la zone euro. Après qu'on lui ait eu refusé cette entrée en 2007 pour cause d'inflation trop forte, elle montre aujourd'hui des performances économiques et financières très satisfaisantes. Pour l'Estonie, cette adhésion est non seulement importante sur le plan économique parce qu'elle en escompte l'accélération de son rattrapage déjà bien lancé depuis une dizaine d'années – d'où son surnom de « tigre balte » – mais aussi sur le plan politique pour renforcer son indépendance par rapport à son grand voisin.

Comme si les marchés voulaient donner raison à ceux qui affirment depuis quelque temps que 2011 sera une bonne année pour les Bourses, tous les indices enregistrent des hausses pour cette première semaine : + 1,60% pour le CAC40 (à 3866 points), +0,49% pour le DAX30, +0,22% pour le Footsie, +0,84% pour le Dow Jones, +1,90% pour le Nasdaq et +3,05% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2907\$. Tout cela parce que la demande privée américaine reprend des couleurs, et bien que le secrétaire d'Etat au Trésor ait demandé le relèvement du plafond autorisé de la dette publique ; sans quoi son pays serait, ni plus ni moins, sous la « menace d'un défaut de paiement », qui, si elle se réalisait « aurait des conséquences économiques catastrophiques qui dureraient des décennies »....

Le 7 janvier, deux faits mettent encore l'accent sur la dette publique et sur les dangers que cela présente. D'un côté, les ministres de l'économie français et allemand se rencontrent pour se pencher sur le cas de la dette publique du Portugal et faire pression sur le gouvernement de ce pays pour qu'il ne tarde pas à demander l'aide du FMI ; pour conjurer le risque systémique que ferait courir la contagion à l'Espagne. Mais celui-ci, craignant les prix du plan d'ajustement du FMI et des injonctions des partenaires européens, tente de rassurer ses partenaires tout en étant obligé de consentir des taux d'environ 7% pour trouver des fonds et d'accepter l'aide chinoise. De l'autre, commence à monter chez les observateurs l'inquiétude sur la soutenabilité des dettes américaine et japonaise.

Le jeudi 13, la BCE laisse inchangés ses taux directeurs mais la déclaration de son Président laisse penser que le dépassement de la norme d'inflation en décembre (+2,2%) pourrait expliquer une politique monétaire prochaine moins accommodante de la Banque centrale (mais un relèvement des

taux serait-il raisonnable à un moment où les dettes publiques inquiètent de plus en plus et où la croissance ne décolle toujours pas ?). Cette déclaration entraîne aussitôt une poussée à la hausse de la monnaie unique à 1,3376\$.

La deuxième semaine se termine positivement sur les différentes places financières, sans doute parce que les investisseurs, certes toujours inquiets sur la situation des finances publiques européennes, considèrent malgré tout que la zone euro y fait face et qu'en plus la croissance mondiale semble se préciser : +3,04% pour le CAC40 (à 3983 points), +1,84% pour le DAX30, +0,30% pour le Footsie, +0,96% pour le Dow Jones, +1,93% pour le Nasdaq mais -0,29% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3457\$. Le 18 janvier, le service économique de la Société générale publie une note qui s'alarme des risques que l'accélération de l'inflation de croissance en Chine fait peser à terme sur les marchés financiers mondiaux (voir Le Monde du 21 janvier, p. 12).

À ce risque inflationniste s'ajoute celui, que nous avons envisagé dès mars 2009, du centrage de la croissance chinoise sur sa consommation intérieure : tout cela met en danger les équilibres actuels de l'économie mondiale tout entière, ce que confirme d'ailleurs le fait que les pays occidentaux recherchent maintenant de nouveaux fournisseurs en Asie.

Et en la fin de la troisième semaine, les indices boursiers enregistrent des scores souvent négatifs parce que les valeurs liées à l'économie chinoise les influencent négativement, même si les investisseurs reprennent confiance dans la reprise soutenue par le moteur asiatique et s'ils estiment que la zone euro a évité le pire : +0,86% pour le CAC40 (à 4017 points), -0,19% pour le DAX30, -1,76% pour le Footsie, +0,72% pour le Dow Jones, -2,39% pour le Nasdaq et -2,14% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3622\$.

Le mardi 25 janvier, dans le but d'accroître ses ressources pour se porter au secours des États en difficulté, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) lance pour la première fois un emprunt obligataire : les investisseurs lui font un très bon accueil puisque, portant sur 5 milliards €, ils ont été offreurs de 45 milliards, et en l'espace d'un quart d'heure ! Parmi ces investisseurs, beaucoup sont asiatiques (38%), notamment japonais ; les autres sont britanniques (15%), allemands (12%), scandinaves (9%) et français (7%), selon les experts d'HSBC. Cette réussite constitue un véritable vote de confiance en la zone euro, en sa monnaie, et en sa capacité de résilience.

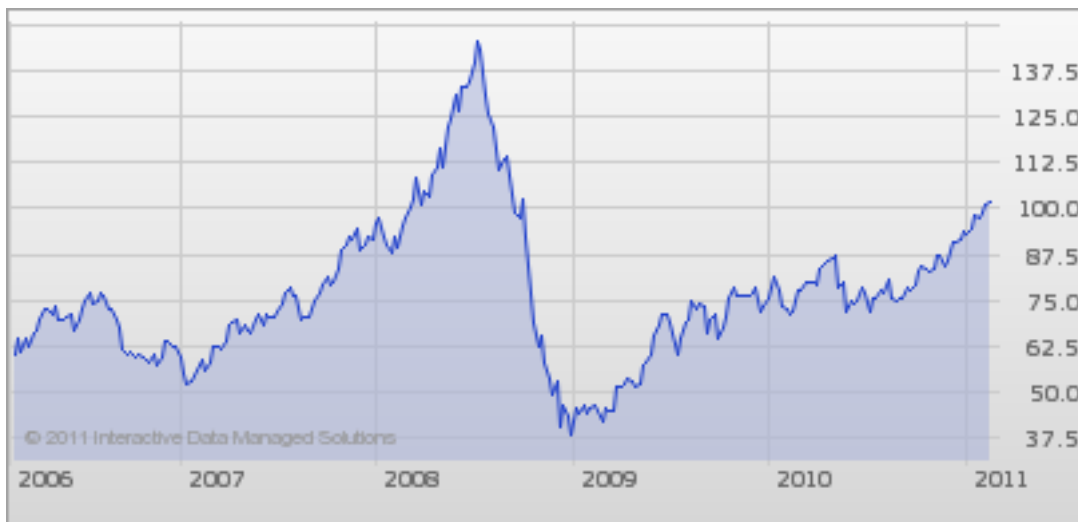
Parce que le Président de la BCE a montré quelque inquiétude en milieu de mois sur l'élévation de l'inflation au sein de la zone euro, bien que sa composante « sous-jacente » reste très modérée, et que cela laisse donc sous-entendre qu'une remontée des taux directeurs puisse avoir lieu plus tôt que prévu, l'Euribor à 3 mois connaît maintenant une hausse (rappelons que l'Euribor est le taux interbancaire qui guide en particulier les taux des crédits à taux variables).

Le jeudi 27, l'agence S&P baisse la note du Japon de AA à AA-.

• Février 2011 ->

Lors de sa réunion mensuelle le 1er jeudi du mois (en l'occurrence le jeudi 3), la BCE maintient évidemment ses taux directeurs. Car, malgré que l'inflation soit passée au-dessus de la norme des 2% en rythme annuel en décembre et en janvier, elle estime toujours valable son « diagnostic selon lequel l'évolution des prix restera compatible avec la stabilité des prix à l'horizon pertinent pour la politique monétaire ». Elle prévoit en effet que « l'inflation va probablement rester au-dessus de 2% la plus grande partie de 2011, avant de redescendre vers la fin de l'année », ce qui fera que l'objectif d'avoir un taux d'inflation *inférieur mais proche de 2% à moyen terme* sera probablement respecté ; par conséquent, l'ancrage des anticipations inflationnistes, qui est essentiel pour la BCE, ne devrait pas être perturbé. Comme cette position de la BCE est plus nuancée que celle adoptée mi-janvier, les anticipations de hausse de taux d'intérêt se modèrent et le change de l'euro s'en ressent aussitôt en baissant de plus de 1%. Mais paradoxalement, pendant que J.-C. Trichet tente d'être moins catégorique que le mois dernier, plusieurs banques centrales (Chine, Inde, Brésil, Indonésie) n'hésitent pas à remonter leurs propres taux directeurs pour juguler une mondialisation de l'inflation dont il craigne l'envolée à cause des différentes politiques monétaires accommodantes et de la montée en puissance des comportements spéculatifs sur les matières premières (le prix du baril de pétrole dépasse 100\$), sur l'or et sur les actifs financiers.

- Évolution du cours du « brent crude oil spot » (Source : Capital.fr)



- Évolution du cours de l'or en dollar (Source : Capital.fr).



Comme il a déjà été indiqué plus haut, il est fort possible que les matières premières soient au cœur d'une prochaine bulle spéculative. Plus même, elles peuvent devenir le facteur principal de la prochaine bataille pour le leadership de l'économie mondiale. Niall Ferguson, historien britannique de type « braudélien », pense que les grands conflits ont toujours concerné peu ou prou la domination de matières premières : l'or aux 16^{ème} et 17^{ème} siècles, le sucre et les épices au 18^{ème}, le charbon au 19^{ème} et le pétrole au 20^{ème}. (Voir « La Tribune.fr » du 15/02/2011).

Lors du Sommet européen du vendredi 4 février à Bruxelles, l'Allemagne et la France proposent un *Pacte de compétitivité*, avec 6 propositions : abolir les systèmes d'indexation des salaires sur les prix, reconnaître mutuellement les diplômes et les qualifications professionnelles, créer une base commune d'imposition pour les bénéficiaires des entreprises, ajuster les systèmes de retraite à la situation démographique, inscrire obligatoirement dans les Constitutions un mécanisme d'alerte sur la dette publique, et établir un régime national de gestion des crises bancaires.

À propos de compétitivité, cinq remarques sont à faire :

1) Cette proposition de « pacte de compétitivité » indique un rapprochement de la position allemande avec la position française dans la mesure où elle correspond assez nettement à l'idée française d'un gouvernement économique et où elle lie l'objectif allemand de solidité avec celui, français, de solidarité. Mais d'un autre côté, on peut penser qu'elle traduit aussi un rapport de forces au sein de l'UE très favorable à l'Allemagne parce que celle-ci réussit avec cette proposition à imposer sa stratégie de croissance fondée sur la promotion des exportations. Et l'on est alors en droit de se demander si c'est simplement possible que tous les États membres mènent cette même stratégie de croissance tirée par les exportations. Surtout que cela impose à de nombreux pays de changer leur modèle de croissance, à l'instar de la France elle-même puisque, depuis plusieurs décennies, notre croissance est au contraire tirée par la demande intérieure. D'ailleurs, cette proposition a suscité beaucoup de réactions lors du Sommet au point que le couple franco-allemand a dû accepter que son étude en détail soit remise à plus tard.

L'EURO

2) *Quand on compare la dynamique de l'économie allemande et celle de l'économie française, on constate que la première a été plus sensible que la seconde à la crise économique parce que celle-là est centrée sur les exportations, et donc sur la compétitivité, tandis que celle-ci est soutenue par la demande intérieure. Il faut donc interpréter la nettement meilleure croissance en 2010 en Allemagne qu'en France comme un rattrapage. Mais, réciproquement, la compétitivité allemande est une arme de conquête quand la conjoncture de l'économie mondiale est bien orientée. Ce qui signifie que la France a grandement intérêt à améliorer rapidement sa propre compétitivité pour profiter maintenant de la reprise mondiale ; surtout que l'on ne peut raisonnablement attendre de notre politique de finances publiques qu'un freinage de la demande intérieure.*

3) *Mais, suite à la remarque précédente, on ne peut pas s'empêcher de refaire une remarque faite déjà plus haut : est-il bien raisonnable de recommander aux partenaires de l'Allemagne de suivre l'exemple de celle-ci, dans la mesure où leurs échanges commerciaux sont essentiellement intra-européens ? L'Allemagne y a-t-elle elle-même intérêt ?*

4) *Cette quatrième remarque reprend elle aussi une indication déjà donnée : la compétitivité allemande actuelle est le résultat d'au moins dix années d'efforts en particulier en matière de coûts salariaux. Selon certains, compte tenu de l'évolution de la productivité, les coûts salariaux ont été réduits en Allemagne de 11% entre 2000 et fin 2007, pendant qu'ils augmentaient en France de 3% environ, ce qui fait que l'écart de compétitivité s'est creusé de 14%. Et comme l'indique l'une des rares lois économiques, il n'est pas possible d'« avoir le beurre et l'argent du beurre » : le revenu par habitant était au début de la décennie supérieur en Allemagne de 15% par rapport à celui de la France, il lui est maintenant inférieur de 10%... Dans sa chronique parue dans Le Monde de l'économie du 15/2/2011, Ph. Askenazy discute la fiabilité des statistiques en la matière. Par contre, il y a consensus pour reconnaître une aggravation de l'écart entre les efforts de recherche et développement de part et d'autre du Rhin.*

5) *Pour protéger la compétitivité des pays européens, en particulier vis-à-vis des économies émergentes, certains se demandent s'il ne serait pas judicieux d'opter pour un certain protectionnisme, en reprenant à leur compte les arguments développés naguère, notamment par J.-M. Jeanneney (« Pour un nouveau protectionnisme » - Seuil, 1978), M. Allais (« La mondialisation » - Clément Juglar, 1999) et E. Todd (« L'illusion économique » - Gallimard, 1998). Mais cette préconisation a très peu de chances d'être suivie, pour au moins trois raisons : d'abord, cela est contraire à la conception libérale de la Commission, ensuite les entreprises européennes ne le souhaitent pas dans la mesure où ce néoprotectionnisme les handicaperait dans leurs stratégies commerciales en direction des pays extra européens, et enfin les États membres n'en veulent pas non plus, d'une part parce que cela leur imposerait d'accepter un abandon supplémentaire de souveraineté au profit des institutions européennes, et d'autre part parce qu'ils refusent que le budget européen soit augmenté, ce que nécessiteraient des politiques industrielles et commerciales actives.*

En fin de semaine, les places boursières montrent un bel optimisme malgré la hausse de prix des matières premières et d'une croissance économique sans création d'emplois aux États-Unis : +1,12% pour le CAC40 (à 4047 points), +1,60% pour le DAX30, +1,97% pour le Footsie, +2,27% pour le Dow Jones, +3,07% pour le Nasdaq et +1,77% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3582\$.

Le lundi 7, la Grèce reçoit à nouveau une délégation d'experts du FMI et de la zone euro pour étudier sa situation financière. Malgré les nombreuses réformes entreprises et la forte réduction du déficit budgétaire, cette situation continue à inspirer beaucoup d'inquiétudes – la dette continue à augmenter et les taux d'emprunt restent très élevés – au point qu'aux yeux de certains spécialistes il sera difficile d'éviter une restructuration de la dette grecque.

Le jeudi 10 février, D. Strauss-Kahn, Directeur général du FMI fait une conférence dans la perspective de la réunion du G20 des 18 et 19 février. Il en profite pour proposer quatre solutions pour écarter une guerre des monnaies et pour réformer le SMI :

- 1) Renforcer la coordination des politiques économiques.
- 2) Imaginer un « code de la route » que les États devraient suivre pour réguler les mouvements de capitaux, de manière à éviter la hausse de leurs monnaies.
- 3) Mutualiser les réserves de change accumulées selon les régions pour, là aussi, empêcher les variations erratiques des mouvements de capitaux.
- 4) Donner davantage d'importance au DTS. Le Droit de tirage spécial est une sorte de monnaie scripturale créée en 1969 par le FMI pour accroître ses capacités de financement fondées sur les réserves officielles en or et en dollar des États membres. Le DTS est une « créance virtuelle sur les monnaies librement utilisables des pays membres du Fonds ». Plus concrètement, cette créance virtuelle prend actuellement la forme d'un panier de devises – dollar, euro, livre et yen – et il s'agitait précisément d'ajouter le yuan : ce serait un pas de plus fait en direction de l'internationalisation de la monnaie chinoise. Mais cette proposition est très critiquée au sein même du FMI.

Sur les marchés actions, la deuxième semaine se termine sur des hausses, suscitées par les bons résultats financiers des entreprises et par l'évolution de la situation en Egypte : +1,34% pour le CAC40 (à 4101points), +2,15% pour le DAX30, +1,09% pour le Footsie, +1,50% pour le Dow Jones, +1,45% pour le Nasdaq et +1,67% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3551\$.

Les performances des marchés à la fin de la troisième semaine sont dans la lignée de celles de la précédente : +1,35% pour le CAC40 (à 4157 points), +0,75% pour le DAX30, +0,33% pour le Footsie, +0,96% pour le Dow Jones, +0,87% pour le Nasdaq et +2,24% pour le Nikkei, et l'euro cote 1,3693\$.

Le vendredi 11, le Président de la Banque centrale allemande (la « Buba »), présenté aussi comme le très probable successeur de J.-C. Trichet à la tête de la BCE, Axel Weber, annonce qu'il démissionnera de son mandat le 30 avril, ce qui le met par là même hors course pour le poste de Président de la BCE. Très rapidement, apparaîtra sur la liste des prétendants à la succession de J.-C. Trichet le nom de Mario Draghi, Gouverneur de la Banque centrale d'Italie. M. Draghi est un ancien professeur d'Université en économie. Il est réputé pour sa rigueur et on le sait préoccupé non seulement par la stabilité des prix mais aussi par la stabilité financière. Notons ici que J.-C. Trichet doit laisser sa place fin octobre mais que son successeur sera désigné par le sommet de l'UE programmé pour le mois de juin.

Les jeudi 17 et vendredi 18, les observateurs sont surpris par l'importance exceptionnelle de la demande de liquidités (sous la forme de prêts d'urgence à 24 heures) faite à la BCE par des banques de la zone euro ; ils ne savent pas comment l'interpréter.

Les vendredi 18 et samedi 19, réunion à Paris du G20 : le bilan de ce Sommet des ministres de l'économie et des finances est pour le moins mitigé. Face à la détermination de la Chine, les occidentaux ont dû faire des concessions pour parvenir à un accord « a minima ». Pour évaluer le degré de risque macroéconomique que font courir les différents pays à l'économie mondiale, la liste des critères –qui sont des indications et non des cibles- se limite seulement à deux indicateurs de type interne –déficit et dette publics- et à deux indicateurs de type externe –balance commerciale et revenus des flux nets d'investissements : le volume des réserves de devises et le niveau du taux de change ne font pas partie de la liste.

À cause de la crise lybienne, commencée en milieu de mois, et qui est un prolongement des révoltes en Tunisie et en Egypte, le mois de février se termine mal sur les places financières : -2,09% pour le CAC40 (à 4070 points), -3,25% pour le DAX30, -1,34% pour le Footsie, -2,10% pour le Dow Jones, -1,86% pour le Nasdaq et -2,91% pour le Nikkei. Les investisseurs sont impressionnés à la fois par la forte hausse du prix du baril (contrairement à la Tunisie et à l'Egypte, la Lybie est un important producteur de pétrole -sa production équivaut à la consommation de la France- si bien que la hausse du prix du pétrole ne s'explique plus seulement premièrement, par l'augmentation de la demande mondiale, deuxièmement, par le risque d'épuisement des réserves et, troisièmement, par des comportements spéculatifs, mais aussi, quatrièmement, par un danger géostratégique), et par la possibilité d'une propagation de la crise à d'autres pays pétroliers arabes et des réactions à attendre des banques centrales. L'euro cote 1,1774\$.

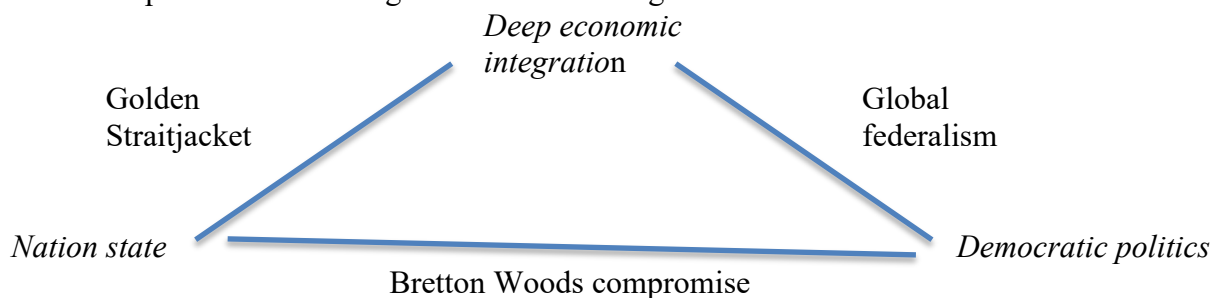
En février aussi, l'économiste Dani Rodrik, publie à Harvard où il est professeur un ouvrage important sur « The Globalization Paradox : Democracy and the futur of the world economy », qui sera repris en mars 2012 chez Norton, où l'on trouve une thèse déjà défendue en juin 2007 dans « The inescapable trilemma of the world economy » : on parle d'ailleurs depuis du « *Trilemme de Rodrik* », et cela pourrait s'appeler aussi « le triangle d'incompatibilité de Rodrik » comme on parle de celui de Mundell dont il est en quelque sorte le complément sur le plan politique puisqu'il s'intéresse aussi au cas de la zone euro : il estime qu'un groupe de pays comme ceux qui sont membres de la zone euro ne peuvent pas avoir simultanément 1) une intégration économique, monétaire et financière poussée, 2) des États-nations souverains et 3) la démocratie. On ne peut donc avoir en même temps une entité supranationale - l'UE - utilisant une monnaie unique et des États souverains fondés sur des systèmes politiques démocratiques. Par contre, il est possible de privilégier un « couple » d'objectifs mais en sacrifiant le troisième. Ainsi, par exemple, si on choisit l'intégration économique d'États souverains, ceux-ci sont amenés à se faire concurrence, ce qui réduit leurs possibilités de mener des politiques interventionnistes pour réaliser les choix de la population.@

Son article de 2007 débute ainsi :

« Parfois, les idées simples et audacieuses nous aident à voir plus clairement une réalité complexe qui exige des approches nuancées. J'ai un "théorème d'impossibilité" pour l'économie mondiale qui est

L'EURO

comme ça. Il dit que la démocratie, la souveraineté nationale et de l'intégration économique mondiale sont mutuellement incompatibles: nous pouvons combiner deux des trois, mais jamais tous les trois en même temps et dans leur intégralité ». Et suit la figure suivante :



Quelques lignes plus loin, il écrit :

« Alors que faisons-nous ?

Une option est d'opter pour le fédéralisme mondial, où nous alignons le champ d'application de la politique (démocratique) à la portée des marchés mondiaux. De façon réaliste, cependant, ceci est quelque chose qui ne peut pas être fait à l'échelle mondiale. Il est assez difficile à atteindre, même dans un groupe de pays relativement semblables et similaires, comme le démontre l'expérience de l'UE.

Une autre option est de maintenir l'État-nation, mais en le rendant seulement sensible aux besoins de l'économie internationale. Ce serait un État qui poursuivrait l'intégration économique mondiale au détriment des autres objectifs nationaux. L'étalon-or du XIXe siècle offre un exemple historique de ce genre de situation. L'effondrement de l'expérience de la convertibilité argentine des années 1990 fournit une illustration contemporaine de son incompatibilité inhérente à la démocratie.

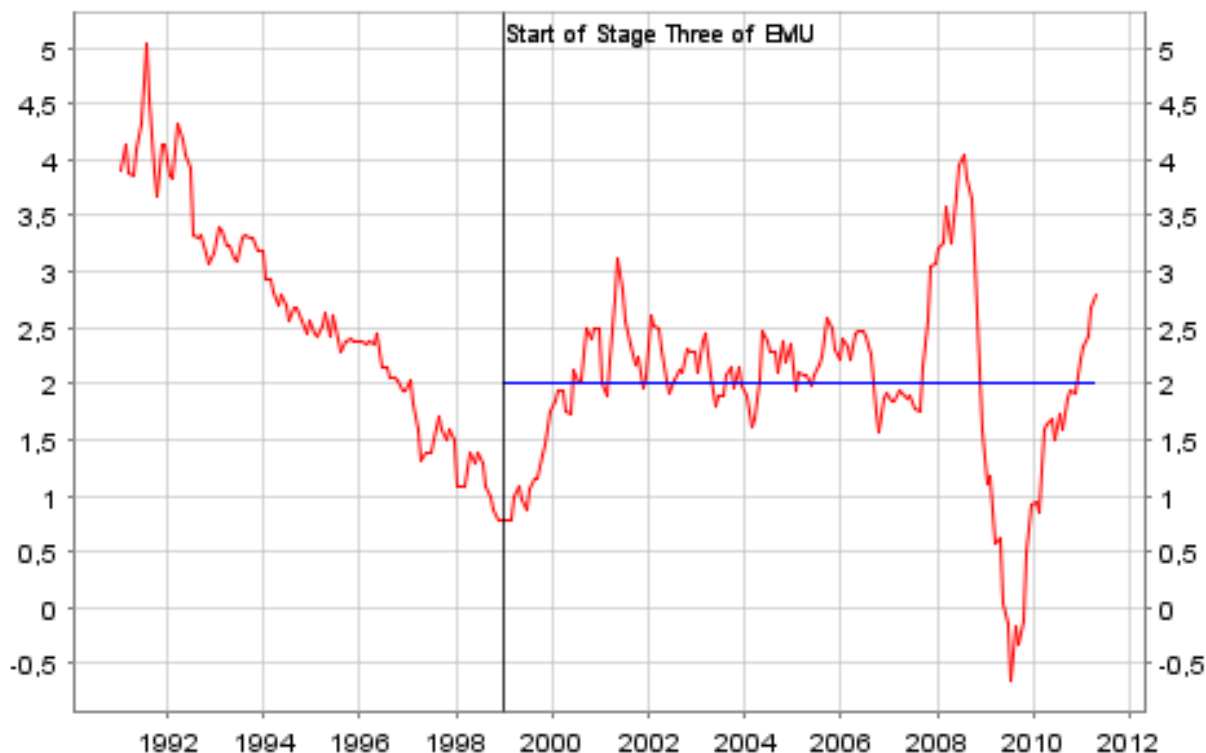
Enfin, nous pouvons réduire nos ambitions en ce qui concerne l'intégration économique internationale à ce que nous pouvons (ou devrait) atteindre. Donc, nous allons pour une version limitée de la mondialisation, qui est ce que le régime de Bretton Woods d'après-guerre était sur le point de faire (avec ses contrôles de capitaux et la libéralisation des échanges limités). Il est malheureusement devenu une victime de son propre succès. Nous avons oublié le compromis intégré dans ce système, et qui était la source de son succès ».

Dans le texte de 2011, il focalise son attention sur la situation de l'UE et, pour lui, la seule façon acceptable de traiter le problème de son triangle d'impossibilité est d'opter pour la création d'instances fédérales européennes : il faudrait donc que les États-nations acceptent de transférer leurs compétences aux instances de l'UE, tout en augmentant substantiellement les pouvoirs du Parlement européen.

• Mars 2011 ->

Le jeudi 3, à cause des tensions inflationnistes de plus en plus manifestes, et conformément à sa stratégie très orthodoxe (« une très grande vigilance s'impose »), J.-C. Trichet annonce qu'une hausse des taux directeurs serait « possible » dès le mois d'avril prochain. Cette information fait monter immédiatement l'euro à près de 1,40\$.

Le schéma suivant montre l'évolution du taux d'inflation dans ce qui correspond à la zone euro sur pratiquement une vingtaine d'années (Source : BCE).



Mais certains s'inquiètent déjà des répercussions négatives que cela aurait sur la reprise encore balbutiante de la croissance de l'économie européenne, surtout que celle-ci est aujourd'hui très hétérogène, avec des pays très fragiles (les « périphériques »). D'autres veulent au contraire minimiser l'impact d'une telle hausse des taux qui serait de toute façon limitée et qui ne « mordrait » sur l'économie réelle qu'avec retard. On peut penser que le banquier central vise dans ses déclarations d'abord et avant tout un effet d'annonce, comme c'est le cas général en matière de politique monétaire aujourd'hui. Il n'empêche qu'une telle décision d'augmentation des taux d'intérêt directeurs modifierait sensiblement le policy mix, le faisant passer d'une configuration plutôt divergente (politique budgétaire restrictive et politique monétaire relativement accommodante) à une configuration convergente (politiques budgétaire et monétaire toutes deux restrictives).

Sur les marchés actions, la première semaine de mars confirme les inquiétudes exprimées dans les mauvaises performances de la fin février : -1,23% pour le CAC40 (à 4020 points), -0,09% pour le DAX30, -0,18% pour le Footsie, +0,33% pour le Dow Jones, +0,13% pour le Nasdaq et +1,59% pour le Nikkei. La crise lybienne ajoute de fortes tensions sur le prix du pétrole à celles que connaissent depuis déjà un certain temps d'autres matières premières. De plus, en cette période troublée, le dollar n'est plus en mesure de jouer son rôle habituel de valeur-refuge parce que les investisseurs sont inquiets par la somme astronomique qu'atteint la dette des États-Unis : l'or voit son cours flamber et les investisseurs utilisent de plus en plus la stratégie de diversification de leurs portefeuilles en devises. La Fed a un comportement qui n'est pas pour les rassurer, parce qu'elle est beaucoup moins orthodoxe que la BCE, non seulement quant à sa politique monétaire mais aussi parce qu'elle a accumulé à ce jour dans son bilan 1 220 milliards de dollars d'emprunts d'État américain, soit 70% du total...

Le vendredi 11 mars, le Japon est touché par un séisme exceptionnellement violent, de magnitude 8,9 sur l'échelle de Richter, suivi d'un tsunami dévastateur, qui fait craindre lui-même, très rapidement, une grave crise nucléaire.

Ce même vendredi 11 mars se tient le Sommet des responsables de la zone euro devant décider des grandes lignes du « **pacte pour l'euro** » (nouveau nom pris par le « pacte de compétitivité », souhaité conjointement par la France et par l'Allemagne), dont la version définitive devrait être adopté lors du Conseil européen des 24 et 25 mars. Ce pacte a pour mission de « renforcer le pilier économique de l'Union monétaire, (...) donner une force nouvelle à la coordination des politiques économiques dans la zone euro, (...) améliorer la compétitivité et (...) parvenir ainsi à un plus haut niveau de convergence ». Ce pacte doit compléter le PSC qui sera lui-même réformé lors du Conseil. Il définit quatre objectifs que les pays sont expressément incités à réaliser, mais chacun avec les mesures qui lui appartiennent de prendre : 1) favoriser la compétitivité (en intervenant essentiellement sur les salaires et sur la productivité, avec la suppression de l'indexation des salaires sur l'inflation quand elle existe

encore, comme en Belgique et en Espagne, et avec un suivi régulier du coût unitaire du travail), 2) favoriser l'emploi (en développant la flexisécurité, en accroissant la participation au marché du travail, en réduisant le travail non déclaré), 3) mieux contribuer à la viabilité des finances publiques (en adaptant le système de retraite à l'évolution démographique, en inscrivant dans la Constitution les règles budgétaires sur PSC), et 4) renforcer la stabilité financière (en améliorant le cadre européen de supervision et de régulation du système financier et en accroissant la capacité d'intervention du Fonds de stabilité financière créé début mai 2010 : dorénavant, ce fonds dispose d'une garantie des États à hauteur de 440 milliards d'euros –la quote-part de la France est de 20%, celle de l'Allemagne de 27%– et il peut acheter de la dette primaire émise par les États). Si ces quatre objectifs ont leur logique, le bilan de ce Sommet est néanmoins mitigé puisque si d'un côté il réalise une avancée sur la question de l'instauration d'une « taxe Tobin » sur les transactions financières, il est de l'autre une occasion de plus pour les responsables européens d'exposer leurs divergences : non seulement, les États membres s'engagent-ils à développer une coordination fiscale alors que l'Irlande refuse de modifier son taux d'imposition des bénéficiaires des sociétés mais surtout *ce pacte de compétitivité met en danger le modèle social européen. Comme l'explique très bien Ph. Askenazy dans Le Monde du 15 mars, l'Allemagne va connaître de grosses difficultés démographiques et comme elle s'oppose à une immigration venant du Sud, « elle va avoir besoin de ponctionner la main d'œuvre, notamment qualifiée, en provenance du reste de l'Europe (...). Cette dynamique ne pourra s'enclencher que si ses voisins ne présentent pas de perspectives aussi bonnes qu'elle en termes de rémunérations comme d'avantages sociaux (...). L'uniformisation par le bas des avantages sociaux garantira la mobilité, d'autant que l'Allemagne offrira comme aujourd'hui des rémunérations attractives » (on trouve ici, indirectement, l'argument de Mundell sur la mobilité du facteur travail comme condition d'existence d'une ZMO). Ph. Askenazy est donc pour le moins surpris de voir la France « co-porter » avec l'Allemagne ce pacte de compétitivité car, comme elle est en bien meilleure situation sur le plan démographique, son propre avenir ne supportera pas les mêmes contraintes ; elle adopte donc une position qui la désavantage au profit de l'Allemagne : pour l'économiste, « Paris est incapable de se projeter au-delà du court terme et d'une obsédante fascination pour l'actuelle réussite germanique ». Un autre « économiste atterré », Thomas Coutrot, insiste de son côté dans une interview donnée au journal Le Monde du 5 avril 2011 sur la relation salaire-productivité : « le PIB par tête a augmenté dans l'UE de 25% en termes réels entre 1991 et aujourd'hui, alors que les salaires n'ont augmenté que de 12%. Si la croissance durant cette vingtaine d'années a été non négligeable, c'est en grande partie parce que la faiblesse des salaires a été compensée par l'endettement des ménages, dans de nombreux pays –États-Unis, Espagne, Espagne, Royaume-Uni, Irlande et même France. Mais ce phénomène de gonflement de la dette privée par substitution au pouvoir d'achat des salaires n'est pas soutenable à long terme. La crise de 2008 a ainsi mis en évidence le problème de la baisse de la part des salaires dans la richesse produite. Aujourd'hui il faudrait au moins que les salaires recommencent à progresser aussi vite que la productivité, voire qu'il y ait un rattrapage. Si on voulait ajuster l'évolution des salaires à celle de la productivité depuis 1991, il faudrait augmenter les salaires de 8% à 12%. C'est pour éviter qu'un certain nombre de pays s'engagent dans cette voie que la Commission européenne veut verrouiller le partage actuel de la valeur ajoutée ». Il faut également rappeler que le « policy mix » restrictif convergent choisi en Europe (politique budgétaire de rigueur et augmentation annoncée des taux directeurs de la BCE) constitue évidemment un frein à la croissance pour tous les pays de l'UE (avec un effet négatif de renforcement entre eux via le commerce extérieur intra-européen) : on évalue à au moins 0,6 point de croissance du PIB la perte que pourrait subir la France.*

Sur les places financières, la deuxième semaine se termine par une baisse générale et forte, facilement explicable à cause de la multiplication des facteurs d'inquiétude : des conséquences très graves au Japon du séisme et du tsunami, sans même compter le risque nucléaire, le sommet européen très mitigé face au problème des dettes publiques, les troubles dans le monde arabe et le chômage aux États-Unis : -2,38% pour le CAC40 (à 3929 points), -2,75% pour le DAX30, -2,70% pour le Footsie, -1,03% pour le Dow Jones, -2,48% pour le Nasdaq et -4,11% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3902\$.

L'opinion inquiète des investisseurs est relayée par celle, franchement pessimiste des opinions publiques européennes comme la mesure l'institut de sondage anglais IMC Research. Une grande majorité considère que la situation économique globale va s'aggraver dans les prochains mois, que la situation financière va empirer dans les dix ans qui viennent, que les équipes gouvernementales en place ne seront pas en mesure d'améliorer la situation, et qu'il sera nécessaire de pratiquer une réduction drastique des dépenses publiques. Sur ces différents points, les Français apparaissent comme étant presque toujours les plus pessimistes.

La troisième semaine est marquée par un krach boursier à Tokyo à cause de la crise nucléaire : les deux premiers jours enregistrent des chutes brutales au point que le Nikkei a perdu 18% depuis le 11 mars. Profitons pour remarquer que les Bourses des pays émergents connaissent également des baisses, souvent fortes. L'inflation

L'EURO

que ces pays connaissent et qu'ils ont du mal à maîtriser, le développement de leur demande domestique et les revendications sociales et politiques qui s'y expriment font penser aux investisseurs internationaux que les économies émergentes deviennent de plus en plus matures, ce qui amène ces investisseurs à rapatrier une partie des capitaux qu'ils ont placés dans ces économies.

Le mardi 15 mars, réunion de l'Écofin pour préparer la réforme du PSC en prévision de la réunion du Sommet des 24 et 25 mars.

Le jeudi 17 mars, le taux de change du yen contre dollar atteint un sommet historique jamais atteint depuis 1945 (76,36 yens pour 1\$). En sont les causes le rapatriement des capitaux japonais placés en d'autres devises, par les ménages et par les « zins-zins » comme les compagnies d'assurances, les opérations d'achat de yens réalisées par tous les spéculateurs qui anticipent la hausse de la monnaie japonaise qu'un tel rapatriement peut entraîner, et par des opérations plus techniques comme les ordres à seuil de déclenchement et les opérations de couverture sur les options et de débouclage de stratégies de « carry trade ».

En réaction à cet excès du marché des changes, les pays du G7 –actuellement présidé par la France– annoncent dans la nuit du 17 au 18 une intervention concertée de leurs banques centrales pour enrayer la hausse du yen, opération qui ne s'était jamais produite depuis 2000 quand il s'est agi de lutter contre une baisse de l'euro qui pouvait être à l'origine d'inflation importée. Cette intervention, qui se concrétise le vendredi 18, et jointe à la fourniture d'énormes liquidités par la BoJ pour soutenir l'économie nipponne, réussit à faire retomber la fièvre du yen.

Vu les circonstances, la fin de la troisième semaine ne peut se terminer sur les places boursières que par une poursuite des baisses : -3,02% pour le CAC40 (à 3810 points), -4,54% pour le DAX30, -1,90% pour le Footsie, -1,54% pour le Dow Jones, -2,65% pour le Nasdaq et -10,22% pour le Nikkei. La multiplication des très mauvaises nouvelles aurait pu se traduire par des baisses encore plus fortes. Mais les investisseurs sont dans l'attente d'en savoir davantage : sur le risque de crise nucléaire au Japon, sur les conséquences économiques et le coût financier du séisme et du tsunami pour le Japon et sur leurs répercussions sur l'économie mondiale (le Japon fournit notamment une très grande part des produits de haute technologie utilisés ailleurs et il y a des risques de ruptures de stocks), sur le risque de contagion des révoltes dans le monde arabe et donc sur la probabilité d'un choc pétrolier, et sur la situation de l'emploi dans l'UE et aux EU.

Les 24 et 25 mars, a lieu le Sommet des 27 tant attendu pour avancer sur les grands dossiers du moment : finaliser le pacte pour l'euro, réformer le PSC, arrêter le mécanisme de stabilité en fixant la capacité de prêt du FESF. Mais la démission du gouvernement portugais de J. Socrates, annoncée le 23 suite au rejet par le Parlement d'un plan d'austérité –le quatrième en un an et validé par la Commission européenne, empêche le Sommet d'avancer efficacement sur ces différents points et, bien évidemment aussi, sur le dossier du sauvetage du Portugal.

La troisième semaine voit les marchés financiers se ressaisir parce que les investisseurs se mettent à relativiser les effets des crises arabes et japonaise sur le dynamisme de l'économie mondiale : +4,26% pour le CAC40 (à 3972 points), +4,23% pour le DAX30, +3,19% pour le Footsie, +3,05% pour le Dow Jones, +3,76% pour le Nasdaq et +6,40% pour le Nikkei. Quant à l'euro, après être monté jusqu'à 1,4248 \$ en début de semaine, il termine à 1,4087.

Le jeudi 31 mars, à Nankin, en Chine, réunion d'un séminaire consacré à la réforme du SMI et du système de changes, réunissant les ministres des finances des pays du G20 ainsi que des banquiers centraux, le Directeur général du FMI, des économistes de renom tels que Rober Mundell et des investisseurs emblématiques comme G. Soros. Les principales idées qui en ressortent sont de donner au FMI plus de pouvoir pour encadrer les mouvements de capitaux, de donner davantage d'importance aux DTS et de faire entrer dans la définition de cette sorte de monnaie scripturale que crée le FMI d'autres monnaies que le dollar, l'euro, la livre et le yen, comme en particulier le yuan, quand celui-ci sera bien entendu complètement convertible, et de généraliser les interventions concertées sur le marché des changes des banques centrales, en dépassant le cadre du simple G7.

Remarque : « Le DTS est un actif de réserve international, créé en 1969 par le FMI pour compléter les réserves de change officielles de ses pays membres. Sa valeur est basée sur un panier de quatre grandes devises. Les DTS peuvent être échangés contre des devises librement utilisables. Avec l'entrée en vigueur d'une allocation générale de DTS le 28 août et d'une allocation spéciale le 9 septembre 2009,

le montant de DTS a augmenté de 21,4 milliards à 204 milliards (soit l'équivalent de quelque 308 milliards de dollars EU), converti au taux au 31 août 2010 » (FMI).

Ce même 31 mars peut être également retenu comme un jour crucial pour le système bancaire irlandais. En effet, étant donné leur déconfiture, pratiquement toutes les banques commerciales irlandaises vont être nationalisées, ce qui peut coûter aux contribuables jusqu'à la moitié du PIB ! Et l'aide déjà apportée par la BCE et le FMI risque de ne pas suffire. Bref, on se demande de plus en plus si l'Irlande ne va pas être obligée de négocier une faillite souveraine.

• Avril 2011 ->

À la fin de la première semaine du mois d'avril, les problèmes économiques et sociaux européens (en plus de la situation irlandaise gravissime, le Portugal est à nouveau dégradé par les agences de notation et subit des augmentations des « spreads »), les crises arabes et les catastrophes au Japon pèsent en définitive relativement peu de choses aux yeux des investisseurs face à un retour d'une croissance créatrice d'emplois aux États-Unis, comme si ce retour marquait la fin de la crise : +2,07% pour le CAC40 (à 4055 points), +3,36% pour le DAX30, +1,85% pour le Footsie, +1,53% pour le Dow Jones, +2,02% pour le Nasdaq et +1,81% pour le Nikkei. L'euro reste élevé : 1,4235\$.

Le mercredi 6, le Portugal se résout (enfin) à demander une aide d'urgence (ce sont les banques portugaises en mal de refinancement qui ont obligé le gouvernement à demander cette aide). Lors du week-end qui suit, les ministres de l'économie et des finances européens se réunissent en Hongrie pour étudier les modalités de cette aide –évaluée à 80 milliards d'euros- et des experts de la BCE, du FMI et de la Commission européenne partent immédiatement pour Lisbonne de façon à mettre en place les mesures –d'austérité- nécessaires. Les ministres des finances fixent non seulement des conditions économiques (réformes structurelles, restrictions budgétaires et privatisations), mais aussi politiques non seulement à cause de la crise gouvernementale actuelle mais aussi en prévision des difficultés sociales qui pourraient survenir : il faut que ce programme d'ajustement soit avalisé par l'ensemble des partis politiques portugais.

Le jeudi 7, la **BCE élève ses taux directeurs** d'un quart de point : le Refi passe donc à 1,25% alors qu'il était fixé à 1% depuis mai 2009. Le Conseil des gouverneurs est amené à prendre cette décision suite au dépassement du plafond de 2% par le taux d'inflation de la zone euro depuis décembre 2010, en glissement annuel : 2,2% en décembre, 2,3% en janvier, 2,4% en février et +2,6 en mars (voir www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/base/zoneeuro/zeb010.pdf).

Cette décision ne soulève aucune réaction particulière : il faut dire que J.-C. Trichet y avait préparé les esprits. Néanmoins, certains experts se demandent d'abord si la hausse des taux de la BCE est justifiée puisqu'il n'y a pas de risque de « second tour » et si elle peut être efficace étant donné qu'elle ne peut pas avoir de prise sur les sources extérieures de l'inflation qui sont pourtant la cause principale de son augmentation actuelle. Ensuite, ces experts se demandent si cette élévation des taux ne va pas compliquer à la fois la reprise en Europe et le retour aux équilibres des finances publiques, surtout que dans ces deux domaines les différents pays de la zone euro ne sont pas du tout logés à la même enseigne : ceux qui sont en grande difficulté risquent de l'être encore davantage. Et en plus l'euro risque de monter puisque la Fed et la BoE ne modifient pas leurs propres taux directeurs. Certes, la hausse des prix est plus forte en Europe qu'outre-Atlantique, mais le mois de février enregistre pour le commerce extérieur de la France un déficit historique de 6,55 milliards d'euros. Ainsi, parce qu'elle est unique et que la zone euro n'est pas du tout homogène, la politique monétaire de la BCE a des effets pervers. On peut penser en particulier que dans un tel contexte d'hétérogénéité de la zone, le poids des dettes publiques et les problèmes de la zone euro en matière de compétitivité seraient moins difficiles à supporter si l'euro était plutôt sous-évalué (« l'euro doit représenter sur le marché international non la capacité allemande mais le potentiel du Portugal » -J.-L. Gréau, dans l'Expansion d'avril 2011). De surcroît, si la BCE élève ses taux directeurs, elle maintient malgré tout les mesures exceptionnelles en direction du système bancaire : « elle continue d'appuyer sur l'accélérateur côté banques alors qu'elle commence à appuyer sur le frein dans les autres secteurs. Le message, ici, peut se résumer simplement : l'économie va mieux que la finance. Les industriels de la zone euro ont d'ailleurs le moral au plus haut tandis que le crédit se traîne. Cette divergence ne saurait s'éterniser » (J.-M. Vittori, Les Échos des 8 et 9 avril). La critique de la décision de la BCE peut être également placée dans le cadre de l'actuelle « guerre des monnaies », en l'exprimant d'ailleurs de deux façons imaginées : d'une part, la Banque centrale de la zone a le tort de « tirer la première », car elle n'est pas la plus pressée à élever ses taux au vu des situations constatées ici et là, et d'autre part « elle rend les armes », parce qu'elle procure des avantages aux pays concurrents. D'autres experts relativisent cependant cette analyse en prétextant que la politique monétaire reste accommodante tant que son principal taux directeur reste en deçà du « taux neutre » défini comme le taux compatible avec la croissance et l'inflation moyennes de long terme, soit pour l'Europe aux alentours de 2,5% ou 3%. On parvient d'ailleurs à des niveaux similaires quand on

L'EURO

applique la règle de Taylor. Autant dire que la décision de la BCE consiste à rendre la politique monétaire un peu moins accommodante plutôt qu'elle ne correspond au passage à une politique monétaire franchement restrictive. Nous pouvons quant à nous ajouter d'une part que toute décision de politique monétaire demande un assez long délai pour faire sentir ses effets sur l'économie réelle -entre un an et deux ans en général-, ce qui laisse quelque temps aux économies actuellement les plus malades de reprendre des forces ; et d'autre part que, d'après les modèles macroéconomiques, que ce soit celui de la BCE ou celui de l'OCDE, les variations du change semblent avoir relativement plus d'impact sur le PIB que celles des taux directeurs. Nous remarquons aussi que cette décision de hausse des taux directeurs intervient alors que l'augmentation de la masse monétaire M3 n'est tous ces mois-ci que de 2% environ, en rythme annuel.

En fin de deuxième semaine, les marchés financiers restent tout autant confiants que la semaine précédente, bien que le prix du baril et celui de l'or battent des records comme si des bulles spéculatives étaient en train de gonfler, que le Japon soit victime à nouveau de séismes importants (ce qui va amener ce pays à accroître ses importations de divers produits mais aussi diminuer ses investissements à l'étranger, et de manière plus générale, à renouer hélas avec la récession), et que les nouvelles des pays périphériques de la zone euro ne se soient pas améliorées, bien au contraire (la nécessité d'un sauvetage urgent du Portugal donne un peu plus de crédit à la théorie du complot ou tout au moins à celle des dominos à cause des « fonds-spéculatifs-anglo-saxons-qui-veulent-tuer-l'euro ») : +0,18% pour le CAC40 (à 4062 points), +0,52% pour le DAX30, +0,76% pour le Footsie, +0,03% pour le Dow Jones, -0,33% pour le Nasdaq et 0,61% pour le Nikkei. Suite à la décision de la BCE d'élever ses taux directeurs, l'euro voit bel et bien sa cote progresser : 1,4484\$.

Entre le lundi 11 et le mercredi 13, le FMI exprime plusieurs analyses qui sont toutes teintées d'un optimisme très prudent : selon lui, les excellents résultats comptables des banques masquent d'inquiétantes fragilités, et spécialement en Europe : « 30% des banques européennes, représentant un cinquième des actifs bancaires totaux disposent d'un ratio de capital inférieur à 8% » (bulletin semestriel de stabilité financière), la croissance mondiale restera soutenue mais l'Europe sera toujours à la traîne et l'économie américaine va être de plus en plus handicapée par un déficit public et une dette publics importants (respectivement 11% et 110% du PIB), et les nouvelles normes de Bâle III ne lui semblent pas encore assez rigoureuses.

Le 12, dépôt à la Chambre des représentants du Congrès des États-Unis du projet de loi HR 1489 par Marcia Kaptur qui a, en substance, pour objet de revenir au Glass-Steagall Act, de 1933, mais abrogé en 1999 par le Gramm-Leach-Bliley Act, pour abroger précisément celui-ci, dans le but en particulier de séparer à nouveau les métiers bancaires. Mais le Président Obama préfère en rester à la « règle Volcker ».

Le jeudi 14, lors d'une réunion à Sanya sur l'île chinoise d'Hainan, les BRICs deviennent les BRICS puisque l'Afrique du Sud (South Africa) se joint au groupe des principaux pays émergents, lequel groupe veut être non seulement un outil de coopération économique mais aussi un véritable club politique, par delà les différences de tailles et de performances économiques. La Chine semble en avoir pris d'ores et déjà le leadership. Les BRICS représentent 42% de la population du monde et 18% de son PIB. La réunion est aussi l'occasion d'affirmer plusieurs points de convergence, qui rejoignent d'ailleurs des propositions du G20 : nécessité de lutter contre la volatilité des prix de l'énergie et des produits agricoles, contre la spéculation financière par une meilleure supervision des produits dérivés, et pour la mise en place d'un SMI davantage multipolaire, avec un rôle plus important donné au DTS. Le même jour, le ministre allemand de l'économie déclare plus ou moins ouvertement qu'il n'écartera pas la possibilité de voir la Grèce contrainte de restructurer sa dette - qui approche des 150% du PIB : aussitôt, les taux à 3 ans imposés à ce pays par les marchés frôlent 20% et le gouvernement grec annonce dès le lendemain, vendredi, un plan d'austérité supplémentaire... Ce vendredi se réunit à Washington les ministres de l'économie du G20 pour poursuivre le travail mené à Paris en février. Mais les décisions tardent à être prises sur les sujets délicats -choix des indicateurs pour apprécier et comparer les performances et les déséquilibres des différents pays, le contrôle des mouvements de capitaux, la stabilisation des prix des matières premières : on prolonge le temps des études et des analyses.

Pris de lucidité, les marchés financiers terminent tous la semaine sur des baisses : -2,15% pour le CAC40 (à 3974 points), -0,54% pour le DAX30, -0,99% pour le Footsie, -0,31% pour le Dow Jones, -0,57% pour le Nasdaq et -1,81% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4430\$.

Le lundi 18, l'agence de notation S&P abaisse de « stable » à « négative » la perspective d'évolution de la dette souveraine américaine, ce qui signifie qu'elle pourrait dégrader prochainement la note des États-Unis, ce qui serait une décision historique à tous égards parce qu'elle nous ferait changer de

monde, au moins en matière de finance internationale. La masse des bons du Trésor américains représente actuellement plus de 13500 milliards de dollars, qui sont détenus essentiellement par des étrangers, la Chine et le Japon arrivant en tête, presque ex æquo, et pesant ensemble plus de 13%. Pour que les États-Unis évitent la dégradation, il faut qu'ils consentent à se mettre eux aussi à la diète budgétaire, tout en maintenant leur politique monétaire accommodante pour ne pas tuer leur reprise économique. Le même jour, le taux à 10 ans imposé à l'État grec frôle les 14,5%, soit 4,4 fois plus que le taux allemand. Un tel taux d'intérêt a forcément un effet « boule-de-neige », d'où un taux de dette publique qui atteint maintenant 150% ; sans parler des effets dépressifs de la purge à laquelle la Grèce est contrainte. *Le Portugal et l'Irlande sont dans le même schéma, si bien que si la récession dans ces pays « périphériques » n'est pas au moins contrebalancée par une expansion dans les pays du « centre », toute la zone en pâtira, avec un effet cumulatif allant jusqu'à remettre en cause notre modèle social et notre niveau de vie.*

Ces deux informations sont le symbole de la dimension que prend le problème des dettes publiques pour les économies occidentales, grandes et petites.

Malgré ces mauvaises nouvelles et parce que plusieurs grandes entreprises affichent de très bons résultats comptables et financiers pour le 1^{er} trimestre 2011, les Bourses terminent cette troisième semaine sur des gains : +1,19% pour le CAC40 (à 4022 points), +1,63% pour le DAX30, +0,37% pour le Footsie, +1,33% pour le Dow Jones, +2,01% pour le Nasdaq et +0,95% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4561\$.

Les Bourses restent sur la même tendance haussière à la fin de la quatrième et dernière semaine du mois d'avril : +2,11% pour le CAC40 (à 4107 points), +3% pour le DAX30, +0,86% pour le Footsie, +2,44% pour le Dow Jones, +1,89% pour le Nasdaq et +1,73% pour le Nikkei.

Et l'euro enregistre une nouvelle hausse en cotant 1,4806\$ le vendredi. La première conférence de presse du président de la Fed le mercredi 27 n'a pas séduit les marchés : B. Bernanke a une fois de plus affirmé que « la Fed pense qu'un dollar fort et stable est dans l'intérêt à la fois de l'Amérique et de celui de l'économie mondiale », et le dollar a baissé tout au long de la deuxième moitié de la semaine...

Ces résultats des bourses mondiales, y compris européennes, masquent les difficultés encore grandes de la zone euro. La Grèce et le Portugal connaissent en cette fin de mois d'avril des taux de rendement de leurs obligations étatiques à 10 ans en nette augmentation et atteignant des records : 15,6% pour la première et 9,6 pour le second, alors que ceux de l'Allemagne et de la France en sont respectivement à 3,2 et 3,5. Encouragés qu'ils sont par les prises de position des agences de notation, les investisseurs, en particulier les « zinzins » qui sont à la recherche principalement de placements réguliers et sûrs, délaissent de plus en plus les marchés des dettes publiques des pays périphériques (les titres des dettes privées concurrencent maintenant ceux des dettes publiques de ces pays). Heureusement que la BCE y supplée mais, ce faisant, non seulement elle utilise un procédé exceptionnel mais aussi elle alourdit son bilan avec des titres de qualité de plus en plus contestée.

• Mai 2011 ->

Le mardi 3, le Portugal signe avec le FMI et l'UE un plan d'aide sur 3 ans de 78 milliards d'euros contre l'engagement de réduire graduellement son déficit public au moyen de mesures d'austérité et de réformes structurelles.

À peine l'aide au Portugal est-elle décidée que la situation de la Grèce soulève à nouveau beaucoup d'inquiétude : une année après son propre sauvetage, les analyses montrent que ce pays ne sera pas en mesure de refaire appel aux marchés financiers mi 2012 comme prévu. Alors on entend à nouveau la question de savoir quelle solution mettre en œuvre : soit prévoir un second plan de sauvetage, soit s'engager dans la restructuration de la dette, soit que la Grèce abandonne l'euro. Lors d'une réunion informelle des ministres de l'économie de la France, de l'Allemagne, de l'Italie et de la Grèce le vendredi 6, les deux dernières solutions ont été exclues (ces ministres auraient d'ailleurs pu réfléchir également à la situation de l'Irlande dont la dette continue à grossir, et dont les autorités gouvernementales et monétaires sont de plus en plus inquiètes). La gravité de la situation de la Grèce sera en quelque sorte confirmée le lundi 9 par la baisse de deux crans (de BB- à B) de la note mise par l'agence S&P, qui estime que le rétablissement de la situation nécessiterait que les créanciers de l'État grec acceptent de renoncer à au moins la moitié de leurs créances.

Sur les quatre pays particulièrement vulnérables de la zone euro, considérés comme « périphériques » par opposition aux pays en meilleure santé, il faut les regrouper deux par deux en fonction de l'origine de leurs problèmes :

L'EURO

Le point commun de la Grèce et du Portugal est le problème de leurs finances publiques : leurs dettes publiques, en pourcentage du PIB avoisineront en 2011 respectivement 150% et 90%, en sachant que l'économie portugaise est très vulnérable et peu performante.

Le point commun de l'Irlande et de l'Espagne est au départ la double crise, immobilière et bancaire. Mais la chute des prix dans l'immobilier a été moins brutale en Espagne et sa dette publique est de 60%, alors que cette double crise est terrible en Irlande, ce qui conduit à une dette publique de 110% du PIB ; d'où la nécessité de l'aide internationale comme pour la Grèce et le Portugal.

Il faut malgré tout noter que ces trois pays « transfusés » et leurs dettes publiques ont un poids très limité dans la zone euro : Grèce = 2,5% du PIB de la zone euro et 4,2% de la dette de la zone ; Portugal = 1,9% du PIB et 1,8% de la dette ; Irlande = 1,7% du PIB et 2% de la dette.

Le jeudi 5 est marqué par deux faits qui pourraient être liés mais ils sont indépendants. D'une part, la BCE décide le statu quo pour ses taux. Et lors de sa conférence de presse, son Président ne fait aucune allusion à la « grande vigilance » par rapport à l'évolution des prix ; il se contente d'évoquer une « surveillance étroite », ce qui laisse penser que l'élévation des taux qui a eu lieu en mars devrait se poursuivre moins rapidement que prévu, d'où un affaiblissement relatif de l'euro (le durcissement de la politique monétaire européenne, par rapport à celles de la FED et de la BoE notamment, est l'un des aliments de l'appréciation de l'euro) : il passe sous 1,46\$. D'autre part, c'est en ce jeudi 5 mai que certains experts pensent pouvoir dater un certain retournement des prix de nombreuses matières premières, pétrole et ... or compris. Mais cela ne signifie pas que le « supercycle » des matières premières, commencé au milieu des années 2000, soit terminé pour autant ; surtout pour le pétrole dans la mesure où l'énergie nucléaire et le gaz de schiste sont très contestés.

Un troisième fait intervient le jeudi 5 mai qui mérite d'être mentionné : la Commission européenne envisage de réduire le nombre de pays qui bénéficient de la part de l'U.E. du régime de préférences commerciales, parce qu'elle considère que des pays comme le Brésil, l'Inde, la Chine, l'Indonésie ou encore le Maroc sont devenus des pays à revenu intermédiaire.

La première semaine de ce mois de mai enregistre sur les marchés financiers des baisses après une longue période de hausse : -1,19% pour le CAC40 (à 4058 points), -0,30% pour le DAX30, -1,53% pour le Footsie, -1,34% pour le Dow Jones, -1,60% pour le Nasdaq et +0,10% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4319\$.

En ce qui concerne la deuxième semaine, les marchés restent sur la tendance pleine d'hésitations de la semaine précédente parce qu'ils sont confrontés à des informations contradictoires sur les performances économiques mondiales : -0,97% pour le CAC40 (à 4019 points), -1,19% pour le DAX30, -0,85% pour le Footsie, -0,34% pour le Dow Jones, +0,03% pour le Nasdaq et -2,13% pour le Nikkei.

L'euro cote 1,4117\$: il continue donc à baisser. Certains spécialistes prévoient que le redressement du dollar devrait se poursuivre parce qu'ils estiment que la monnaie américaine est sous-évaluée.

Le dimanche 15, D. Strauss-Kahn (Directeur général du FMI) est inculpé par la justice américaine pour « agression sexuelle, tentative de viol et séquestration ». Il se trouve donc empêché de participer à la réunion prévue à Bruxelles le lendemain, le lundi 16, pour traiter de la situation grecque dont l'aggravation nécessite au moins un nouveau sauvetage, estimé à 30 milliards d'euros (la dette prévue de la Grèce pour 2012 représenterait 166% de son PIB). La BCE fait le « forcing » pour éviter la solution de la restructuration mais l'efficacité du n^{ème} plan d'austérité que vient de décider le gouvernement grec et les réactions de la population ne sont pas à même de rassurer les marchés (en effet, la Grèce qui a déjà reçu au total une aide de 110 milliards d'euros, n'arrive toujours pas à obtenir l'équilibre budgétaire primaire –c'est-à-dire l'équilibre budgétaire abstraction faite des intérêts de sa dette). D'ailleurs, l'agence Fitch rétrograde la dette grecque de trois crans, à B+ !

Sur les marchés financiers, la troisième semaine garde la même couleur grisâtre qu'ont eue les deux semaines précédentes : -0,70% pour le CAC40 (à 3991 points), -1,84% pour le DAX30, +0,38% pour le Footsie, -0,66% pour le Dow Jones, -0,89% pour le Nasdaq et -0,43% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4160\$.

Le Conseil européen du 17 adopte un programme de prêt de 78 milliards d'euros au Portugal, qui sera avalisé par le FMI le 20.

Le 21 mai, l'agence S&P menace de rétrograder la dette italienne en faisant passer sa perspective de « stable » à « négative », ce qui veut dire que selon cette agence de notation la dette italienne a 1 chance sur 3 d'être abaissée dans les 24 mois qui viennent. Cela démontre que la crise de la zone euro n'est pas terminée : l'euro se déprécie, et l'Italie et l'Espagne, ayant de plus en plus peur que les difficultés

grecques ne les contaminent, sont encore plus pressantes que l'Allemagne pour que le gouvernement grec montre le maximum de rigueur.

Sur les marchés boursiers, la dernière semaine du mois de mai reste marquée par l'incertitude et les hésitations : -1% pour le CAC40 (à 3951 points), -1,42% pour le DAX30, -0,16% pour le Footsie, -0,56% pour le Dow Jones, -0,23% pour le Nasdaq et -0,89% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4319\$ en la fin de cette semaine après avoir chuté à 1,3969\$ au début. Tous ces résultats négatifs résultent essentiellement du piètre spectacle que montrent les Européens face aux difficultés de la Grèce.

• Juin 2011 ->

La situation de la Grèce amène le Président de la BCE, J.-C. Trichet, à proposer en début de mois que les pays en difficulté qui ne parviennent pas à redresser suffisamment leurs comptes publics soient placés en quelque sorte sous la tutelle européenne pour que leurs politiques macroéconomiques (budgétaire et salariale en particulier) soient surveillées ; et même que les autorités européennes aient un droit de veto pour pouvoir s'opposer aux mesures économiques décidées par les gouvernements de tels pays. Il a même lancé l'idée de la création d'un ministère des finances pour toute la zone euro : « celui-ci ne générerait pas nécessairement un important budget fédéral mais exercerait directement des responsabilités dans au moins trois domaines. Premièrement, la surveillance des politiques budgétaires et des politiques en matière de compétitivité. Deuxièmement, toutes les responsabilités assumées généralement par les gouvernements en ce qui concerne le secteur financier intégré de l'Union. Troisièmement, la représentation de la confédération de l'Union au sein des institutions financières internationales ».

Également au cours de cette première semaine, l'agence Moody's menace les États-Unis d'abaisser leur note si le plafond de la dette n'est pas relevé, et annonce qu'il abaisse celle de plusieurs banques grecques après avoir dégradé il y a quelques jours celle de la dette publique grecque de trois crans !

Sur les marchés boursiers, la première semaine se résume à une poursuite de la baisse des scores, alimentée par de grosses incertitudes non seulement sur la situation grecque mais aussi sur la conjoncture américaine qui montre des signes de ralentissement, spécialement dans le secteur manufacturier, ce qui se traduit dans le taux de chômage (9,1%), signes auxquels s'ajoute une poursuite inexorable de l'effondrement des prix dans l'immobilier (aurait-on donc bel et bien affaire à un scénario en « W » ?) : -1,53% pour le CAC40 (à 3891 points), -0,76% pour le DAX30, -0,44% pour le Footsie, -2,33% pour le Dow Jones, -2,29% pour le Nasdaq et -0,31% pour le Nikkei. Et l'euro cote 1,4635\$. C'est plutôt le dollar qui baisse que l'euro qui monte, et cette appréciation de l'euro inquiète de plus en plus, au point que la chancelière allemande elle-même en craint les effets négatifs sur les exportations (notons que le déficit commercial français atteint des records historiques).

Le mardi 7 juin, la Commission européenne officialise ses recommandations macroéconomiques pour les 27 pays de l'UE, que le Conseil européen de la fin du mois devra adopter : elle donne donc, conformément à ce qui a été décidé en 2010, son point de vue sur les programmes de stabilités économique et financière annoncés en mai par les gouvernements des différents pays, et avant que leurs parlements n'entament les débats budgétaires. L'Allemagne est félicitée tandis que l'optimisme de la France est critiqué.

Le jeudi 9, lors de la réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs, le Président de la BCE laisse à nouveau entendre qu'une nouvelle hausse des taux en juillet est fort probable puisqu'il exprime « sa forte vigilance » à l'égard des pressions inflationnistes qui « sont clairement à la hausse » et réaffirme qu'« il est très important que la hausse des prix ne se traduise pas par des effets de second tout sur les salaires, ce qui conduirait à des pressions inflationnistes encore plus larges ». Notons que le lundi 27, le chef économiste de la BCE, Jürgen Stark, déclarera que le taux actuel de 1,25% n'est plus approprié : la hausse des taux directeurs en juillet est donc fort probable. C'est également en cette fin de mois de juin que la BRI se déclare très inquiète de la montée au niveau mondial de l'inflation et de l'endettement à la fois privé et public. Et pour éviter une « nouvelle catastrophe », elle exhorte toutes les banques centrales à élever leurs taux directeurs et tous les pays à assainir leurs finances publiques.

Au cours de cette première quinzaine de juin, les autorités européennes réfléchissent activement sur la participation des banques commerciales au sauvetage de la Grèce et sur les modalités d'une telle participation : certes, il s'agit surtout de banques grecques mais également de banques allemandes et françaises (70% de la dette grecque sont détenus par 20 établissements bancaires : c'est presque une

nouvelle illustration de la loi de Pareto...). Pour ces banques, spécialement les plus exposées, il s'agit d'un véritable dilemme : soit elles acceptent et cela peut leur coûter d'autant plus que la réussite du sauvetage n'est pas pour autant assurée, soit elles refusent et le risque de tout perdre peut être encore plus grand. Le fait que les banques grecques soient les plus exposées peut sembler normal mais en même temps cela complique la résolution de la crise.

Toujours à propos de la dette grecque, l'agence Standard & Poor's abaisse le lundi 12 la note grecque à long terme de trois crans à CCC, qui est le niveau le plus bas de tous les pays suivis par l'agence, puisque Grenade, la Jamaïque, le Pakistan et l'Équateur ont une notation à "B-" : S&P juge que le risque de défaut de paiement dans les douze mois s'est encore accru ; et prévient même que tout "échange de titres" ou "allongement des maturités" constituerait "de facto un défaut". La note grecque n'est plus qu'à trois crans du "D", la note la plus basse attribuée par S&P. Malgré cette aggravation de la situation grecque, l'euro résiste bien et s'apprécie même non seulement face au dollar mais aussi face au yen ; la perspective d'une hausse des taux de la BCE en juillet l'emporte pour l'instant sur le jugement de S&P.

La deuxième semaine se termine sur les places financières par une poursuite de la dégradation : le CAC40 enregistre une baisse de 2,20%, la sixième semaine consécutive, pour retrouver grosso modo, avec 3805 points, son niveau de janvier. Toutes les autres places sont également dans le négatif, sauf celle du Japon : -0,55% pour le DAX30, -1,52% pour le Footsie, -1,64% pour le Dow Jones, -3,26% pour le Nasdaq et +0,23% pour le Nikkei. Ces mauvais scores démotivent les épargnants à faire des placements boursiers : on constate une nette diminution de la détention de valeurs mobilières et du nombre des petits porteurs.

L'euro cote 1,4347\$: les mauvaises nouvelles sur l'économie des États-Unis et sur leur dette publique pèsent plus lourd que celles sur la situation des finances publiques des pays « périphériques » européens.

Et la troisième semaine reste marquée par l'incertitude généralisée : +0,49% pour le CAC40 (à 3824 points), +1,33% pour le DAX30, -0,88% pour le Footsie, +0,44% pour le Dow Jones, -1,03% pour le Nasdaq et -1,31% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4302\$.

La dernière semaine de ce mois de juin est particulièrement importante, et pour trois raisons.

- D'abord, parce que la crise grecque atteint un paroxysme au point que la possible faillite de l'État grec est maintenant comparée à celle qu'a connue Lehman Brothers en 2008 quant aux effets qu'elle aurait sur l'économie mondiale. Le Conseil européen des 23 et 24 est entièrement consacré à la mise au point du sauvetage, contre un nouveau plan d'austérité, accepté par la « troïka » (Commission, BCE et FMI), mais qui va être fermement discuté au Parlement grec et sans aucun doute très contesté par la population. *La BCE continue à refuser d'envisager une restructuration de la dette publique grecque ; sous prétexte que la Grèce connaît une crise de liquidité et non de solvabilité. En réalité, la Grèce est bien devenue insolvable à cause de l'aggravation continue de sa situation économique et financière. Mais, en dehors du fait que la restructuration de la dette grecque est peut-être une condition nécessaire au redressement de l'économie mais pas une condition suffisante, tant sa compétitivité est faible, une restructuration de la dette grecque présente deux risques selon la BCE, d'où sa position qui peut a priori apparaître comme inadaptée : un risque systémique (diffusion de la crise à d'autres pays avec déstabilisation de l'ensemble de la zone parce que les investisseurs internationaux ne veulent plus placer dans les pays en difficulté et les épargnants domestiques délocalisent leur propre épargne, si bien que ne restent que les capitaux publics pour financer les économies – l'agence de notation Moody's abaissera quelques jours plus tard la note du Portugal de Baa1 à Ba2, avec perspective négative) et un risque important de perte financière de la BCE dans la mesure où elle est directement exposée pour des sommes importantes, ce qui nécessiterait une forte recapitalisation, avec des conséquences négatives sur sa crédibilité chèrement acquise. Pour conjurer ce double risque, il faut mettre en commun les dettes publiques des États membres, autrement dit, créer une dette souveraine commune, avec une garantie conjointe et solidaire. Résumons, en tenant compte également de ce qui a déjà été écrit plus haut et à plusieurs reprises : la viabilité d'une monnaie unique nécessite qu'il y ait fédéralisme budgétaire et dette souveraine commune, et aussi élargissement des objectifs et assouplissement des pratiques de la BCE. Mais tout cela implique une évolution de la position allemande et une révision profonde du Traité de Lisbonne ainsi que des statuts de la Banque centrale.*

- Ensuite, parce que le Conseil européen approuve la nomination de Mario Draghi pour succéder en novembre à J.-C. Trichet à la tête de la BCE.

- Enfin, parce que les économies américaine et européenne ne vont pas bien (affaiblissement de l'activité, maintien de l'inflation à des niveaux élevés et finances publiques mal maîtrisées), et que la

crise grecque fait peser des risques de plus en plus graves sur les banques, les places financières européennes enregistrent à nouveau des baisses sur cette semaine : -1,02% pour le CAC40 (à 3785 points), -0,60% pour le DAX30, -0,30% pour le Footsie, -0,58% pour le Dow Jones, +1,39% pour le Nasdaq, +3,50% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4189\$.

Le mardi 28, la ministre française de l'économie Christine Lagarde est nommée Directrice générale du F.M.I. Elle est remplacée à Bercy par F. Baroin, lui-même remplacé comme ministre du budget par V. Pécresse.

La première déclaration officielle de la nouvelle Directrice du FMI concerne la Grèce : elle lance un appel pour une « entente nationale », dans la mesure où l'opposition parlementaire risque de mettre en échec l'adoption du nouveau plan de rigueur gouvernemental et où la rue manifeste toujours avec beaucoup de véhémence contre l'austérité. Le mercredi 29 juin, le Parlement grec adopte à une courte majorité le nouveau plan d'austérité et la « place des larmes » est bombardée de gaz lacrymogènes. Si l'adoption de ce nouveau plan renforce la protestation du peuple grec, elle soulage les marchés financiers qui l'accueillent par des hausses sensibles de leurs indices en fin de semaine : +5,88% pour le CAC40 (à 4007 points), +4,19% pour le DAX30, +5,13% pour le Footsie, +5,43% pour le Dow Jones, +6,15% pour le Nasdaq et +1,96% pour le Nikkei.

L'euro cote 1,4526\$.

• Juillet 2011 ->

En début de mois, branle-bas de combat en Allemagne : des universitaires et un député conservateur entament une action devant la Cour constitutionnelle pour contester la légalité des décisions de leur gouvernement en ce qui concerne la participation de l'Allemagne d'une part au FESF-MESF et d'autre part au plan d'aide d'urgence à la Grèce. Si la Cour se prononçait pour l'illégalité de ces dispositifs, cela mettrait très gravement en péril la survie de la zone euro tout entière. Heureusement pour la Grèce et pour la zone euro, la Cour constitutionnelle rejettera le mercredi 7 septembre la plainte pour illégalité du plan d'aide ; mais elle décidera aussi l'élargissement du droit de regard du Parlement sur ce type de questions.

Mardi 5, l'agence de notation Moody's abaisse à nouveau sa note pour la dette publique portugaise (plus de 100 % du PIB) en reléguant celle-ci dans la catégorie des obligations « pourries » (Ba2).

Jedi 7, conformément aux attentes, la BCE élève d'un quart de point ses taux directeurs. Le taux principal de refinancement est donc de 1,50%. Bien que la croissance soit atone en Europe et que les tensions sur les prix soient dues à de l'inflation importée, la BCE juge que sa politique monétaire reste « accommodante ».

La fin de la première semaine de juillet est marquée sur les marchés financiers spécialement européens par le climat de défiance que créent non seulement la décision de Moody's mais aussi la cacophonie des positions qu'adoptent les pays de la zone euro face à la crise grecque, cacophonie qui augmente les risques de contagion de la crise souveraine : -2,34% pour le CAC40 (à 3913 points), -0,23% pour le DAX30, +0,01% pour le Footsie, +0,59% pour le Dow Jones, +1,55% pour le Nasdaq et +2,73% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4264\$. *Les divergences entre les responsables des États membres de la zone euro sont une cause importante de l'instabilité des marchés et de la mise en cause de la survie de l'euro : apparaît en effet toujours, face à la situation des « PIGS », une coupure entre ceux que l'on pourrait appeler les « pays faucons » dont font partie l'Allemagne, les Pays-Bas et la Finlande, et les « pays colombes », avec la France, l'Autriche et la Belgique.* Le point principal d'achoppement concerne la participation des banques commerciales au sauvetage des PIGS, donc d'un défaut partiel. Sur ce point, la BCE est proche des positions des « colombes » : « événement de crédit, défaut partiel, défaut, on dit non » martèle J.-C. Trichet.

Dès le début de la deuxième semaine s'amplifie le risque de contagion de la crise grecque au Portugal, à l'Espagne et surtout à l'Italie, dont la situation est compliquée par les difficultés rencontrées par « Il Cavaliere ». Nous avons écrit bien plus haut que le « I » dans l'expression pouvait aussi bien signifier Italie qu'Irlande : la situation actuelle confirme pleinement cela. D'ailleurs, on pourrait maintenant écrire : « PIIGS ». L'Eurogroupe se réunit le lundi 11 mais les participants ne parviennent pas à se mettre d'accord sur les modalités concrètes du second plan d'urgence en faveur de la Grèce. « Les pays membres de l'Union monétaire se sont affrontés comme jamais », écrit le journal Le Monde. Ces divergences et ces hésitations en rajoutent à la confusion et encouragent les opérations spéculatives menées par les opérateurs des marchés et confortent les jugements négatifs des agences de notation

alors que la réunion avait précisément pour but de stabiliser la situation : Le Monde titre « Bourses plombées, taux records, chute de l'euro... les marchés gagnés par la panique ». Comme le titre ailleurs à juste titre le quotidien dans sa même édition du 13/7/2011 : « ces gamins qui nous gouvernent »... Mais aussi, comme on peut le lire dans un document hebdomadaire du Crédit Agricole (Perspectives Hebdo du 11-15 juillet), « si on peut reprocher aux Européens d'étaler sur la place publique leurs dissensions internes, on ne peut les incriminer de vouloir prendre leur temps. La recette qui sera appliquée à la Grèce ayant valeur d'exemple, il convient de bien soupeser le pour et le contre de chaque option pour trouver un dosage idéal entre faisabilité (avec ou sans défaut), équité (partage public-privé) et efficacité (allègements des dettes), le but ultime étant de boucher tous les points d'entrée des phénomènes de contagion entre États et vers le système bancaire ». Entre temps, le 12 juillet, l'agence Moody's dégrade la note de l'Irlande de Baa3 à Ba1, qui est le plus mauvais grade dans la catégorie spéculative et qui signifie concrètement que l'agence de notation estime qu'un nouveau plan de sauvetage est nécessaire. Notons à propos de cette agence qu'elle annoncera le lendemain, donc mercredi 13 qu'elle place « sous surveillance la note Aaa attribuée aux obligations de l'État fédéral américain en vue d'un éventuel abaissement, étant donné la probabilité croissante que le plafond légal de la dette ne soit pas relevé dans les temps ». Ce plafond légal, de 14 280 milliards de dollars, est quasiment dépassé depuis mai. Il y a une véritable guerre de nerf entre les conservateurs qui veulent que l'on diminue drastiquement les dépenses publiques et les démocrates qui demandent des augmentations d'impôts pour les plus riches mais il reste qu'il est impératif que le Congrès accepte de relever le plafond avant le 2 août, date retenue par le Trésor. La position de Moody's est à mettre en relation avec celle qu'avait prise S&P le 18 avril (voir à cette date) ; pour donner des ordres de grandeur faciles à retenir, le déficit public américain représente actuellement 10% du PIB et la dette publique près de 100%. Et ce même mercredi 13, c'est l'agence Fitch qui dégrade de 3 crans la note de la dette grecque en la faisant passer de B+ à CCC en critiquant d'ailleurs moins la Grèce qui fait incontestablement des efforts financiers que ses partenaires européens qui se montrent incapables de trouver un terrain d'entente.

Notons que le 11 juillet se produisent des explosions mystérieuses sur l'île de Chypre : cela entraîne une forte déstabilisation politique et économique, au point que Chypre risque d'être elle aussi confrontée à une crise de la dette.

Par conséquent, deux faits assombrissent gravement l'avenir de la zone euro : cette impuissance des responsables politiques européens à avoir la réactivité nécessaire et l'action devant la Cour constitutionnelle allemande pour contester la légalité des décisions du gouvernement. Et s'en ajoute un troisième, également lourd de conséquences négatives possibles : la BCE craint de plus en plus que ses actions de sauvetage des pays en difficulté, spécialement celles qui l'amènent à fournir des liquidités contre des titres publics de moins en moins bien notés, puissent faire l'objet de contestations devant la Cour de justice européenne dans la mesure où ces actions sont de plus en plus contestables au regard de ses statuts et des règles internes qu'elle s'est elle-même fixées (voir plus loin sur le refinancement).

Au moment où, dans le cadre de Rencontres de Pétrarque qui se déroulent à Montpellier à l'occasion du Festival de Radio France Montpellier Languedoc-Roussillon, est discuté du thème « le peuple a-t-il un avenir ? », on peut dès à présent considérer que ce sont les peuples européens qui sont les grandes victimes de la crise de la zone euro et de l'incurie des responsables politiques, et ils sont victimes d'une double peine : en tant que contribuables et en tant qu'individus. En tant que contribuables, ils ont déjà participé au premier sauvetage de la Grèce, avant la création du FESF, et ils pourraient être à nouveau directement sollicités pour financer le FESF si leur État devait concrétiser ses garanties –garanties des obligations que le FESF émet sur les marchés financiers, obligations notées AAA pour l'instant parce qu'elles bénéficient précisément des garanties de pays tels que la France et l'Allemagne ; et ils le seront de toute façon à terme dans la mesure où ces garanties données augmentent la dette publique au sens de Maastricht (la dette du FESF est rattachée comptablement à chaque État pour la part qu'il garantit). En tant qu'individus, ils font les frais d'une politique antisociale sous le couvert d'une austérité indispensable. C'est le sentiment de profonde injustice suscitée par cette double peine qui nourrit les divers populismes qui se développent au travers de toute l'Europe. Car, comme l'a dit Pierre Rosanvallon dans sa conférence inaugurale des Rencontres de Pétrarque, c'est la critique des dysfonctionnements de l'État-providence et la contestation des modalités de la redistribution qui structurent tous les populismes. Cette importante réflexion rejoint à la fois le thème central du livre qu'ont écrit Patrick Artus et Marie-Paule Virard : « pourquoi il faut partager les revenus » (La Découverte, mai 2010) et l'une des conclusions de la forte argumentation développée par J.-P. Fitoussi dans Le Monde du 21 juillet. Dans leur livre, P. Artus et M.-P. Virard considèrent que « la question du partage du revenu est plus que jamais un enjeu majeur, politique et social, mais aussi économique : sa déformation ancienne et continue au détriment des salariés constitue non seulement une source de stress et de tensions défavorables à la croissance de long terme, mais surtout une source d'inefficacité économique

L'EURO

qui pèse et pèsera sur le niveau de croissance potentielle. Une politique de l'offre, aussi efficace soit-elle, ne sert en effet à rien dans un environnement où la demande devient de plus en plus étique. Or c'est bien ce que l'on observe depuis la crise de 2007-2009 dans la plupart des pays développés, où la combinaison du coup d'arrêt donné à l'endettement des ménages et des entreprises, de la modestie des revenus du travail et de la peur de l'avenir compose un cocktail mortifère pour l'économie mondiale ». Pour infléchir le partage de la valeur ajoutée en faveur des revenus qui sont dépensés, c'est-à-dire ceux du travail, la fiscalité est pour les deux auteurs un instrument essentiel : « une fiscalité adaptée à cette situation est donc une pression fiscale plus faible sur les salaires (par exemple par une baisse des cotisations sociales), compensée par une hausse de la pression fiscale sur les revenus du capital, qui est sans danger puisque l'épargne est excessive ». La baisse des cotisations sociales que proposent P. Artus et M.-P. Virard nous semblent d'autant plus souhaitable qu'elle participerait à la diminution du coût du travail qui est anormalement élevé dans de nombreux pays européens, comparé non seulement aux pays émergents mais aussi aux pays anglo-saxons. Cette diminution du coût du travail permettrait non seulement une amélioration de notre compétitivité-coût mais aussi une réduction de la fraude fiscale et sociale, fraude qui est massive en Grèce, qui est également importante en Italie, et non négligeable en France (ce qui a fait dire en substance à P. Rosanvallon que le peuple grec récolte un peu aujourd'hui ce qu'il a semé). Quant à J.-P. Fitoussi, il associe lui aussi la crise à une contestation de la redistribution, et plus généralement à la profonde contradiction qu'il y a entre les exigences de solidarité de l'UE et la (soi-disante) vertu de la rigueur budgétaire : « ce qui se présentait sous les atours de la vertu – revenir à un niveau d'endettement public soutenable- apparaît pour ce qu'il est : un égoïsme de nantis (...) Les responsables de la zone euro jouent ainsi avec le feu et risquent de précipiter l'Europe, et même le monde, dans une nouvelle crise majeure que leurs populations déjà épuisées pourraient ne pas supporter. Le déséquilibre de la construction européenne que j'ai maintes fois souligné conduit à une politique de l'impuissance, qui, sous prétexte de responsabilités nationales, organise l'irresponsabilité européenne ».

Le vendredi 15 tombent les résultats de « stress tests » appliqués à 90 banques européennes, soit environ 65% des actifs bancaires européens : ils sont globalement plutôt positifs, ce qui rassure un peu les marchés. Seulement un peu car leurs inquiétudes sur le sort de la Grèce et sur le risque de contagion restent très fortes : sur les places financières, le lundi 18 est une journée noire. Le CAC40 atteint son plus bas historique de l'année (à 3650 points), ce qui, en cumulé, lui fait perdre plus de 22% depuis début 2007. Et, symétriquement, l'or atteint des sommets : plus de 1600 \$ l'once !

Le jeudi 21 est une date importante pour l'avenir non seulement de la Grèce mais aussi pour toute la zone euro, et peut-être même au-delà. En effet, c'est ce jour-là que se réunit à Bruxelles le Conseil de l'Union européenne (notons que le Président français et la chancelière allemande, rejoints in extremis par le Président de la BCE, se sont rencontrés la veille pendant 7 heures pour préparer ce sommet).

Voici le texte de la déclaration des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro et des institutions de l'UE, et en présence de Christine Lagarde, nouvelle Directrice générale du FMI (c'est nous qui soulignons certaines expressions) :

« Nous réaffirmons notre attachement à l'euro et sommes résolus à faire tout ce qui est nécessaire pour assurer la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble et celle de ses États membres. Nous réaffirmons également notre détermination à renforcer la convergence, la compétitivité et la gouvernance dans la zone euro. Depuis le début de la crise de la dette souveraine, des mesures importantes ont été prises pour stabiliser la zone euro, réformer les règles et élaborer de nouveaux outils de stabilisation. Dans la zone euro, la reprise est en bonne voie et l'euro repose sur des fondamentaux économiques solides. Mais les difficultés auxquelles nous sommes confrontés ont montré que des mesures plus ambitieuses s'imposent.

Aujourd'hui, nous sommes convenus de prendre les mesures suivantes :

Grèce:

1. Nous nous félicitons des mesures prises par le gouvernement grec pour stabiliser ses finances publiques et réformer son économie, ainsi que du nouveau train de mesures, y compris de privatisation, récemment adopté par le parlement grec. Ces mesures constituent des efforts sans précédent, mais qui sont nécessaires pour que l'économie grecque retrouve la voie d'une croissance durable. Nous sommes conscients des efforts que les mesures d'ajustement entraînent pour les citoyens grecs, et nous sommes convaincus que ces sacrifices sont indispensables pour la reprise économique et qu'ils contribueront à la stabilité et à la prospérité futures du pays.

2. Nous convenons de soutenir un nouveau programme pour la Grèce et, avec le FMI et la contribution volontaire du secteur privé, de couvrir intégralement le déficit de financement. Le financement public total s'élèvera à un montant estimé à 109 milliards d'euros. Ce programme visera, notamment grâce à une réduction des taux d'intérêt et à un allongement des délais de remboursement, à ramener l'endettement à un niveau bien plus supportable et à améliorer le profil de refinancement de la Grèce. Nous appelons le FMI à continuer de contribuer au financement du nouveau programme pour la Grèce. Nous avons l'intention d'utiliser le FESF en tant qu'instrument de financement pour le prochain décaissement. Nous suivrons avec beaucoup d'attention la mise en œuvre rigoureuse du programme sur la base d'une évaluation régulière effectuée par la Commission en liaison avec la BCE et le FMI.

3. Nous avons décidé d'allonger dans toute la mesure du possible le délai de remboursement des futurs prêts consentis par

le FESF à la Grèce en le portant des 7,5 années actuelles à un minimum de 15 ans et jusqu'à 30 ans avec un délai de grâce de 10 ans. À cet égard, nous assurerons une surveillance adéquate après la fin du programme. Dans le cadre du FESF, nous accorderons des prêts à des taux d'intérêt équivalents à ceux prévus par le mécanisme de soutien à la balance des paiements (environ 3,5 % actuellement), proches du coût de financement du FESF, sans descendre en dessous. Nous avons également décidé de repousser sensiblement les échéances de la facilité existante mise en place pour la Grèce. Cela s'accompagnera d'un mécanisme prévoyant des incitations appropriées en faveur de la mise en œuvre du programme.

4. Nous préconisons l'adoption d'une stratégie globale pour la croissance et l'investissement en Grèce. Nous saluons la décision de la Commission de créer un groupe de travail qui collaborera avec les autorités grecques pour canaliser les fonds structurels vers la compétitivité et la croissance, la création d'emplois et la formation. Nous mobiliserons des fonds et des institutions de l'UE, comme la BEI, vers cet objectif et relancerons l'économie grecque. Les États membres et la Commission mobiliseront immédiatement toutes les ressources nécessaires pour apporter une assistance technique exceptionnelle en vue d'aider la Grèce à mettre en œuvre ses réformes. La Commission fera rapport en octobre sur les progrès accomplis à cet égard.

5. Le secteur financier a indiqué qu'il était prêt à soutenir la Grèce sur une base volontaire en recourant à différentes possibilités permettant de renforcer encore la viabilité globale. La contribution nette du secteur privé est estimée à 37 milliards d'euros.

En prenant en compte le coût du rehaussement de crédit pour la période 2011-2014. De plus, un programme de rachat de la dette contribuera à hauteur de 12,6 milliards d'euros, portant le total à 50 milliards d'euros. Pour la période 2011-2019, la contribution nette totale de la participation du secteur privé est estimée à 106 milliards d'euros.

Un rehaussement de crédit sera fourni pour étayer la qualité de la garantie, afin d'en permettre l'utilisation continue pour que les banques grecques puissent accéder aux opérations de liquidités de l'Eurosystème. Nous fournirons des ressources appropriées pour recapitaliser les banques grecques si nécessaire.

Participation du secteur privé :

6. Pour ce qui est de notre approche générale à l'égard de la participation du secteur privé dans la zone euro, nous tenons à préciser que la Grèce appelle une solution exceptionnelle et bien spécifique.

7. Tous les autres pays de la zone euro réaffirment solennellement qu'ils sont fermement déterminés à honorer pleinement leur propre signature souveraine et tous les engagements qu'ils ont pris en matière de viabilité des finances publiques et de réformes structurelles durables. Les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro appuient sans réserve cette volonté, la crédibilité de toutes leurs signatures souveraines étant un élément déterminant pour assurer la stabilité financière de l'ensemble de la zone euro.

Outils de stabilisation :

8. Afin d'améliorer l'efficacité du FESF et du MES et de faire face au risque de contagion, nous décidons d'augmenter leur souplesse, assortie de conditions appropriées, pour leur permettre :

- d'intervenir sur la base d'un programme établi à titre de précaution ;
- de financer la recapitalisation des établissements financiers par des prêts aux gouvernements, y compris dans les pays ne bénéficiant pas d'un programme ;
- d'intervenir sur les marchés secondaires sur la base d'une analyse de la BCE constatant l'existence d'une situation exceptionnelle sur les marchés financiers et de risques pour la stabilité financière et sur la base d'une décision prise d'un commun accord par les États participant au FESF/MES, afin d'éviter la contagion.

Nous mettrons en place les procédures nécessaires pour la mise en œuvre de ces décisions le plus rapidement possible.

9. Le cas échéant, un contrat de garantie sera mis en place de façon à couvrir le risque résultant, pour les États membres de la zone euro, des garanties qu'ils auront fournies au FESF.

Assainissement budgétaire et croissance dans la zone euro :

10. Nous sommes déterminés à continuer à apporter un soutien aux pays bénéficiant d'un programme jusqu'à ce qu'ils puissent accéder à nouveau au marché, à condition qu'ils mettent en œuvre ces programmes avec succès. Nous nous félicitons de la détermination de l'Irlande et du Portugal à mettre en œuvre leurs programmes de manière rigoureuse et réaffirmons notre ferme volonté de voir aboutir ces programmes. Les taux et les délais de remboursement de prêt que nous avons arrêtés pour la Grèce dans le cadre du FESF seront appliqués également au Portugal et à l'Irlande. Dans ce contexte, nous notons que l'Irlande est disposée à participer de manière constructive aux discussions sur le projet de directive sur l'assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés (ACCIS) et aux discussions structurées sur les questions de politique fiscale dans le cadre du Pacte pour l'euro plus.

11. Tous les États membres de la zone euro respecteront à la lettre les objectifs budgétaires fixés, amélioreront la compétitivité et remédieront aux déséquilibres macroéconomiques. Les déficits publics dans tous les pays, à l'exception de ceux bénéficiant d'un programme, seront ramenés sous le seuil de 3 % d'ici 2013 au plus tard. Dans ce contexte, nous nous félicitons du train de mesures budgétaires présenté récemment par le gouvernement italien, qui permettra de ramener le déficit sous le seuil des 3 % en 2012 et d'équilibrer le budget en 2014. Nous saluons également les réformes ambitieuses entreprises par l'Espagne sur les plans budgétaire, financier et structurel. Pour donner suite aux résultats des tests de résistance des banques, les États membres fourniront à celles-ci, le cas échéant, des filets de sécurité.

12. Nous mettrons en œuvre les recommandations adoptées en juin en ce qui concerne les réformes qui favoriseront notre croissance. Nous invitons la Commission et la BEI à développer les synergies entre les programmes de prêts et les fonds de l'UE dans tous les pays bénéficiant d'une assistance de l'UE/du FMI. Nous appuyons tous les efforts déployés par ces pays pour améliorer leur capacité à absorber les fonds de l'UE afin de stimuler la croissance et l'emploi, notamment par une augmentation temporaire des taux de cofinancement.

Gouvernance économique :

13. Nous appelons à la mise au point rapide du paquet législatif sur le renforcement du Pacte de stabilité et de croissance

et sur la nouvelle surveillance macroéconomique. Les membres de la zone euro appuieront sans réserve la présidence polonaise afin de parvenir à un accord avec le Parlement européen sur l'adoption de règles de vote dans le volet "prévention" du pacte.

14. Nous nous engageons à mettre en place, d'ici la fin 2012, des cadres budgétaires nationaux, comme prévu dans la directive relative aux cadres budgétaires.

15. Nous convenons qu'il y a lieu de réduire la dépendance à l'égard des notations de crédit externes dans le cadre réglementaire de l'UE, en tenant compte des récentes propositions de la Commission dans ce sens, et nous attendons avec intérêt les propositions de la Commission sur les agences de notation.

16. Nous invitons le président du Conseil européen, en concertation étroite avec le président de la Commission et le président de l'Eurogroupe, à présenter d'ici le mois d'octobre des propositions concrètes sur la manière d'améliorer les méthodes de travail et de renforcer la gestion des crises dans la zone euro ».

*Les conclusions de ce Sommet « historique », « de la dernière chance », appellent de notre part les **huit commentaires** suivants :*

- *La zone euro est sauvée dans l'immédiat. D'ailleurs les marchés sont eux-mêmes rassurés dans l'instant parce qu'ils doutaient de plus en plus d'un accord entre les responsables politiques et financiers européens. Mais, « comme d'habitude » maintenant dans ce capitalisme de marchés financiers globalisés, les États sont trop dépendants de l'idéologie des marchés et des agences de notation. Alors que, normalement, les États et les marchés ne devraient pas raisonner seulement à court terme, les premiers imposent aux seconds leur vision économique court-termiste. Les investisseurs sont comme les adolescents : ils veulent tout et tout de suite. Ce qui amène fatalement à des comportements qui peuvent être suicidaires et/ou meurtriers : ainsi, quand les États mettent en place des programmes de rigueur, les marchés craignent un ralentissement de la croissance et quand les États soutiennent au contraire la croissance, les marchés crient haro sur les déficits publics. Alors qu'en raisonnant sur le moyen et long terme, le soutien de la croissance par des mesures à la fois conjoncturelles et structurelles, doit permettre à terme de réduire les déficits et donc les dettes, publiques et privées. C'est d'ailleurs l'idée que défend de son côté le Prix Nobel Joseph Stiglitz dans Le Monde du 7 août 2011, idée déjà exprimée dans Le Monde du 25 mai cité plus haut, qui craint que la crise ne dure à cause de la longue léthargie dans laquelle sont plongées nos économies. Une preuve supplémentaire de la « tyrannie » des marchés sera l'augmentation des taux qu'ils imposeront dès le mardi 26 à l'Espagne et à l'Italie : malgré le plan de sauvetage de la Grèce, les marchés n'écartent pas complètement le risque de contagion.*
- *Les décisions prises lors du Sommet doivent être votées par les Parlements. Il sera donc difficile qu'elles soient opérationnelles avant octobre. Il peut d'ici là couler beaucoup d'eau sous les ponts des marchés financiers...*
- *« Comme d'habitude » aussi, la crise grecque qui est devenue la crise de la zone euro est traitée quand il y a le feu dans la maison : alors, pour les pompiers, l'impensable hier est devenu indispensable aujourd'hui. Les dirigeants européens portent une lourde responsabilité dans le gonflement de la crise grecque au cours de tous ces mois derniers. La cacophonie entre eux a eu un impact détestable. Pour tenter d'y remédier, il serait question de donner officiellement davantage de responsabilités et de moyens au Président du Conseil européen dans la gouvernance de la zone euro.*
- *L'avenir de la Grèce s'éclaircit quelque peu puisqu'elle bénéficie d'une remise de dette, qu'elle aura moins à payer pour ses prochains emprunts et qu'elle aura davantage de temps pour le faire.*
- *Cet accord est bien entendu un compromis, tant les positions des uns et des autres étaient éloignées au départ. Ainsi, les Français et la BCE consentent aux Allemands une participation des banques (qui, à titre volontaire, sont priées d'échanger une partie de leurs titres grecs actuels contre d'autres titres, moins avantageux, contre l'assurance d'être remboursées grâce à la garantie du FESF), ce qui équivaut à un défaut de paiement, certes « sélectif » et « technique », mais qui correspond malgré tout à « un événement de crédit » tant redouté par la BCE pour le risque d'effet « Lehmann-Brothers » que cela pourrait avoir. Les Allemands consentent aux Français le renforcement du rôle du FESF ; celui-ci pourra notamment racheter de la dette publique, non seulement grecque mais aussi portugaise et espagnole, alors que jusqu'ici seule la BCE pouvait le faire : cela la libère un peu de cette responsabilité qui la place à la limite de ses statuts. De plus, les Français et les Allemands consentent à la BCE que le plan mis au point ne vaut que pour la Grèce, qu'aucun autre État ne pourra être déclaré en défaut ; sa propre crédibilité sera défendue aussi par le fait que le FESF pourra la seconder pour racheter des créances douteuses. Mais d'un autre côté, la BCE consent à reconnaître la possibilité de défaut d'un État membre. Quant aux banques, elles consentent à participer au sauvetage : le coût d'un échec de ce nouveau plan leur aurait coûté bien davantage parce qu'elles sont les institutions les plus exposées à la dette publique grecque ; et elles ne subiront pas la taxation dont on les avait menacées.*
- *À propos de la participation du secteur privé au sauvetage de l'État grec, on peut accepter le point de vue qu'exprime Harald Hau dans Le Monde du 16 août 2011 : « Les responsables politiques souffrent d'un double handicap dans leurs négociations avec le secteur privé : pour commencer, en raison de compétences insuffisantes et*

L'EURO

d'informations lacunaires (...) Ensuite, il ne faut pas non plus sous-estimer le lobbying des banques, qui dissuade un grand nombre de responsables politiques de prendre des risques qui soient favorables au contribuable. (...) L'incapacité du politique à agir sur le secteur privé s'explique également par le fractionnement du pouvoir politique en une multitude d'États ».

- *Quand le premier plan de sauvetage de la Grèce avait été décidé, il était entendu que cela suffirait pour enrayer la crise... En réalité, il n'en fut rien car le temps donné à la Grèce pour dégager un solde primaire positif était trop court. Avec ce nouveau plan, on donne à ce pays davantage de temps, ce qui va permettre d'une part à l'État grec de lancer dans les meilleures conditions possibles son plan de privatisations et d'autre part aux banques grecques de reprendre progressivement leur activité de financement de l'économie.*
- *Comme cela a été expliqué un peu plus haut, si ce plan ne va pas aggraver le déficit de la France, il va cependant alourdir sa dette du montant de la garantie assurée : de 15 milliards d'euros d'ici 2014.*

Dans un entretien donné au journal Le Monde (23 juillet), Kenneth Rogoff considère qu'avec ce plan « il n'y a que des mesures qui permettent, à nouveau, de gagner du temps, quelques semaines face aux marchés. Il manque toujours la solution radicale, déterminante. Les dirigeants européens n'ont pas évoqué clairement le dispositif concernant le Portugal ou l'Irlande. Jusqu'où peut-on soutenir l'Italie ? Quel est l'avenir de l'euro ? Va-t-on créer une union fiscale ? Toutes ces questions sont sans réponse. Ce qui a été dit et fait n'est qu'un pas de plus, le minimum pour éviter un effondrement imminent ».

Au cours de la semaine qui suit ce sommet, les indices boursiers enregistrent les mouvements suivants : -5,90% pour le CAC40, -5,32% pour le DAX30, -2,55% pour le Footsie, -3,78% pour le Dow Jones, -1,45% pour le Nasdaq et -2,51% pour le Nikkei. L'euro est orienté lui aussi à la baisse et cote aux environs de 1,4250\$.

Dans la nuit du dimanche 31 juillet au 1^{er} août, donc in extremis, un accord est enfin annoncé à Washington entre les Républicains (dont les membres ultraconservateurs du « tea party ») et les Démocrates pour remonter le plafond de la dette publique, de 2100 milliards de dollars, avec à la clé une programmation de réductions des dépenses publiques (les dépenses de sécurité sociale et de « Medicare » ne devraient pas être touchées) ; mais aucune augmentation d'impôts n'est admise). Cet accord sera entériné le lundi 1^{er} août par la Chambre des Représentants et le mardi 2 août par le Sénat. Dans le domaine de l'efficacité économique, ces mesures laissent les marchés inquiets (sera-t-il suffisant pour éviter le déclassement de la dette américaine ?) et les experts sceptiques (ne va-t-il pas aggraver l'atonie de la croissance et le chômage ?). Dans le domaine de la justice sociale, ces mesures suscitent de la colère : ce sont les ménages les plus modestes qui seront pénalisés puisqu'il n'y a pas d'augmentation de la fiscalité pour les plus riches et qu'il y aura des coupes sombres dans les dépenses sociales.

• Août 2011 ->

Le lundi 1^{er} août, la Commission européenne propose de faciliter l'accès aux fonds régionaux de l'UE à 6 pays particulièrement vulnérables à cause de leur dette publique : la Grèce, le Portugal, l'Irlande, la Roumanie, la Lettonie et la Hongrie.

Le jeudi 4 août, la BCE prend deux décisions : non seulement, et conformément aux attentes, elle ne modifie pas ses taux directeurs, mais surtout elle reprend, après 18 semaines d'interruption, ses achats de titres de dettes publiques « périphériques » à cause des réactions des marchés qui sont redevenus très rapidement nerveux, parce que certains investisseurs sont sceptiques quant à l'efficacité des mesures décidées le mois dernier et que d'autres continuent à « jouer » contre la zone euro. Non seulement les taux d'emprunt à 10 ans se sont mis à nouveau à progresser pour la Grèce (presque 15%) mais le risque de contagion que l'on cherche absolument à éviter devient bien réel : les taux imposés à l'Italie (qui est touchée par une double crise, financière et politique) et à l'Espagne (qui est touchée par une double crise, immobilière et bancaire) sont de plus en plus élevés (entre 6% et 6,50%) et risquent de les faire entrer elles aussi dans la spirale du sur-endettement (alors que les taux des obligations allemandes sont maintenant négatifs en termes réels). De plus, la BCE prolonge son allocation illimitée de crédits aux banques, à taux fixe et pour des périodes allant jusqu'à 3 mois (le marché interbancaire des pays du Sud est proche de l'asphyxie au point de faire craindre un « credit crunch »), et elle remet en place la fourniture illimitée de liquidités à taux fixe et à 6 mois, procédure que la BCE avait utilisée au lendemain de la chute de Lehman Brothers en 2008.

Toutes ces mesures n'empêchent pas les marchés de continuer à baisser, et même fortement.

L'EURO

Parce qu'ils pensent que les achats de titres publics par la BCE vont se limiter aux petits pays de la zone euro qui sont en difficulté depuis déjà un certain temps et qu'elle aura du mal à faire la même chose pour l'Italie et l'Espagne, qui sont d'une tout autre dimension. C'est précisément là que le bât blesse : pour que la BCE prenne le dessus sur les marchés, il faudrait qu'elle puisse statutairement et qu'elle se résolve à créer autant de monnaie que nécessaire pour éteindre les incendies dès que ceux-ci se déclarent ici ou là dans la zone euro. Une autre solution est envisageable pour faire taire la spéculation outrancière qui sévit actuellement sur les marchés : la création d'euro-obligations (ou « eurobonds »). Sur le plan économique, il y a du pour et du contre. Le « pour » est essentiellement économique puisque cela empêcherait les marchés de fixer des taux différents aux pays selon le risque qu'ils représentent : il y aurait au contraire un taux commun qui permettrait aux pays en difficulté de se financer plus avantageusement (parce qu'il y aurait pour ces obligations communes substitution d'un marché plus vaste et plus liquide aux marchés actuels, encore très fragmentés), d'éviter par conséquent le grossissement de leur dette par l'effet boule de neige et ainsi de ne pas subir le diktat des marchés. Pour reprendre l'image de J. Pisani-Ferry, « émettre des euro-obligations consisterait à remplacer la stratégie des Curiaces par celle des Mousquetaires ». Le côté « contre » est essentiellement politique : comme le taux commun sur le marché des eurobonds a des chances d'être plus élevé que le taux dont bénéficient actuellement des pays comme l'Allemagne, cette solution soulève la question de la solidarité intra-européenne, qui est en définitive la question centrale que pose l'avenir de la zone euro. D'un côté, les pays en difficulté seraient mis sous tutelle et, de l'autre, les pays en bonne santé devraient contribuer au sauvetage des premiers. Comment les peuples des uns et des autres pourraient-ils alors réagir ? En plus de cet aspect politique, il y a un problème technique : la zone euro n'a pas de budget propre et n'a pas le pouvoir de lever l'impôt pour rembourser ces euro-obligations. La solution peut être alors la mise en place d'une agence de la dette commune qui émettrait des obligations avec la garantie conjointe et solidaire de tous les États membres, chacun d'eux étant endetté vis-à-vis de l'agence. Il faut être conscient que cette solution aboutit à faire supporter aux contribuables de tous les pays le coût du sauvetage de l'un d'eux : c'est encourager l'aléa moral, cela entre aussi en contradiction avec le principe européen selon lequel la politique budgétaire – et donc la dette publique – est du ressort de chaque gouvernement, et cela ne peut être en tout état de cause envisagé que si des contreparties sont expressément prévues : il faut réformer le PSC de façon à ce que le contrôle des finances publiques soit non plus a posteriori mais a priori (alors la question devient : qui exercerait un tel contrôle ?).

Note 1 : Deux économistes, l'un français – Jacques Delpha –, l'autre allemand – Jakob von Weizsäcker –, proposent d'aménager la solution des eurobonds pour la rendre plus efficace : leur proposition consiste à décomposer la dette souveraine en deux parties. La première, dite « dette bleue », aurait un montant limité à 60% du PIB, serait constituée d'« obligations seniors », garanties conjointement et solidairement par l'ensemble des États membres ; la seconde, dite « dette rouge », concernerait la partie excédant les 60% et serait constituée d'« obligations juniors » qui ne seraient pas garanties par les autres pays : la responsabilité reste donc entièrement nationale. C'est la dette bleue qui prendrait donc la forme d'eurobonds, émis par une agence de la zone euro. Cette proposition rejoint ce que l'on appelle le « plan Bruegel », du nom du think-tank basé à Bruxelles. Mais le « plan allemand », établi par les 5 sages qui composent le Conseil allemand des experts économiques, propose au contraire de mutualiser les dettes publiques au-delà du seuil de 60% du PIB.

Note 2 : au 1/9/2011, les taux à 10 ans vont de 2,14% pour l'Allemagne à 17,77% pour la Grèce, en passant par 2,87 pour la France, 5,05 pour l'Espagne, 5,15 pour l'Italie, 8,56 pour l'Irlande et 10,14 pour le Portugal.

Par la panique des marchés que cela crée, le manque de vigueur de l'économie américaine (l'échec du Président Obama à persuader ses adversaires de ne pas faire de coupes sombres dans les dépenses alimente même des anticipations d'un retour de la récession), les grosses difficultés de la zone euro (les marchés interprètent même les mesures prises par la BCE comme une confirmation de leurs craintes d'une aggravation de la crise au sein de l'eurozone) et les problèmes que connaît aussi le marché des changes (la surévaluation du yen) commencent à faire naître des doutes sur le dynamisme et la stabilité de toute l'économie mondiale, ce qui pourrait transformer petit à petit l'actuelle crise des dettes publiques occidentale en une nouvelle crise économique et financière mondiale. Les deux principaux créanciers des États-Unis et de l'Europe ne s'y trompent pas : la Chine et le Japon en appellent le vendredi 5 à la coopération internationale. Le marché de l'or non plus : le cours du métal jaune va de record en record (soulignons ici une évolution plutôt positive : alors que l'on était encore il y a peu en droit de craindre une bulle spéculative des matières premières, les prix de celles-ci enregistrent de nettes baisses – le prix du baril de « light sweet » avoisine 82\$ alors qu'il avait atteint presque 114\$ au cours du printemps – ce qui est incontestablement un facteur favorable non seulement pour la reprise mondiale mais aussi pour les anticipations inflationnistes – ce qui pourrait retarder la hausse des taux directeurs de la BCE).

Les réactions des marchés financiers au cours de la première semaine d'août confirment les lignes précédentes : les baisses que ceux-ci enregistrent démontrent qu'ils sont en pleine « déprime ». Le vendredi, le CAC40 en est à sa dixième baisse consécutive, ce qui ne s'est jamais vu depuis la création de l'indice en 1987. Sur cette semaine, l'indice français cède 10,73% (à 3278 points), le DAX30 baisse de 12,89%, le Footsie de 9,77%, le Dow Jones de 5,75%, le NASDAQ de 6,88% et le Nikkei de 5,42%. L'euro cote 1,4290\$.

Le samedi 6 août, surprise générale et nouvelle de la plus grave importance : l'agence **Standard & Poor's** abaisse la note à long terme de la dette publique américaine, la faisant passer de AAA à AA+ (et précise que les perspectives sur cette note sont négatives). Le Président Obama, pensant que la décision de relever le plafond de la dette autorisée avait permis d'éviter ce risque, se montre indigné et accuse l'agence d'avoir fait une erreur statistique de 2 000 milliards de dollars... L'agence de notation S&P, qui est considérée comme la plus importante de toutes, motive sa décision par l'insuffisance du programme voté par le Congrès pour stabiliser la dette américaine sur le moyen terme et par le climat politique entre Républicains et Démocrates.

Les conséquences à attendre de ce déclassement peuvent être nombreuses et graves, à des horizons spatiaux et temporels divers : hausse des taux d'intérêt sur la dette américaine, donc alourdissement du déficit budgétaire et plus grande difficulté à le financer, impact négatif sur le dollar, avec ses conséquences sur l'économie mondiale, notamment celles qui proviendront des réactions des créanciers des États-Unis au premier rang desquels se trouvent la Chine et le Japon. L'économie européenne a tout à redouter de la baisse de la note de la dette américaine par S&P : non seulement la baisse probable du dollar va compliquer encore davantage la tâche de nos exportateurs mais aussi les marchés vont être encore plus nerveux et sourcilleux, si c'est possible, pour participer au financement des États de la zone euro qui sont en difficulté. Il se pourrait que la note mise au FESF subisse à plus ou moins brève échéance le même sort que la note de la dette américaine. En effet, on peut craindre, et à très court terme, que le mouvement de panique qui agite en ce moment les marchés des titres et des devises soit accentué (surtout que le marché des bons du Trésor américains joue un rôle de référence pour beaucoup d'autres transactions) ; et il va y avoir de la part de tous les participants aux marchés une réévaluation généralisée des risques. En somme, on craignait il y a déjà quelques jours l'amorce d'une nouvelle crise mondiale et la décision de S&P ne peut que précipiter davantage les choses. Paradoxalement, on en a voulu hier aux agences de notation de n'avoir pas su –ou voulu– annoncer l'imminence de la crise financière des années 2007-2008, et on va leur en vouloir aujourd'hui d'être à l'origine d'une aggravation de la situation économique mondiale.

Dès le soir de ce samedi 6 août, c'est le branle-bas de combat parmi les « grands de ce monde » : conférence téléphonique du G7.

Puis au cours du dimanche 7 août

- conférence du G20 tôt le matin,
- diffusion vers 20h d'un communiqué commun de la France et de l'Allemagne pour réaffirmer leur engagement de mettre scrupuleusement en œuvre les décisions prises lors du Sommet du 21 juillet,
- réunion téléphonique du Conseil des gouverneurs de la BCE à partir de 18h pour ouvrir, semble-t-il, la porte de sa procédure de rachat d'obligations publiques à l'Italie et à l'Espagne.

Sur ce point, trois remarques, la première est de forme et circonstancielle, et les deux autres sont de fond :

1) le communiqué franco-allemand joue un rôle décisif dans ce changement de position du Conseil des gouverneurs de la BCE entre le jeudi 4 et ce dimanche 7 ;

2) l'achat par la BCE d'obligations publiques a pour but, quand elle devient trop faible et que les taux se tendent donc beaucoup, d'augmenter la demande de ces titres publics de façon à ce que les taux restent raisonnables ;

3) mais ce faisant, la BCE alourdit son bilan d'obligations de qualité de plus en plus discutable et cela peut avoir quatre conséquences : la Banque centrale court le risque de devenir une « bad bank » ; il faudrait peut-être alors la recapitaliser comme cela a déjà été fait à la fin de 2010 ; la BCE ne se comporte plus seulement comme un régulateur monétaire mais aussi comme un investisseur financier ; et il peut y avoir conflit d'objectifs entre ces deux rôles : en tant que régulateur monétaire, la BCE pourrait hésiter à prendre telle ou telle mesure de politique monétaire si cela pouvait nuire à tel ou tel pays dont elle aurait beaucoup de titres publics, pour ne pas aller à l'encontre de ses propres intérêts en tant qu'investisseur ; cela équivaut à une remise en cause du principe de son indépendance. Notons que la BCE a déjà acheté à l'heure qu'il est plus de 70 milliards d'euros d'obligations publiques.

- Vers 23h, les ministres de l'économie et des finances du G7 se retrouvent avec les banquiers centraux, sous la Présidence du ministre français F. Baroin, et élaborent un communiqué où, en reconnaissant que la crise est mondiale, affirment qu'ils interviendront autant que nécessaire.
- Ce même dimanche, la Bourse israélienne suspend les transactions parce que ses indices chutent de plus de 6%.
- Et à nouveau la Chine et le Japon appellent à une meilleure régulation de la part des occidentaux, la première sur un ton beaucoup plus critique que le second.

Certes, les taux à 10 ans imposés à l'Italie et à l'Espagne se détendent un peu et les bons du Trésor américain restent une valeur sûre, mais, à l'évidence, toutes ces prises de position dominicales ne suffisent pas pour rassurer les marchés : dès le lendemain matin, le lundi 8, les places asiatiques baissent de 2% à 4% et le prix de l'or continue sa progression. Puis la BCE intervient bel et bien au profit de l'Espagne et de l'Italie. Cela se traduit alors par un rebond des places européennes, mais de très courte durée, puisque dès la mi-journée elles perdent 2% en moyenne (2,15% pour le CAC40), et l'indice de volatilité enregistre une hausse de près de 10% ! Pendant que Wall Street ouvre en nette baisse, les places européennes terminent la journée sur de fortes baisses par rapport au vendredi de la semaine précédente : -4,68% pour le CAC40 (à 3125 points), -5,02% pour le DAX30, -3,39% pour le Footsie, -2,44% pour le libex35 espagnol, -2,25% pour le FTSE MIB italien, -6% pour le ATHEN ASE grec, -4,38% pour le AEX-Index hollandais,... Wall Street ferme la journée sur de fortes baisses aussi : -5,55% pour le Dow Jones et -6,11% pour le Nasdaq.

Le mardi 9, après des départs souvent orientés à la baisse, les marchés se ressaisissent en fin de journée : Nikkei +1,25%, CAC40 : +1,63%, DAX30 : -0,30%, Footsie : +0,52%, Dow Jones : +3,98%, Nasdaq : +5,29%. Cette progression en cours de journée s'explique sans doute par la déclaration faite par le Comité de politique monétaire de la FED : la Banque centrale américaine compte laisser jusqu'à mi-2013 son taux de refinancement à son niveau actuel, donc proche de 0%, et utiliser tous les moyens dont elle dispose pour soutenir une croissance qu'elle constate être plus faible qu'elle ne l'avait prévue et éviter une aggravation du chômage qui reste élevé.

Sur les places financières asiatiques, le mercredi 10 commence par un mouvement positif de reprise mais sans que cela soit pour autant un fort rebond (d'ailleurs, les investisseurs et les observateurs se demandent si ce rebond est purement technique ou s'il annonce effectivement que le fond a été atteint ; la preuve est que l'or est toujours extrêmement recherché, au point de battre un nouveau record historique en cotant presque 1758 \$ l'once, contre moins de 700 avant le déclenchement de la crise des subprimes au cours de l'été 2007...) : +1,05% pour le Nikkei.

Mais sur les places européennes, la suite de la journée renoue avec une tendance nettement baissière, d'une part à cause de rumeurs de dégradation de la note de la dette française et de leur effet délétère sur les valeurs bancaires (est-ce un effet contreproductif de la réunion en matinée à l'Élysée du Président de la République, du Premier ministre, des ministres des affaires étrangères et des affaires européennes, des ministres de l'économie et du budget et du Gouverneur de la Banque de France, réunion qui ne s'est pas tenue plus tôt précisément pour ne pas affoler les marchés et à l'issue de laquelle il est décidé d'accélérer le calendrier en d'annonçant dès le 24 août des « décisions définitives » pour réduire plus vite le déficit, avec un point d'étape le 17 août ?) ; d'autre part à cause d'une ouverture de Wall Street sous le signe d'une nette baisse. Les trois grandes agences de notation (S&P, Moody's et Fitch) démentent alors vigoureusement ces rumeurs mais cela n'empêche pas les marchés de plonger : *c'est à cause du « trading algorithmique » et du « flash trading » que pratiquent les « high frequency traders », c'est-à-dire en réalité des « robots traders » ; d'où un « flash crash » ! Tout comme la société tout entière semble devenir de plus en plus violente, les marchés sont eux aussi plus violents qu'auparavant : comme dans certains films de science fiction, les robots traders sont des machines infernales ; elles spéculent à outrance et créent des chocs de volatilité parce qu'elles en vivent.* Le CAC40 perd 5,45% (à 3003 points, soit une perte de plus de 25% depuis le 1^{er} juillet), le DAX30 5,13% et le Footsie 3,05%. *Il est certain que les rumeurs sont fausses. Y aurait-il donc de la fumée sans feu ? Des auteurs aussi réputés que J. Attali (Le Monde du 11 août) et Ch. Wyplosz (Le Monde du 12 août) expriment souvent brutalement leurs inquiétudes sur la situation économique, financière, sociale et politique de la France. Le second considère que « le point de non-retour n'est pas encore franchi, mais les prémices sont là. Une fois le point de non-retour franchi, le gouvernement ne peut plus rien faire pour empêcher le rouleau compresseur d'avancer (...) Les marchés ne sont ni fous ni méchants. Ils détiennent une grosse part de la dette publique de la France, quelque 1 700 milliards d'euros, soit 85% de notre PIB, et ils sont effrayés de perdre une partie de leurs patrimoines (...) La France est impardonnable. Nos budgets sont en déficit chaque année depuis 1974 ». Là, il rejoint le premier, J. Attali : « le maître à penser des États n'est ni Keynes ni Schumpeter, c'est Madoff et sa capacité à construire des pyramides de dettes ». Dans un très bel article paru dans Le Monde des 14-15 août 2011, Gérard Béaur montre que l'endettement public et la question de sa réduction concernent les économies occidentales depuis le Moyen-Âge ; et que l'on retrouve en quelque sorte aujourd'hui les mêmes stratégies de désendettement qu'hier.*

L'euro baisse et cote 1,4208\$.

La fin de la journée se conclut à Wall Street par une baisse de 4,62% pour le Dow Jones et de 4,09% pour le Nasdaq.

L'EURO

Le jeudi 11 est marqué par une certaine reprise des marchés financiers dès le milieu de journée (Nikkei : -0,63%, CAC40 : +2,89%, à 3 090 points, SAX30 : +3,28%, Footsie : +3,11%, Dow Jones : +2,48%, Nasdaq : +2,92%. L'euro cote 1,4143\$.



Source : Yahoo.

En soirée de ce jeudi, 4 pays européens –la France, l'Italie, l'Espagne et la Belgique- décident d'interdire temporairement les ventes à découvert sur les valeurs financières (la Grèce les avait interdites en début de semaine). En France, cette décision est une application d'un article du code monétaire et financier qui date du 23/10/2010 selon lequel « en cas de circonstances exceptionnelles menaçant la stabilité du système financier, le président de l'Autorité des marchés financiers ou son représentant peut prendre des dispositions restreignant les conditions de négociation des instruments financiers, pour une durée n'excédant pas quinze jours ».

Une fois de plus, on est dans un dilemme : nécessité de prendre des mesures de régulation exceptionnelles, même temporaires, pour limiter au maximum les effets déstabilisants et même destructeurs de la spéculation ; mais ce faisant, on convainc les marchés que la situation est grave ; d'où un cercle vicieux et la mise en place d'un mécanisme d'anticipations autoréalisatrices.

La vente à découvert ou vente à terme (short selling) existe depuis plusieurs siècles parce qu'elle joue un rôle important dans les opérations de couverture puisqu'elle permet de lutter contre l'incertitude et les aléas de l'avenir, comme cela existe depuis longtemps dans les domaines de l'agriculture et du transport au long cours. Mais elle est un instrument financier qui est souvent à l'origine aussi d'un comportement spéculatif, d'où leur participation active à « l'économie-casino » : quand ils anticipent la baisse du cours de certains titres (et/ou qu'ils veulent « jouer » contre eux), les investisseurs font massivement des ventes à découvert de ces titres (ventes ainsi appelées parce que les investisseurs ne détiennent pas ces titres) pour provoquer une baisse de leurs cours la plus importante possible, de façon à pouvoir les racheter plus tard moins cher, d'où d'importantes plus-values pour eux - sans même parler de l'effet de levier - mais une volatilité des marchés et une vulnérabilité des sociétés concernées. On pourrait dire que la vente à découvert est de l'agiotage à l'envers (l'agiotage, qui vient de l'italien agio, différence, consiste à conserver des biens, des devises ou des valeurs mobilières dont on anticipe la hausse du prix pour retirer des plus-values de leur vente). Les ventes à découvert se font essentiellement sur des marchés de gré à gré, donc non réglementés. C'est en pratiquant en 1992 d'importantes et juteuses opérations de vente à découvert sur la livre sterling que George Soros s'est fait connaître. Il y a « vente à découvert nu(e) » quand la vente est faite sans avoir de provision préalable par des achats de titres ou par un emprunt.

Interdire la vente à découvert peut avoir un effet pervers : en limitant la spéculation à la baisse, elle peut favoriser excessivement la surévaluation des titres concernés. Et beaucoup d'experts estiment d'une part que la vente à découvert est plutôt une conséquence d'une baisse originelle du cours de tel ou tel titre plutôt que son fait générateur ; et que d'autre part les interdictions sont difficiles à mettre en œuvre et que les entreprises financières peuvent les contourner d'une manière ou d'une autre.

Le vendredi 12, la Commission européenne considère que l'UE est près de créer un cadre harmonisé sur les ventes à découvert. La Grande-Bretagne n'y est pas favorable mais l'Allemagne s'en félicite... Sur les marchés financiers, la journée de ce vendredi 12 commence à Tokyo par une baisse de 0,20% du Nikkei, mais se prolonge positivement sur les places européennes et américaines : +4,02% pour le CAC40 (à 3214 points), +3,24% pour le DAX30, +4% pour le Fointsie, +1,13% pour le Dow Jones et +0,61% pour le Nasdaq.

Au total, pour cette deuxième semaine d'août, pratiquement tous les indices boursiers enregistrent des baisses : -1,7% pour le CAC40 (à 3082 points), -3,82% pour le DAX30, +1,39% pour le Fointsie, -1,53% pour le Dow Jones, -0,96% pour le Nasdaq, -3,11% pour le Nikkei. Et l'euro cote 1,4244\$.

Le mardi 16 août, la chancelière allemande retrouve à l'Élysée le Président français pour étudier la situation européenne. À l'issue de leur réunion, ils font un certain nombre de propositions dans une lettre qu'ils adressent au Président du Conseil européen : la constitution d'un gouvernement européen, réunissant deux fois par an, sous la direction du Président du Conseil européen, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro, l'inscription de la « règle d'or » de l'équilibre budgétaire dans les Constitutions de tous les États membres de la zone euro, l'adoption dès 2013 en France et en Allemagne d'une assiette et d'un tarif identiques pour l'impôt sur les sociétés et la relance du projet d'une taxe sur les transactions financières. Par contre, l'Allemagne reste opposée à la solution des euro-obligations. Pour ce qui concerna la France, son gouvernement rejoint la position allemande car il estime que cette solution renchérirait sa dette, avec pour conséquences la nécessité d'adopter une discipline budgétaire encore plus dure et de faire courir le risque d'un déclassement par les agences de notation.

Remarque : la « règle d'or » semble recueillir l'assentiment de responsables gouvernementaux de plus en plus nombreux. Mais il faut se poser la question de savoir s'il s'agit d'une solution miracle pour réaliser le rééquilibrage des finances publiques. En plus des difficultés de mise au point et de mise en œuvre d'une telle règle, deux arguments montrent que les bienfaits attendus doivent être pour le moins relativisés : d'abord, cette mesure ne peut rien contre les causes d'une crise de surendettement privé, et ensuite et surtout, elle entre totalement en contradiction avec la vocation de la politique budgétaire qui est d'être contra-cyclique : si l'évolution conjoncturelle exige une politique de soutien ou de relance de l'activité, soit on contourne la règle et alors elle n'est pas utile, soit on l'applique strictement et alors elle développe des effets pervers.

Sur les places financières, la deuxième semaine d'août enregistre des très fortes baisses, dues essentiellement aux mauvaises performances des valeurs bancaires et aux mauvais indicateurs de l'économie américaine : -7,35% pour le CAC40, -8,64% pour le DAX30, -5,25% pour le Fointsie, -4,01% pour le Dow Jones, -6,62% pour le Nasdaq et -2,73% pour le Nikkei. L'or dépasse 1820 \$ l'once (il dépassera 1915\$ le 23/8), l'euro cote 1,4395\$. Le yen et le franc suisse profitent de cette panique boursière pour jouer le rôle de valeurs refuges ; et le diamant en devient une aussi, à son tour... Par ailleurs, le programme de rachat de titres publics par la BCE lancé en mai 2010 et qui doit durer jusqu'à la totale ratification de l'accord du 21 juillet selon lequel le relais doit être pris par le FESF, dépasse maintenant les 110 milliards d'euros.

Le mercredi 24, l'agence Moody's dégrade d'un cran (à Aa3) la note de la dette souveraine du Japon, qui atteint 200% du PIB. Les conséquences économiques du séisme du 11 mars font également partie de l'explication ; les turbulences politiques sans doute aussi.

Pour éviter en quelque sorte à la France la même punition à un moment où les prévisions de croissance sont orientées à la baisse, le gouvernement français annonce ce même mercredi 24 un plan supplémentaire de réduction du déficit avec un alourdissement des impôts et des taxes pour les ménages et pour les entreprises, mais spécialement pour les classes moyennes supérieures (1 milliard cette année et 11 milliards l'année prochaine). Il faut reconnaître que ce plan est courageux en cette période déjà pré-électorale mais la question essentielle que se posent les experts économistes est de savoir s'il suffira.

Dans son édition du 25 août, le quotidien « Le Monde » fait paraître un article de Gérard Lafay (professeur émérite d'économie à l'université Panthéon-Assas) et de Philippe Villin (conseiller stratégique et financier, et ancien directeur du « Figaro »), dont le sous-titre est « il faut reconnaître l'échec de l'euro et revenir aux monnaies nationales ». Les auteurs font trois commentaires de l'histoire récente de la zone euro.

D'abord, ils se félicitent du refus – jusqu'à maintenant – de l'Allemagne d'adopter la solution des eurobonds, et de l'alignement récent de la France sur cette position : « Depuis que la crise de l'euro a commencé – avec l'émergence, en 2010, de la crise des dettes souveraines d'Europe du Sud – et ayant découvert un peu tard qu'elles avaient mis la charrue avant les bœufs en créant une monnaie unique sans fédéralisme, les élites politiques et technocratiques tentent d'imposer – sans votations – des mécanismes de solidarité financière qui conduiraient à une union politique de facto à travers une " Europe des dettes " »

L'EURO

(Contradictoirement, on pourrait soutenir que laisser aux peuples la possibilité de s'exprimer sur ce type de sujet peut avoir un effet contreproductif et pervers : cela est d'ailleurs démontré par la réaction du gouvernement finlandais. Avant même la signature de l'accord du 21 juillet, le gouvernement finlandais, obligé de tenir compte du succès aux élections législatives des eurosceptiques, exige de la Grèce le versement d'une caution. Si d'autres pays suivaient l'exemple finlandais, la Grèce pourrait devoir payer un montant voisin de l'aide qui lui est accordée ! En définitive, le sauvetage de la Grèce –et au-delà celui de la zone euro- par la mise en œuvre de l'accord du 21 juillet reste suspendu aux ratifications qui ne seront pas finies avant fin octobre et qui seront soumises aux aléas des climats et calendriers politiques dans les 17 pays).

Ensuite, ils critiquent les politiques budgétaire et monétaire menées jusqu'ici en Europe qui sont suicidaires à leurs yeux ; la politique de rigueur budgétaire parce que, dans le contexte actuel d'un euro surévalué, elle fait courir le risque de déflation ; et la politique monétaire parce qu'elle est trop décalée par rapport à celle de la Fed et qu'elle contrarie le redressement des pays de l'Europe du Centre et du Sud. Il est vrai que les résultats de la zone euro sont très pâles : la croissance est en berne et le chômage ne baisse pas : sa moyenne est de 10%, avec d'ailleurs de forts écarts (l'Autriche affiche un taux de 3,7% - 7,8% pour les 15-24 ans- tandis que l'Espagne en est à 21,2% -46,2%-, la France se situant un tout petit peu en dessous de la moyenne pour le taux global de chômage (9,9%) et un peu au-dessus pour le chômage des jeunes (23,4% pour une moyenne de 20,5)).

Enfin, ils estiment que les marchés financiers, convaincus de la nocivité et de l'inefficacité de ces politiques, « vont continuer à massacrer joyeusement les Bourses européennes en général et les valeurs bancaires en particulier ». Ce faisant, « ils anticipent les pertes plus ou moins importantes, selon les pays et les banques ».

En conclusion, les auteurs considèrent que « la seule solution raisonnable consiste à démonter l'euro de manière organisée, aussi vite que possible, avant que tout ne saute. Il faut commencer par le dévaluer massivement, avant d'instaurer un retour ordonné à différentes monnaies nationales ».

Bref, cet article tranche complètement avec celui qu'avait fait paraître J.-H. Lorenzi, Président du Cercle des économistes, dans le même quotidien quelques jours plus tôt (20/8), sous-titré : « ne nous laissons pas aller au catastrophisme ambiant ». Il considère que le rétablissement de notre situation économique et que le sauvetage de la zone euro sont possibles à condition de mener subtilement les politiques indispensables, y compris l'utilisation d'eurobonds, la réduction des dépenses publiques et l'alourdissement de la fiscalité. Mais il reconnaît qu'il faudra vaincre deux difficultés : « la première porte sur le pouvoir d'achat de ces travailleurs souvent non qualifiés aux revenus proches du smïc (...) La vraie difficulté est de le maintenir, car se jouent à la fois un problème de consommation globale et le risque de tensions sociales extrêmement fortes. (...) La seconde difficulté, pour laquelle existent des solutions, consiste à bien gérer l'épargne abondante dans notre pays pour maintenir un taux de croissance de la consommation, condition nécessaire à un taux de croissance acceptable. (...) Taux d'épargne un peu plus faible, épargne de long terme pour l'investissement, voilà les conditions pour une trajectoire jouable à la fois pour l'année qui vient et également à plus long terme ». Pour montrer que des atouts existent encore, y compris en France, on peut ajouter à l'argumentation de J.-H. Lorenzi, d'abord que les entreprises françaises ont profité des taux d'intérêt bas pour emprunter sur les marchés et auprès des institutions financières, d'où des flux d'investissements encourageants, ensuite qu'elles ont largement reconstitué leur trésorerie d'exploitation, et enfin que les bénéfices des entreprises du CAC40 vont peut-être croître de 15% en 2011 par rapport à 2010 et s'approcher ainsi de ceux de 2008 qui a été une excellente année. D'ailleurs, en cette fin août, les cours du CAC40 valent encore 8 fois les bénéfices réalisés, certes contre 10 fois mi-février, mais n'est-il pas rationnel pour les investisseurs de revendre les titres des entreprises dont il y a toute raison de craindre une forte diminution des bénéfices ? La panique boursière actuelle n'est pas le fait exclusif des spéculateurs qui alimentent cette panique pour en tirer de substantiels profits : étant donné l'épaisseur des nuages qui bouchent l'horizon, tous les investisseurs, à commencer par les « zinzens », réorganisent leur portefeuille de placements au profit des valeurs refuges (or, franc suisse, ...) et au détriment des titres financiers.

À cause de la panique boursière ambiante, est prolongée l'interdiction des ventes à découvert pour certaines valeurs, notamment bancaires, décidée pour 15 jours le 12 août par l'AMF et par ses consœurs espagnole et italienne, de même que celle décidée par l'autorité grecque le 8 août.

Le vendredi 26, le Président de la Fed n'annonce pas le « QE3 » espéré par certains, tout en s'estimant prêt à mettre en œuvre un nouvel assouplissement quantitatif si le soutien de l'activité le nécessite, et surtout si la politique budgétaire du gouvernement est crédible, notamment en matière de logement.

La dernière semaine pleine du mois d'août se termine sur les marchés actions par des hausses, qui résultent de l'alternance de fortes baisses et de fortes hausses d'un jour à l'autre, ce qui prouve l'indécision des investisseurs : +2,34% pour le CAC40 (à 3088 points), +1,05% pour le DAX30, +1,77% pour le Footsie, +4,32% pour le Dow Jones, +5,89% pour le Nasdaq et +0,90% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4500\$.

• Septembre 2011 ->

Sur les places boursières, la première semaine du mois se termine certes sur des hausses mais les investisseurs sont déçus par la conjoncture américaine et inquiets sur la situation de la zone euro parce que la Grèce ne parvient pas à s'en sortir (récession et échec de la lutte contre la fraude fiscale) : +1,97% pour le CAC40 (à 3149 points), +0,02% pour le DAX30, +3,14% pour le Footsie, -0,39% pour le Dow Jones, +0,02% pour le Nasdaq et +1,74% pour le Nikkei.

D'ailleurs, dès le lundi suivant, le lundi 5, c'est un véritable vent de panique boursière qui souffle sur les marchés : le CAC40 enregistre une baisse de 4,73% et passe en dessous des 3 000 points. On n'hésite pas à parler de « lundi noir ». Ce sont les valeurs bancaires qui souffrent le plus et le marché monétaire se tend de plus en plus : les établissements financiers entrent à nouveau dans une phase de grande défiance les uns vis-à-vis des autres comme au plus fort de la crise des années 2008-2009. Ce mauvais climat est corroboré par un record atteint par les taux des CDS sur l'Italie et ... la France (« credit default swpas », contrats d'assurance contre les défauts de paiement). Plusieurs économistes en appellent donc à la BCE en souhaitant un retournement de la politique monétaire avec une baisse des taux directeurs.

Le mardi 6, le Nicolas Berggruen Institut fait paraître le rapport établi par son Conseil pour l'avenir de l'Europe dont font notamment partie Tony Blair, Jacques Delors, Felipe Gonzales, Mario Monti et Gerhard Schröder. Le titre du rapport donne d'entrée de jeu le ton : « l'Europe est la solution, pas le problème ». Et suivent cinq propositions : 1) Installer un fonds financier européen à part entière, 2) Recapitaliser efficacement les institutions financières européennes (la très forte baisse des valeurs bancaires montrent que les marchés estiment tout à fait possible la faillite de grands établissements financiers européens), 3) Réaliser une union budgétaire responsable avec un fédéralisme fiscal et un dispositif d'émission d'eurobonds, 4) Résorber la dette de manière ordonnée, 5) Relancer la croissance de moyen et long terme en prenant les mesures budgétaires indispensables et en faisant les réformes structurelles nécessaires, mais en veillant à ne pas compromettre la reprise actuelle qui est fragile à court terme.

Les membres du Conseil pour l'avenir de l'Europe sont décidément bien optimistes, et leur analyse tranche avec les points de vue alarmistes qui sont de plus en plus nombreux à s'exprimer en n'hésitant pas à briser des tabous : ainsi, certains, tels J. Voth, professeur d'économie à Barcelone (Le Monde du 7/9) prétendent que « la mort de l'euro ne sera pas la fin de l'Europe », d'autres, comme le ministre néerlandais des finances, évoquent clairement la sortie de la Grèce de la zone euro (Le Monde du 10/9) : alors qu'on disait hier qu'il fallait sauver la Grèce pour sauver l'euro, on commence à dire aujourd'hui qu'il faut sortir la Grèce pour sauver l'euro.

Il est donc important de poser d'emblée la question juridico-institutionnelle que nous avons déjà évoquée à l'occasion du mois de novembre 2010 : est-il possible pour un État de quitter la zone euro ? En fonction des traités, un État peut demander sa sortie de l'UE (article 50 du Traité de Lisbonne) mais il ne peut pas demander la sortie de la zone euro. Seulement, une sortie de l'UE implique quasi mécaniquement une sortie de la zone euro, tout au moins dans l'état actuel des traités. Et il n'est pas possible pour des États membres d'en exclure un autre : pour assurer sa crédibilité, notamment aux yeux des marchés, la zone euro est conçue comme irréversible et le taux de conversion entre la monnaie nationale et l'euro est irrévocable (art. 140). Par conséquent, si, d'une manière ou d'une autre, la Grèce était évincée de la zone euro, on pourrait craindre que des actions juridiques soient menées pour contester le bien fondé juridique de cette éviction. Indiquons aussi que tout pays entrant dans l'UE a vocation à entrer dans la zone euro à partir du moment où il en remplit les conditions, et à moins d'obtenir des dérogations comme c'est le cas du Royaume-Uni et du Danemark.

Le jeudi 8, lors de la conférence de presse qui suit la réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs, et en dehors du fait que les taux directeurs sont maintenus, le Président Trichet insiste sur le contraste qu'il y a entre l'efficacité de la politique monétaire de la BCE en matière de lutte contre l'inflation et de fourniture de liquidités au système bancaire et l'irresponsabilité des gouvernements sur le plan budgétaire.

Le mercredi 7, l'Espagne inscrit dans sa Constitution la « règle d'or budgétaire », à l'instar de l'Allemagne en juin 2009, et que souhaite N. Sarkozy aussi pour la France : en 2012, une limite de 0,4% du PIB doit être mise pour le déficit à partir de 2020.

Le vendredi 9 se rencontrent à Marseille les ministres et les banquiers centraux des 7 pays les plus riches (G7) – en présence de la Directrice générale du FMI-, avant la réunion du G20 du 23. Le sujet

principal de préoccupation est la mollesse de la croissance dans un contexte où, comme l'a parfaitement écrit Martin Wolf dans Le Monde du 6, « *les gouvernements qui pourraient dépenser plus s'y refusent, et d'autres qui voudraient dépenser plus ne le peuvent pas* » ; autre façon d'exprimer le dilemme dans lequel se trouve la zone euro selon la situation de ses différents États membres : faut-il appuyer sur l'accélérateur de la croissance ou sur le frein des déficits ? Mais cette réunion du G7-Finances reste en définitive dans les déclarations d'intention, dans le flou et dans l'indécision, voire carrément dans l'incantation.

Le samedi 10, démission du chef économiste de la BCE Jürgen Stark, qui a été naguère l'un des artisans allemands de la construction de la zone euro. Cette démission s'explique de la même façon que le retrait en février dernier d'Axel Weber, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE en tant que gouverneur de la « Buba » : l'un comme l'autre estiment que la BCE ne traite pas la crise de l'euro de manière assez orthodoxe et sont en particulier opposés au rachat de titres publics des pays en difficulté parce qu'ils estiment que cela alourdit dangereusement le bilan de la BCE ; surtout que les pays concernés sont d'un poids de plus en plus important au sein de la zone euro. Ces dissonances au sein même de la BCE montrent que l'on n'est plus à la belle époque de l'unanimité au sein de l'institution, et cela ne peut qu'aggraver les tensions sur les marchés. Le départ prochain du Président Trichet ajoute de l'incertitude et on assiste en plus au développement d'attitudes nationalistes au sein des services de la BCE, les personnels allemands et d'origine nordique prenant de la distance par rapport aux autres. (Notons que J. Stark sera remplacé fin octobre par Jörg Asmussen).

La deuxième semaine du mois se traduit évidemment sur les marchés actions par des baisses très fortes : -5,52% pour le CAC40 (à 2975 points), -6,29% pour le DAX30, -1,46% pour le Footsie, -2,80% pour le Dow Jones, -0,5% pour le Nasdaq et -2,38% pour le Nikkei (le lundi suivant est comme le précédent un lundi noir, toujours à cause des valeurs bancaires : le CAC40 baisse dans la journée de 4,03% et atteint ce faisant son niveau le plus bas depuis avril 2009). Le marché interbancaire est de plus en plus asphyxié, ce qui exprime le sentiment de défiance qui se développe à nouveau au sein du système bancaire de second rang. Et l'euro recule aussi en cotant 1,3655\$.

Le 14 septembre, trois événements concernent la situation de la Grèce et de la zone euro : d'abord, le ministre des finances de la Pologne (qui assure la présidence tournante de l'UE) estime devant le Parlement européen que l'UE est en danger, ensuite, les BRICS et spécialement la Chine proposent explicitement de venir au secours de la zone euro, notamment en y augmentant leurs investissements, enfin, une visioconférence a lieu entre N. Sarkozy, A. Merkel et G. Papandréou pour faire le point et réaffirmer les engagements du 21 juillet en même temps que le maintien de la Grèce dans la zone euro. En attendant la fin de semaine, consacrée à une rencontre de deux jours en Pologne des ministres de l'économie et des finances de l'UE, un document établi pour le Comité économique et financier de l'UE insiste sur le risque de « *cerceau vicieux entre la dette souveraine, le financement des banques et la croissance négative* » et considère que « *la crise est devenue systémique* ». Devant donc la gravité de la situation, les responsables européens –en particulier le Président du Conseil européen et celui de la Commission- semblent décidés à réformer en profondeur la gouvernance de la zone euro. On attend leurs propositions.

Le jeudi 15, interviennent deux événements importants. D'abord, la BCE, la Fed, la BoE, la BoJ et la Banque centrale suisse décident de prêter à 3 mois aux établissements financiers européens les liquidités dont ils peuvent avoir besoin, et ce de manière illimitée. Le but est de détendre le marché interbancaire et donc d'empêcher un quelconque « *credit crunch* » à une époque où les responsables gouvernementaux sont pris en tenaille entre réduction de la dette et soutien de la croissance. Comme après la faillite de Lehman Brothers, le marché interbancaire européen s'asphyxie de plus en plus, les banques commerciales rechignant à se prêter entre elles, d'où des dépôts importants qu'elles font auprès de la BCE. Ensuite, et après de nombreux mois d'atermoiements, un accord intervient entre la présidence (polonaise) des 27 et le Parlement européen sur le durcissement du PSC, qui avait été au contraire adouci en 2005. Ces deux événements, très indépendants l'un de l'autre, ont cependant ceci de commun qu'ils devraient rassurer les marchés. Les indices boursiers montrent bel et bien un franc rebond.

En fin de semaine, la réunion en Pologne de l'Eurogroupe s'est transformée en confrontation avec le Secrétaire au Trésor américain qui avait été convié à y participer par la Pologne, elle-même non membre de la zone euro... En effet, d'un côté on a les États-Unis qui, craignant que la chute éventuelle de la

Grèce n'ait un effet systémique non seulement au sein de la zone euro mais aussi sur eux-mêmes, tancent les Européens, lesquels estiment d'un autre côté ne plus avoir de marge de manœuvre.

Sur les marchés financiers, le rebond de jeudi permet de clôturer la semaine sur de belles hausses : +1,90% pour le CAC40 (à 3031 points), +7,39% pour le DAX30, +2,95% pour le Footsie, +4,30% pour le Dow Jones, +6,25% pour le Nasdaq et +1,45% pour le Nikkei. L'euro est à 1,3799\$, après avoir chuté plus fortement en début de semaine, y compris et surtout par rapport au yen.

Le mardi 20, S&P abaisse la note de la dette souveraine de l'Italie (de A+ à A) à cause non seulement de l'importance de l'endettement public mais aussi du rythme de croissance et du climat politique, et cela à moins d'une semaine après que le Parlement italien ait pourtant décidé un important plan d'austérité pour assainir ses finances publiques (l'Italie a une dette souveraine représentant 120% de son PIB) ; la position de S&P montre le peu de confiance que l'agence a en l'efficacité du plan de rigueur italien. *Cela entraîne d'abord un débat sur le rôle politique des agences de notation : il y a ceux qui condamnent l'immixtion des agences de notation dans les affaires politiques intérieures des pays et il y a ceux qui admettent que le climat politique fasse partie des critères d'évaluation des agences de notation. En tous les cas, la santé de la zone euro n'a pas besoin de cette difficulté supplémentaire, ce qui amène de plus en plus d'experts à briser les tabous évoqués plus haut. Cela amène ensuite à craindre de plus en plus un effet domino exercé par la Grèce sur d'autres membres de la zone euro. On peut d'ailleurs se demander si la mise en défaut de la Grèce en défaut partiel ne serait pas pour les marchés un signe supplémentaire qui ne ferait qu'accroître cet effet domino : en effet, d'une part, ils pourraient en conclure que les dettes d'autres pays européens pourraient être traitées de la même manière, et, d'autre part, ils pourraient anticiper des sorties en chaîne de la zone euro. Et le risque systémique serait d'autant plus probable que les banques européennes, qui ont déjà à l'heure actuelle perdu entre la moitié et les trois quarts de leur valeur boursière, ne faisaient pas l'objet rapidement d'une recapitalisation, car, si actuellement elles sont encore solvables, leur équilibre financier serait très vite mis à mal si l'effet domino se développait. Mais comme les banques sont naturellement opposées à une telle recapitalisation parce que cela signifie concrètement nationalisation partielle, et qu'elles espèrent que soit fait appel aux contribuables pour rembourser les dettes souveraines, sans contrepartie, ce sont aux pouvoirs publics, donc au politique, de les y contraindre...*

Également le mardi 20, un accord est enfin obtenu entre les États membres et le Parlement sur la gouvernance économique en général et sur la réforme du PSC en particulier. Le « paquet législatif pour la gouvernance économique » sera voté par le Parlement à la fin du mois.

Ce paquet comporte 6 textes :

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

Le mercredi 21, après 2 jours de discussion, le Comité de politique monétaire de la Fed, le FOMC, annonce de nouvelles mesures pour soutenir le niveau de l'activité économique américaine tout en veillant à contenir l'inflation (il laisse inchangé son taux directeur). Pour que les taux longs soient orientés à la baisse, plutôt que de décider une troisième QE (« quantitative easing »), la Fed prolonge la maturité moyenne de ses avoirs en valeurs mobilières : elle achètera, d'ici fin 2012, 400 milliards de dollars de titres publics avec des maturités de 6 à 30 ans et vendra une quantité égale de Bons du Trésor d'échéances d'au plus 3 ans (c'est une « opération twist ») ; et le FOMC décide de soutenir aussi le marché immobilier : la Fed achètera des titres adossés à des créances hypothécaires d'organismes de refinancement hypothécaires parapublics comme Fannie Mae et Freddie Mac.

Le même jour, le FMI décide de prolonger de 6 mois son accès aux ressources exceptionnelles que sont les « nouveaux accords d'emprunt » –NAE en Français (New Arrangements to Borrow –NAB en américain).

Le jeudi 22, en marge des assemblées générales du FMI et de la Banque mondiale, se réunissent d'un côté les ministres des finances du G20 et de l'autre ceux des BRICS. Parmi les premiers, ceux qui ne font pas partie de la zone euro font pression sur leurs collègues pour que « le politique » prenne enfin ses responsabilités et prenne urgemment les décisions nécessaires pour sortir des griffes des marchés (sur les places boursières, ce jeudi est un véritable « jeudi noir » : le CAC40 perd 5,25%), pendant que les seconds estiment de plus en plus risqué d'investir dans la zone euro, ce qui ne peut se traduire que par une aggravation de ses perspectives et de la crédibilité en sa monnaie unique (les banques et fonds américains diminuent également leurs placements en Europe). Lequel euro baisse à jusqu'à 1,3501\$.

Le samedi 24, au FMI, face au risque systémique que la situation de la zone euro fait courir à toute l'économie mondiale, les 17 de la zone euro déclarent faire tout le nécessaire pour assurer la stabilité financière de la zone, en admettant qu'ils doivent pour cela aller plus loin que l'accord du 21 juillet. En particulier est de plus en plus avancée l'idée d'accroître les moyens du FESF en lui permettant de demander à la BCE des prêts avec comme garanties les emprunts achetés sur les marchés.

On comprend que sur les marchés actions la fin de la semaine se traduise pas d'importantes baisses : - 7,29% pour le CAC40 (à 2810 point), -6,76% pour le DAX30, -5,62% pour le Fointsie, -6,41% pour le Dow Jones, -5,30% pour le Nasdaq et +0,49% pour le Nikkei. L'euro est à 1,3497\$.

Les 26 et 27, les ministres du travail du G20 se réunissent à Paris pour faire inscrire à l'ordre du jour de la réunion du G20 de début novembre à Cannes, sous la présidence française, plusieurs thématiques autour de l'emploi, du travail et de la protection sociale, de façon à donner à la gouvernance mondiale une autre dimension (voir www.g20-g8.com/g8-g20/g20/francais/pour-la-presse/communiqués-de-presse/conclusions-des-ministres-du-travail-et-de.1464.html)

Le jeudi 29, le Bundestag vote à une très confortable majorité l'augmentation du FESF, ce qui constitue une preuve importante de la décision par l'Allemagne d'opter pour la solidarité davantage que pour la rigueur comme elle le faisait jusqu'à maintenant (notons ici que certains, y compris le Président de l'Eurogroupe, relativisent la vertu de rigueur de l'Allemagne en rappelant l'importance de la dette souveraine allemande -81,7% du PIB cette année- ainsi que les astuces statistiques utilisées pour minimiser le déficit public au sens de Maastricht : voir l'article consacré à ce sujet par Le Monde du 20 novembre).

Sur les places boursières, le mois de septembre se termine sur un net rebond, malgré la persistance des inquiétudes : comme le dit la maxime, « les marchés haussiers naissent dans le pessimisme, se développent dans le scepticisme, atteignent leur maturité dans l'optimisme et meurent dans l'euphorie ». Sur la semaine, le CAC40 gagne +6,12% (à 2982 points), le DAC30 +5,88%, le Fointsie +1,22%, le Dow Jones +1,32% et le Nikkei +1,64% ; seul le Nasdaq est en baisse, de 2,73%. L'euro cote 1,3388\$.

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

Ce paquet comporte 6 textes, d'où le nom de « six-pack » :

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

• Octobre 2011 ->

Le mardi 4 est marqué par deux annonces négatives : l'agence Moddy's dégrade la dette souveraine italienne de 3 crans à A2, et la banque franco-belgo-luxembourgeoise Dexia, qui finance essentiellement les collectivités locales, est au bord de la faillite. Le démantèlement de Dexia semble inexorable : la Belgique approuve la création d'une « bad bank » et la France envisage la reprise d'une partie des activités de Dexia par la CDC et la Banque postale.

Le « choc Dexia » et la menace d'un credit crunch expliquent que le mercredi 5 la chancelière allemande joigne sa voix aux experts comme ceux du FMI et de la BCE qui poussent à une recapitalisation rapide des banques européennes qui présentent un risque systémique. Mais il n'y a pas consensus sur cette recapitalisation, à la fois sur le degré de sa nécessité, sur ses modalités (quelles banques ? pour quels montants ?), et sur ses conséquences, dans la mesure où elle peut avoir des effets pervers sur les finances publiques des États et donc sur leur notation. A. Merkel et N. Sarkozy doivent arrêter leur position en fin de semaine.

Pour J.C. Trichet a lieu le jeudi 6 octobre la dernière réunion du Conseil des gouverneurs : les taux directeurs ne sont pas modifiés mais les mesures non conventionnelles qui avaient été prises en 2008 sont remises au goût du jour : ouverture de l'accès illimité aux liquidités, à taux fixe et pour aussi longtemps que nécessaire, réouverture du guichet de prêts à 1 an et relance du programme d'achats d'obligations sécurisées.

Le vendredi 7, l'agence Fitch baisse les notes des dettes publiques de l'Espagne (de 2 crans, de AA+ à AA-) et de l'Italie (d'un cran, de AA- à A+).

La fin de semaine se termine sur les marchés financiers par des résultats plutôt convenables, vraisemblablement parce que les investisseurs veulent croire en la capacité de décision de responsables politiques pour régler les problèmes de la crise des dettes souveraines et de la solidité des banques : +3,81% pour le CAC40 (à 3096 points), +3,16% pour le DAX30, +4,41% pour le Footsie, +1,74% pour le Dow Jones, +2,65% pour le Nasdaq et -1,09% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3378\$.

Le dimanche 9 octobre se tient à Berlin la fort attendue rencontre entre la Chancelière allemande et le Président français sur la crise de la zone euro en général et sur la recapitalisation des banques en particulier. Mais aucun accord ne se dégage sauf sur la nécessité de trouver une solution ! Il y a donc concrètement renvoi à la réunion du G20 qui doit se tenir à Cannes début novembre...

Ce même dimanche se réunit à Bruxelles le Conseil d'administration de Dexia pour entériner la décision de démantèlement prise par les gouvernements français, belge et luxembourgeois : Dexia Banque Belgique va être nationalisée, Dexia Municipal Agency –la branche française- va être reprise par la CDC et la Banque postale.

Le mardi 11, la majorité des députés de Slovaquie rejette le renforcement du FESF : nouveau coup dur pour la zone euro !

Le jeudi 13, l'agence Fitch met en « sous surveillance négative » les notes de long terme de plusieurs banques, dont trois françaises. Pour certains experts, ce type d'information risque de nourrir des anticipations auto-réalisatrices et d'accroître par conséquent de manière cumulative les difficultés de ces banques. Pour d'autres, l'influence des agences de notation est moins déterminante car ils estiment que les agences de notation sont en réalité souvent en retard sur les marchés.

Dans la nuît du 13 au 14, S&P dégrade la note de la dette publique de l'Espagne de AA à AA- à cause des perspectives inquiétantes de croissance, du fort niveau de chômage et d'un mauvais environnement financier.

Lors de la deuxième semaine du mois les indices boursiers enregistrent des hausses qui prouvent que les marchés financiers pensent qu'ils ont été précédemment trop pessimistes : +3,95% pour le CAC40 (à 3218 points), +5,14% pour le DAX30, +3,07% pour le Footsie, +4,88% pour le Dow Jones, +7,60% pour le Nasdaq et +2,65% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3882\$.

Dans la soirée du 17, l'agence Moody's déclare se donner trois mois pour savoir s'il y a toujours une « perspective stable » pour la dette publique française ou au contraire une perspective « négative », ce qui serait alors un premier pas vers la dégradation de la note. Cette nouvelle a l'effet d'un coup de tonnerre non seulement à Paris (qui est d'ailleurs en train de préparer un nouveau train de mesures de rigueur) mais également à Bruxelles car on y craint que cela menace la crédibilité des plans de sauvetage déjà si difficilement mis au point. Cette même agence dégradera le surlendemain la note de la dette espagnole.

Mardi 18, le Président Sarkozy déclare que « notre destin se joue dans les dix jours ». Il multiplie les contacts avec les autorités allemandes mais il ne parvient pas à faire valoir son point de vue quant au renforcement du FESF d'abord, puis à sa transformation en banque ensuite –ce qui permettrait au FESF d'avoir un accès illimité aux ressources de la BCE, ni quant à la résolution de la crise grecque, et pas davantage quant à la question de la recapitalisation des banques. Si bien qu'il est déjà entendu en quelque sorte que le sommet prévu dimanche 23 à Bruxelles ne pourra aboutir (A. Merkel accepte de ne pas le reporter une fois de plus à condition de ne pas traiter du renforcement du FESF) : il faudra une autre réunion au plus tard le mercredi 26... pour qu'une solution soit trouvée, si possible, avant le sommet du G20 à Cannes les 3 et 4 novembre.

Le 19 octobre se tient à Francfort une soirée d'adieux pour le départ de J.-C. Trichet de la Présidence de la BCE. N. Sarkozy et A. Merkel en profite pour se rencontrer à nouveau mais la réunion de solde par un nouvel échec.

Le vendredi 21, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro se mettent d'accord, au vu du rapport de la « troïka » -BCE/UE/FMI, sur le principe d'une restructuration de la dette grecque dans laquelle les banques européennes effaceraient entre 50% et 60% de leurs créances sur la Grèce, c'est-à-dire bien davantage que les 21% fixés par l'accord du 21 (si l'allègement de la dette grecque avait été décidé en début d'année, la décote aurait pu être inférieure à 10%...). Ce montant inquiète bien évidemment les banques les plus concernées, à commencer par les institutions financières grecques qui détiennent 15% de la dette publique du pays : un gros effort de recapitalisation va leur être nécessaire. En attendant, l'Europe va verser sa quote-part de la 6^{ème} tranche des 110 milliards d'euros de l'aide décidée pour le sauvetage de la Grèce, soit 5,8 milliards d'euros, mais le FMI n'a pas encore annoncé le versement de la sienne, de 2,2 milliards.

En la fin de cette troisième semaine, sur les marchés actions, les investisseurs sont eux-mêmes perdus, et les cours deviennent extrêmement volatiles : -1,45% pour le CAC40 (à 3171 points), +0,06% pour le DAX30, +0,41% pour le Footsie, +1,41% pour le Dow Jones, -1,14% pour le Nasdaq et -0,79% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3897\$.

Dans la nuît du 26 au 27, les 17 membres de la zone euro se réunissent pendant 10h à Bruxelles, sans compter les heures de négociation qui se sont déroulées auparavant entre les banquiers d'un côté et A. Merkel, N. Sarkozy, le Président du Conseil européen et la Directrice générale du FMI de l'autre. Car il fallait faire accepter des banques qu'elles effacent 50% de leurs créances sur l'Etat grec, soit un coût pour elles de 100 milliards d'euros (la mesure ne concerne donc que les créances privées ; elle ne vise pas les prêts bilatéraux d'autres pays ni les sommes versées par le FMI, ni les obligations rachetées par la BCE). Cela doit permettre en principe de faire passer la dette publique grecque de 165% du PIB aujourd'hui à 120% d'ici 2020, mais il faut alors que la Grèce adopte les réformes nécessaires pour ne pas continuer à produire de la dette. Cette restructuration de la dette grecque est le seul point important de l'accord conclu à l'issue de cette réunion marathon puisqu'il n'y a aucune avancée sur les autres sujets, en particulier le renforcement du FESF et a fortiori sur sa transformation en banque.

Malgré la minceur de l'accord conclu à Bruxelles, les performances boursières de la fin de cette dernière semaine du mois d'octobre montrent un retour de l'optimisme chez les investisseurs : +5,59% pour le CAC40 (à 3349 points), +6,28% pour le DAX30, +3,89% pour le Footsie, +3,58% pour le Dow Jones, +3,78% pour le Nasdaq et +4,28% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4148\$.

Mais patatras le lundi 31 ! Sans avoir prévu qui que ce soit, le Premier ministre grec, Georges Papandréou, annonce la tenue, début décembre, d'un référendum sur le plan de sauvetage européen. Cette annonce s'explique par la pression qu'exerce socialement et politiquement le peuple grec sur son gouvernement, mais elle remet totalement en cause ce qui a été décidé la semaine précédente à Bruxelles : elle crée donc un véritable électrochoc dans toutes les capitales européennes et déstabilise complètement les marchés financiers puisque le scénario de la faillite de la Grèce devient envisageable et qu'augmente brutalement la probabilité d'un effet de contagion et du risque d'implosion de la zone euro tout entière. Toutes les places financières plongent, en particulier pour ce qui concerne les valeurs bancaires puisque si faillite de la Grèce il y a, ce sont les banques qui seraient les premières exposées à ce défaut total.

Comme le dit J. Pisani-Ferry, ce référendum constitue une « irruption du politique dans un processus technocratique », ce qui pose la question de la place des peuples dans le fonctionnement de l'UE et de la zone euro, donc de celle de la démocratie dans les processus décisionnels. Ce référendum amène en définitive à chercher non seulement si les mesures décidées par nos

L'EURO

technocrates et par nos responsables gouvernementaux, souvent sous l'empire des attentes des marchés, avec le souci prééminent de les satisfaire au mieux, ne sont pas prises au mépris du bien-être économique et social des populations et au contraire en faveur des intérêts financiers des institutions financières et des investisseurs sur les marchés, mais aussi si ces mesures ne s'inscrivent pas dans le cadre d'une pensée économique unique, par rapport à laquelle il serait souhaitable de prendre une distance critique. Car les solutions proposées de sorties de la crise grecque conduisent nécessairement à des politiques économiques et sociales drastiques, avec en particulier une forte et coûteuse « dévaluation interne » -qualifiée parfois de « voie lettone», c'est-à-dire une diminution des prix et des salaires pour restaurer la compétitivité (voir deuxième partie). Alors qu'une autre stratégie est tout à fait concevable : une modification du partage de la valeur ajoutée –en faveur du travail, pour alimenter la relance de l'activité par la demande-, une régulation des marchés –pour empêcher les excès actuels de la finance-, et une politique industrielle pour réindustrialiser le Sud et en restaurer la compétitivité. Deux économistes peuvent être convoqués ici pour enrichir notre réflexion en la matière : Keynes et Schumpeter.

• **Novembre 2011** ->

Le 1^{er} novembre, l'italien Mario Draghi devient le nouveau Président de la BCE. Il est le troisième, après Wim Duisenberg (1998-2003) et Jean-Claude Trichet (2003-2011). Lors d'une intervention à Rome en octobre, il avait déclaré : « seuls les pays qui assument leurs propres responsabilités et qui maintiennent leurs engagements sont des partenaires crédibles » (ce propos concernait non seulement la Grèce mais aussi et surtout son propre pays, surtout que l'Italie connaît maintenant des difficultés de plus en plus grandes pour rembourser sa dette souveraine). Il s'affirme aussi très attaché à la stabilité des prix et à l'équilibre budgétaire. Autant dire que cet italien est « germano-compatible ».

Les 3 et 4 se déroule à Cannes, sous la Présidence française, la réunion du G20.

Juste avant le début de la réunion, le Premier ministre grec rencontre le Président français et la chancelière allemande : cette rencontre, forcément très tendue, aboutit à une annonce faite par G. Papandréou lui-même : « la question (du référendum) ne portera pas simplement sur un programme mais sera de savoir si nous voulons rester dans la zone euro ». Et comme l'ont déclaré N. Sarkozy et A. Merkel, « c'est aux Grecs et à eux seuls de décider s'ils veulent continuer l'aventure avec nous ». En tous les cas, est remis à plus tard le versement des 8 milliards d'euros par les États membres de la zone euro et par le FMI pourtant confirmé le 21 octobre. Le couple franco-allemand avertit la Grèce que cette aide serait annulée si elle ne respectait pas ses engagements. Or, sans cette aide, la Grèce pourrait faire faillite en décembre... La confusion générale est encore accrue par l'opposition au référendum de ministres grecs importants, à commencer par celui des finances, et par la perte de la majorité du gouvernement de G. Papandréou au Parlement. Cela rend possible un vote de défiance demain vendredi et des voix de plus en plus nombreuses demandent des élections anticipées plutôt qu'un référendum. Bien évidemment, cette confusion se traduit sur les marchés par une forte volatilité des cours.

Pendant que le G20 se réunit à Cannes, ce **jeudi 3 novembre**, la BCE décide, à l'unanimité et contre toute attente, d'abaisser ses taux directeurs : le taux principal passe de 1,50% à 1,25%. C'est une preuve que la Banque centrale estime que la crise des dettes souveraine est grave et qu'il y a un risque de « récession modérée ».

La décision du tout nouveau Président de la BCE mérite un commentaire parce qu'elle marque un tournant important dans la stratégie monétaire de la BCE. Et ce tournant se fait dans la bonne direction car on peut considérer que J.-C. Trichet a commis au moins deux erreurs, d'une part en relevant les taux directeurs il y a quelques mois, ce qui a « plombé » la situation économique et financière déjà difficile de plusieurs pays du Sud et ce qui est vraiment à l'origine de la « crise des dettes souveraines », et d'autre part en prévoyant des achats trop limités de dettes publiques.

C'est également en soirée de ce jeudi 3 que G. Papandréou fait marche arrière, après la pression exercée sur lui, en remettant en cause l'idée du référendum, laquelle sera officiellement abandonnée le lendemain en matinée.

Lors du G20 est entérinée la proposition faite en juillet par le Comité des régulateurs de Bâle d'obliger les 24 plus grandes banques, considérées comme « systémiques », d'élever le niveau de leurs fonds propres par rapport à leurs engagements des 7% réglementaires à entre 8% et 9,5% ; et on apprend que le FMI met l'Italie sous surveillance en y supervisant la mise en œuvre des réformes. La crise grecque n'est même pas terminée (il est exigé des deux grands partis grecs qu'ils s'engagent par écrit à respecter le plan d'économies et de réformes négocié avec les créanciers) que la situation de l'Italie empire de jour en jour : les taux sur les bons du Trésor italien ne cessent de monter et dépassent maintenant 6,50%, ce qui pousse la BCE à intervenir pour qu'ils ne s'élèvent pas davantage. Cela n'empêchera pas le taux à 10 ans de franchir la barre des 7% quelques jours plus tard, ce qui rapproche le cas de l'Italie de ceux de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande. Cela ne peut que compliquer la situation de la France, dont les

taux s'écartent d'ailleurs de plus en plus de ceux de l'Allemagne (le « spread » entre les taux à 10 ans -3,344% contre 1,727%- dépasse 1,6 point de pourcentage contre 0,3 avant l'été, et ira de record en record les jours suivants, même si, il faut le souligner, les taux français restent historiquement bas), comme si les marchés considéraient d'ores et déjà notre pays comme la prochaine cible. Surtout qu'ils savent que la force de frappe du FESF est nettement insuffisante (elle vaut 440 milliards d'euros –et les discussions pour la monter à 1000 n'aboutissent pas- pour une dette grecque de 366, une dette italienne de 1924 et une dette française de 1727) et que *Paris et Berlin ne sont pas d'accord sur le rôle que doit adopter la BCE face à la situation actuelle : Paris et d'autres capitales européennes voudraient que la BCE endosse, comme le font déjà la Fed et la BoE, le rôle de PDR (en créant de la monnaie) mais Berlin s'y oppose : non seulement par peur des risques inflationnistes –que les expériences américaine, anglaise et japonaise ne vérifient cependant pas- mais aussi parce que la BCE courrait des risques à venir au secours de tel ou tel Etat –gonflement excessif de son bilan et devenir une « bad bank »- et, si elle devait être renflouée, elle le serait en particulier par l'Allemagne, sans que celle-ci n'ait son mot à dire. Une solution serait en conséquence la mutualisation des dettes souveraines de tous les États membres pour constituer une dette publique unique européenne, avec la garantie conjointe et solidaire de tous les pays ; mais cela nécessite la révision des traités et une grande confiance entre les pays, donc un réel respect des règles.*

Par ailleurs, la France reste très attachée à sa souveraineté budgétaire. Cette question est très délicate car d'un côté elle concerne la vie démocratique nationale et de l'autre la confiance entre pays que nécessiterait la mutualisation des dettes dont il vient d'être question imposerait que la surveillance des politiques budgétaires ne serait plus a posteriori mais a priori. Notons que cette perspective qu'envisage de plus en plus la Commission rejoint une autre proposition à laquelle celle-ci tient beaucoup, celle de la création d'euro-obligations (eurobonds). La BCE affirme de son côté que le rachat qu'elle fait ces temps-ci d'obligations publiques des pays en difficulté de la zone euro est forcément temporaire : autrement dit, la Banque centrale est toujours sur la ligne allemande qui défend bec et ongles les statuts de la BCE et tout spécialement son indépendance.

Bref, le risque de contagion de la crise de la dette souveraine se précise...

Dans la nuit du 4 au 5 G. Papandréou obtient un vote de confiance au Parlement grec mais se prépare à démissionner, ce qu'il fera le 6 au soir.

Il ne faut donc pas s'étonner si cette première semaine de novembre se termine sur les places boursières par de fortes baisses : -6,72% pour le CAC40 (3124 points), -5,69% pour le DAX30, -3,07% pour le Footsie, -2,03% pour le Dow Jones, -1,86% pour le Nasdaq et -1,40% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3791\$.

Le 7, le Premier ministre français F. Fillon annonce un second plan d'économies budgétaires de 65 milliards d'euros d'ici à 2016, dont près de 19 pour la période de 2012-2013.

L'après-midi du mardi 9, S. Berlusconi perd la majorité à la Chambre des députés et quitte le pouvoir qu'il a occupé pendant près de 10 ans : les taux sur la dette de l'Etat italien se détendent un peu et les marchés repartent à la hausse...

Le 10, nomination du nouveau premier ministre grec : Lucas Papadémos.

Sur les places financières, la deuxième semaine montre une rare volatilité, qui s'est un peu calmé le vendredi 11, d'où des résultats mitigés : +0,83% pour le CAC40 (à 3149 points), +1,52% pour le DAX30, +0,33% pour le Footsie, +1,42% pour le Dow Jones, -0,28% pour le Nasdaq et -3,26% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3751\$.

Le 13, le Président italien charge Mario Monti, professeur d'économie et ancien commissaire européen, de former un nouveau gouvernement.

Au vu de l'évolution des spreads de taux par rapport à ceux de l'Allemagne, le site « lepoint.fr » n'hésite pas à titrer en fin de semaine (le 18) que la zone euro est au bord de la dislocation. D'ailleurs, au même moment, l'État espagnol est obligé d'emprunter au taux très élevé de 7%, même si le « ratio « bid to cover », certes en diminution, est à 1,5 (ce ratio est le rapport entre la demande de titres par les investisseurs et l'offre de titres publics).

Également en fin de semaine, deux anciens ministres français des affaires européennes qui se sont succédé à l'occasion d'une alternance politique expriment au quotidien Le Monde deux points de vue convergents : « la dictature des marchés, c'est une plaisanterie. Il s'agit d'une quinzaine de pays surendettés arrivés à un tel degré de dérive qu'ils doivent prendre des mesures » (Alain Lamassoure), et « face aux marchés, les politiques sont faibles car ils n'ont pas respecté les règles sur les déficits et la dette, et, dans la crise, ont toujours décidé trop peu et trop tard » (Elisabeth Guigou). Ce propos rejoint au mot près ce qu'écrit Jean Pisani-Ferry dans l'introduction de son livre « Le réveil des démons » (Fayard) paru ce mois-ci : « l'Europe a été dramatiquement lente à surmonter ses

hésitations, à trancher ses différends, à agir. Elle a toujours fait trop peu, trop tard, et elle a ainsi dilapidé son capital de crédibilité. Elle a transformé une crise périphérique en crise existentielle ». Et J. Pisani-Ferry a raison de rappeler la conviction qu'avait Jean Monnet, l'un des pères fondateurs de l'Europe, et que toute l'histoire européenne résumée ici démontre constamment : « l'Europe se fera dans les crises, et sera la somme des solutions apportées à ces crises ».

Le lundi 14, lors du congrès de son parti, chrétien-démocrate, la chancelière Angela Merkel relance le chantier de l'Union politique de l'Europe : « Le devoir de notre génération est de compléter l'Union économique et monétaire et de construire une union politique en Europe, étape par étape [...] Cela ne signifie pas moins d'Europe, cela signifie plus d'Europe ». Elle propose « d'abandonner pas à pas des compétences à l'Europe », d'élire au suffrage universel le Président de la Commission européenne, qui deviendrait le gouvernement économique, d'étendre les pouvoirs du Parlement européen et de permettre la création de partis politiques au niveau de l'UE. Cette proposition n'aura aucune réponse des partenaires européens, à commencer par la France.

Le 16 novembre, l'UE adopte deux règlements destinés à surveiller les politiques économiques des États membres au travers d'un mécanisme de prévention et de correction des déséquilibres macroéconomiques excessifs. Le premier règlement met en place un mécanisme d'alerte pour détecter de tels déséquilibres ainsi qu'une procédure spécifique pour les corriger, et le deuxième règlement prévoit les sanctions applicables aux États membres dont la monnaie est l'euro.

La détection des déséquilibres macroéconomiques se fait à partir d'un tableau de bord qui comporte 11 indicateurs. 5 concernent les déséquilibres extérieurs : le solde courant, la position extérieure, l'évolution du taux de change effectif réel, l'évolution des parts de marché à l'exportation, l'évolution des coûts salariaux unitaires nominaux. Les 6 autres concernent les déséquilibres intérieurs : le taux de chômage, la variation des prix du logement, la dette publique, la dette privée, la variation du passif des institutions financières, le flux de crédit au secteur privé. L'alerte est donnée quand l'indicateur dépasse une valeur seuil déterminée, comme 60% du PIB pour la dette publique ou 10% pour le taux de chômage.

Quand un déséquilibre jugé excessif est repéré, le Conseil européen peut adopter une recommandation en demandant à l'État membre concerné de présenter dans un délai donné un plan de mesures correctives. Si le calendrier et les mesures sont jugés insuffisants, un deuxième plan de mesures est demandé et si celui-ci n'est pas non plus satisfaisant, une amende annuelle de 0,1% du PIB peut être infligée.

Le vendredi 18, le Premier ministre britannique se rend à Berlin, via Bruxelles, pour rencontrer la Chancelière : sa position est ambiguë puisque d'un côté il souhaite davantage d'intégration de la zone euro pour qu'il n'y ait pas d'aggravation de la crise, ce qui affaiblirait encore davantage l'économie britannique, et de l'autre il s'oppose à la réforme des traités que la chancelière appelle de ses vœux pour renforcer la dimension fédérale de l'Europe parce qu'il craint un isolement progressif de son pays ; surtout que le tandem franco-allemand fait déjà pression depuis quelque temps pour durcir la régulation financière, ce qui pourrait nuire à la City de Londres. Mais D. Cameron trouve en N. Sarkozy un allié objectif dans la mesure où le Président français n'est pas très favorable à une réforme des traités, non seulement parce que celle-ci demanderait du temps alors que la crise n'attend pas, mais aussi parce qu'elle mettrait à mal la souveraineté nationale en matière budgétaire.

Malgré la formation d'un gouvernement d'union nationale en Grèce et d'un gouvernement « technique » en Italie (et le déplacement de la « troïka » à Rome comme à Athènes), les marchés boursiers sont de plus en plus inquiets sur l'avenir de la zone euro en cette fin de troisième semaine : -4,84% pour le CAC40 (à 2997 points), -4,24% pour le DAX30, -3,29% pour le Footsie, -2,04% pour le Dow Jones, -3,97% pour le Nasdaq et -1,64% pour le Nikkei. Paradoxalement, le taux de change de l'euro semble échapper à la tempête puisque la monnaie européenne cote 1,3524\$.

Le lundi 21, tout en reconnaissant les efforts budgétaires faits par le gouvernement français, l'agence de notation Moody's considère que la faible croissance du pays fait courir de grands risques à son rééquilibrage financier et qu'il lui sera difficile de financer son modèle social tel quel : elle en conclut implicitement que sa note pourrait être dégradée. Ce qui aggraverait la situation par l'amorce d'un cercle vicieux puisque les marchés réagiraient en élevant leurs taux. Il y a causalité circulaire entre les avis des agences de notation et le niveau des taux des marchés : les agences de notation prennent leurs décisions en tenant notamment compte de l'évolution des « spreads » et les taux des marchés

réagissent mécaniquement aux annonces des agences. De son côté, l'agence S&P vient de réviser sa méthodologie de notation pour la rendre plus rigoureuse et va l'appliquer systématiquement aux banques dites « systémiques », parmi lesquelles se trouvent en bonne place des banques européennes...

Le mercredi 23, l'État allemand rencontre pour la première fois des difficultés pour se procurer sur les marchés les 6 milliards € qu'il souhaitait emprunter : il n'a pu lever que 3,6 milliards. C'est paradoxal quand on sait que l'État allemand est celui qui en Europe bénéficie de la plus grande confiance auprès des marchés, mais il semble que le taux proposé ne soit pas justement assez rémunérateur et/ou que les investisseurs estiment que les incertitudes qui commencent à planer sur la santé de l'économie allemande justifieraient une prime de risque. Comme souvent dans ces cas-là, c'est la Banque centrale qui va acheter les obligations non vendues pour les revendre plus tard au meilleur prix. On ne peut pas s'empêcher de remarquer que la Banque centrale allemande est contrainte d'utiliser un procédé qui alimente actuellement la polémique quant à savoir s'il faut que la BCE soit un PDR...

Également le 23, la Commission européenne publie un « Livre vert sur la faisabilité de l'introduction d'obligations de stabilité », c'est-à-dire sur la « faisabilité de l'émission commune d'obligations souveraines », c'est-à-dire encore, et de manière plus simple, sur la faisabilité d'euro-obligations. Après avoir listé d'un côté les avantages attendus et de l'autre les conditions requises pour leur mise en œuvre, de façon à éviter tout aléa moral (risque qui est l'argument majeur de l'Allemagne pour s'opposer aux euro-bonds) et à assurer la cohérence avec le traité de l'UE (la France voit dans les euro-bonds non pas une réponse à court terme à la crise actuelle mais l'occasion d'une avancée supplémentaire dans le processus d'intégration et de convergence des États membres à moyen et long termes), ce livre vert examine les trois options principales.

- D'abord, la solution maximale où la substitution est complète entre l'émission d'euro-obligations à l'émission nationale, avec des garanties conjointes et solidaires. Les avantages en sont un soutien important aux pays les moins bien notés et une bonne liquidité du marché mais les inconvénients principaux sont le risque d'aléa moral et la nécessité de modifier le traité (abrogation de l'article 125 sur le « no bail out »), ce qui peut demander du temps.
- Ensuite, la solution médiane où la substitution de l'émission d'euro-obligations à l'émission nationale est partielle, avec des garanties conjointes et solidaires. Il y a donc deux manières de couvrir le besoin de financement, avec la distinction des euro-obligations appelées « obligations bleues » et des obligations nationales appelées « obligations rouges ». Le problème essentiel que soulève cette solution est la détermination du critère de partage entre les une et les autres. Une solution serait d'appliquer le critère de 60% du PIB fixé par le traité : l'émission des obligations bleues concernerait la dette inférieure à ce plafond et celle des obligations rouges vaudrait pour la dette dépassant le plafond. Une solution plus « dure », proposée par le Conseil allemand des experts économiques, serait de ne fournir des « fonds de rédemption » aux pays dont le taux d'endettement dépasse les fameux 60% qu'à concurrence de 40% de leur PIB. Le principal avantage de cette solution médiane est l'équilibre qu'elle crée entre les avantages concédés aux pays les moins bien notés et la défense de la discipline budgétaire. Ses inconvénients sont la différence de taux, un risque de tension entre les pays bien notés et ceux qui ne le sont pas et la nécessité de modifier le traité comme dans le cas de la solution maximale.
- Enfin, la solution minimale où la substitution de l'émission d'euro-obligations à l'émission nationale est partielle aussi mais avec des garanties solidaires et non conjointes. Le partage entre euro-obligations et obligations nationales peut se faire selon la même méthode que dans la solution médiane. Mais, contrairement à la solution médiane, les pays conservent la responsabilité de leur part respective de l'émission des euro-obligations et de celle des obligations nationales : ainsi, chaque pays ne serait responsable que de sa propre dette, et en rien de celle des autres. Cette solution a l'avantage de ne pas exiger une modification du traité puisque, étant certes un premier pas vers la mutualisation des dettes souveraines, elle est en réalité très proche de la situation actuelle, d'où une mise en œuvre rapide ; elle présente aussi l'avantage d'inciter fortement à la discipline budgétaire. Mais elle pose la question de la nature de la garantie sous-jacente aux euro-obligations. « En l'absence d'un rehaussement de

crédit quel qu'il soit, la qualité du crédit d'une obligation de stabilité soutenue par des garanties solidaires mais non conjointes, pourrait tout au plus revêtir la qualité moyenne (pondérée) du crédit des États membres de la zone euro. Elle pourrait même être déterminée par la qualité du crédit de l'État membre le moins bien noté, à moins qu'elle ne bénéficie d'une priorité crédible par rapport aux émissions nationales dans le cas de tous les États membres. Ceci réduirait l'acceptation de l'instrument par les investisseurs et les États membres les mieux notés et compromettrait les avantages des obligations de stabilité, notamment leur stabilité en périodes de tensions financières ».

Le jeudi 24 se réunissent à Strasbourg N. Sarkozy, A. Merkel et M. Monti : loin de parvenir à un accord, ils expriment plutôt leurs divergences.

Le vendredi 25, l'agence S&P dégrade la note de la dette belge de AA+ à AA, avec une perspective « négative » à cause tout à la fois des problèmes politiques (fragilité du gouvernement), économiques (faiblesse de la croissance) et financiers (difficulté de financement sur les marchés).

La dernière semaine de novembre se termine mal sur les places financières, tant les nouvelles et les perspectives sont mauvaises, que ce soit aux États-Unis, au Japon et en Europe : -4,67% pour le CAC40 (à 2857 points), -5,30% pour le DAX30, -3,70% pour le Footsie, -4,78% pour le Dow Jones, -5,09% pour le Nasdaq et -3,77% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3239\$. Ces mauvaises performances boursières s'expliquent non seulement par l'actuelle aggravation de la situation financière de la zone euro et la montée d'un stress interbancaire semblable à celui qui a suivi la faillite de Lehman-Brothers mais aussi par les sombres prévisions qui sont faites maintenant concernant l'évolution de la croissance européenne pour les années qui viennent : l'inquiétude majeure est que l'Europe soit confrontée à la même situation que le Japon durant la décennie 1990 ; comme l'avaient déjà bien montré P. Artus et M.-P. Virard dans leur ouvrage paru l'année dernière : « Pourquoi il faut partager les revenus ».

Le dimanche 27 et le lundi 28, des organes de presse allemands prétendent que l'Allemagne et la France seraient d'accord pour constituer en quelque sorte une mini-zone euro regroupant les 6 pays les moins touchés par la crise, ceux qui bénéficient encore d'un AAA, avec la possibilité pour eux d'émettre des obligations communes –des « obligations d'élite » : on se rapprocherait ainsi des solutions de la mutualisation des dettes publiques et des « eurobonds » tant décriées par ailleurs.

Dans la nuit du dimanche 27 au lundi 28, l'agence Moody's menace tous les pays de la zone euro, y compris l'Allemagne, d'une dégradation de la notation financière de leurs dettes souveraines.

Le 28, le ministre polonais des affaires étrangères, Radek Sikorski, prononce à Berlin un discours très important, au point que l'on peut considérer qu'il est une étape importante dans l'émergence d'un couple germano-polonais comme avait été créé le couple franco-allemand avec De Gaulle et Adenauer. Ce nouveau couple supplantera-t-il le premier dans la construction de l'Europe qui vient ?

Le 30 novembre, annonce par 6 grandes banques centrales (BCE, Fed, BoE, BoJ, Banque du Canada, Banque de la Suisse) qu'elles vont intervenir de manière concertée pour soulager le système bancaire mondial du stress interbancaire dont il souffre de plus en plus et pour éviter par conséquent toute raréfaction du crédit. Le malaise des banques européennes se propage en effet à toutes les grandes banques mondiales, ce qui explique que les banques de la zone euro ne parviennent plus à se financer en dollars. C'est pour fournir des dollars aux banques européennes que les Banques centrales interviennent ; elles l'avaient déjà fait dans le cadre de la crise de 2007-2008 et, dernièrement, à la mi-septembre.

Le même jour, la Banque centrale chinoise baisse son taux des réserves obligatoires, ce qui signifie qu'elle ouvre quelque peu le robinet du crédit pour remédier à la perte de dynamisme de la croissance. Ces deux nouvelles emballent les marchés qui enregistrent dans la journée de fortes hausses.

• Décembre 2011 ->

Le jeudi 1^{er} décembre, le Président Sarkozy fait un discours à Toulon, là où il était déjà intervenu le 25 septembre 2008, quelques jours seulement après la faillite de Lehman Brothers, pour demander une réforme profonde du capitalisme. Cette fois-ci, il a fait une analyse argumentée de la crise actuelle mais n'a pas pu avancer sérieusement des solutions, étant donné que l'accord avec l'Allemagne n'est toujours pas conclu. D'ailleurs, le lendemain, A. Merkel annonce aux députés allemands que cet accord n'est pas loin. Il n'empêche qu'elle maintient sa position en faveur d'une réforme des traités

devant permettre « une union budgétaire avec des règles strictes, au moins pour la zone euro », et son opposition à une modification des statuts de la BCE. Or, il se trouve que, le 1er décembre, M. Draghi avait précisément laissé penser lors de sa première rencontre avec les députés européens que, tout en réaffirmant que les interventions actuelles de la BCE dans le traitement de la crise des dettes souveraines sont temporaires, la BCE pourrait se montrer plus souple mais à la condition expresse que les États-membres mettent au point un nouveau pacte budgétaire et aillent vers « une intégration économique plus complète ».

Est-ce à dire que la BCE acceptera à plus ou moins brève échéance d'acheter pratiquement sans limite des obligations étatiques des pays en difficulté ; cette création monétaire, qui ferait d'elle un PDR, serait l'arme absolue contre la spéculation des marchés.

Signalons que lors du déjeuner qu'il prend avec le Président français le 2 décembre le premier ministre britannique David Cameron manifeste son opposition à la proposition allemande de réformer les traités pour réaliser une union budgétaire, pour vraisemblablement ne pas avoir à affronter les eurosceptiques de son pays.

En marge des ces diverses déclarations, il faut noter que le spread entre les taux à 10 ans allemand et français se réduit pour atteindre 100 points de base contre plus du double en novembre (le taux français est le 1/12 de 3,070% contre 2,178% pour le taux allemand).

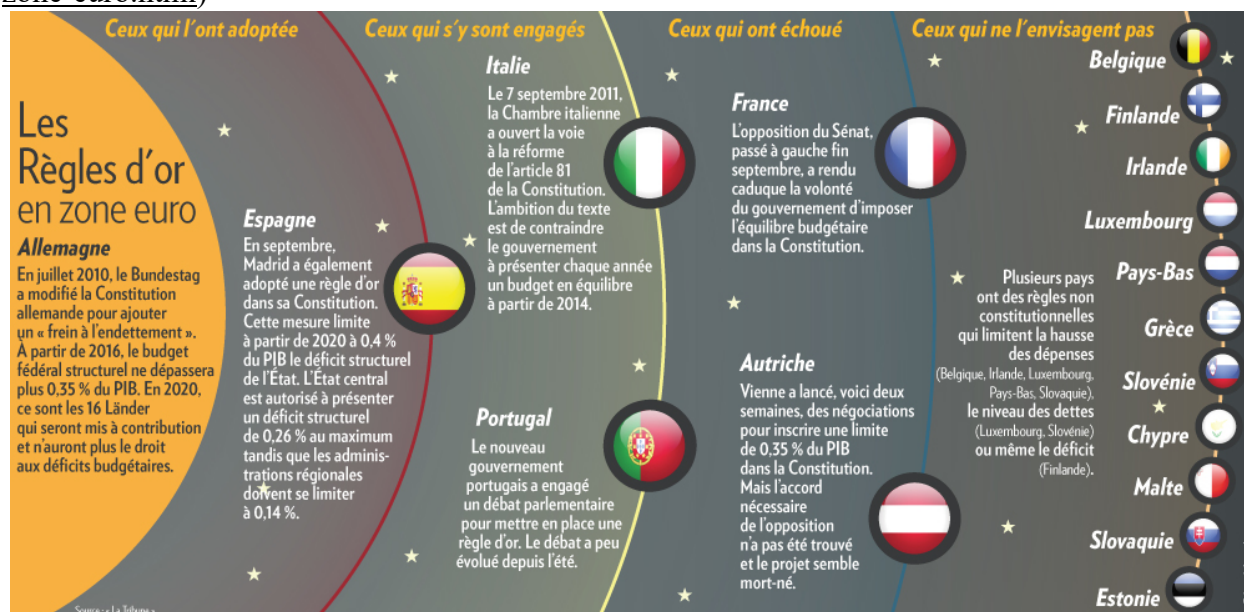
Malgré quelques dissonances dans les déclarations des principaux décideurs concernés par la crise de l'euro, la tonalité générale est jugée très positive par les marchés, spécialement depuis la décision prise par les grandes banques centrales d'intervenir de manière concertée : la première semaine de décembre est marquée par de fortes progressions des cours : +10,78% pour le CAC40 (à 3165 points), +10,70% pour le DAX30, +7,51% pour le Footsie, +7,01% pour le Dow Jones, +7,59% pour le Nasdaq et +5,93% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3392\$.

Le lundi 5, A. Merkel et N. Sarkozy ont un déjeuner de travail à l'Élysée pour préparer le Sommet européen de la fin de la semaine à Bruxelles. Il en ressort un début d'accord. Les deux dirigeants se sont mis d'accord sur une réforme du traité, mais comme N. Sarkozy pense que des pays pourront s'y opposer (en particulier les Anglais), si cela ne peut se faire à 27, cela pourrait se faire alors à 17. Notons que le Président du Conseil européen n'est pas favorable à une quelconque réforme du traité, surtout à 17, ce qui, selon lui, mettrait forcément à mal la cohésion de l'UE. Il préfère que l'on développe les « coopérations renforcées » ; ce qui est également l'avis exprimé dans l'article de G. Klossa et de M. Joao Rodrigues, paru dans Le Monde du 8 décembre. Par contre, le Président de l'Eurogroupe est favorable à une telle réforme du traité, même à 17, mais à la condition qu'elle soit rapide (voir l'entretien qu'il accordé au journal Le Monde dans l'édition du 9 décembre). Cette réforme du traité aurait essentiellement pour but de rendre automatiques les sanctions contre les États qui dépasseraient la norme de 3% du PIB pour leur déficit budgétaire. De plus, si N. Sarkozy s'est rallié à l'idée de la règle d'or, il n'a pas accepté celle de confier le contrôle des budgets nationaux par la Cour de Justice du Luxembourg, pour laisser ce pouvoir de contrôle aux Cours ou Conseils constitutionnels nationaux. Et A. Merkel reste opposée aux euro-obligations. Les deux dirigeants sont d'accord pour que les banques privées ne participent plus au sauvetage des pays en difficulté, dont la dette serait dorénavant restructurée uniquement selon les règles du FMI, pour que le Mécanisme européen de stabilité (le MES, successeur annoncé pour 2012 du FESF) voie ses fonds débloqués non plus à l'unanimité mais à la majorité qualifiée (85%) et ils souhaitent que des réunions des Chefs d'État ou de gouvernement aient lieu chaque mois tant que dure la crise. Ils sont d'accord aussi pour ne pas renforcer les pouvoirs du Parlement européen. Mais ils ne disent rien sur l'élargissement éventuel du rôle de la BCE : est-ce à dire qu'ils la laissent jouer de fait un rôle de PDR vis-à-vis des pays les plus en difficulté ?

Le hasard (?) veut que ce soit ce même lundi que l'agence S&P place en « surveillance négative » 15 pays sur les 17 que compte la zone euro, c'est-à-dire tous ses États membres, y compris les 6 qui ont AAA, mais sauf la Grèce et Chypre... dont la dette est déjà très dégradée. L'agence estime que « les tensions systémiques dans la zone ont augmenté ces dernières semaines jusqu'au point de faire pression à la baisse sur le degré de solvabilité de la zone euro dans son ensemble ». Et elle attend de pied ferme les résultats du Sommet européen des 8 et 9, spécialement en matière de gouvernance.

Note : Concernant la « règle d'or » budgétaire, on ne peut pas dire que les différents pays de la zone euro soient sur la même longueur d'onde comme le montre très bien le tableau suivant, proposé par

« La Tribune » : (www.latribune.fr/actualites/economie/international/infographie-les-regles-d-or-en-zone-euro.html)



Jeudi 8, comme tous les premiers jeudis de chaque mois, le Conseil des gouverneurs de la BCE se réunit.

Plusieurs décisions importantes sont prises ; toutes traduisent le souci principal de la BCE : éviter un « credit crunch ».

Et d'abord, une nouvelle baisse des taux directeurs (le Refi passe à 1%).

Ensuite, le soutien pratiquement inconditionnel aux banques commerciales de la zone euro, comme le précise l'extrait suivant de la conférence de presse faite par le Président de la BCE : « Dans le cadre de ses efforts continus pour soutenir la situation de liquidité des banques de la zone euro, et à la suite de l'action coordonnée annoncée par les banques centrales le 30 novembre 2011, visant à fournir de la liquidité au système financier mondial, le Conseil des gouverneurs a également décidé ce jour l'adoption de nouvelles mesures non conventionnelles. Ces mesures doivent permettre un meilleur accès du secteur bancaire à la liquidité et faciliter le fonctionnement du marché monétaire de la zone euro. Elles devraient favoriser l'octroi de crédits aux ménages et aux sociétés non financières. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé :

Premièrement, d'effectuer deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de 36 mois et assorties d'une option de remboursement anticipé après un an. Ces opérations seront effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de ces opérations sera égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant leur durée respective. Les intérêts seront versés à l'échéance de chacune des opérations. L'adjudication de la première opération interviendra le 21 décembre 2011 ; elle remplacera l'opération principale de refinancement d'une durée de 12 mois annoncée le 6 octobre 2011.

Deuxièmement, d'accroître la disponibilité des garanties en abaissant le seuil de notation pour certains titres adossés à des actifs (ABS). Outre les ABS déjà éligibles aux opérations de l'Eurosystème, les ABS ayant une deuxième meilleure notation d'au moins « simple A » dans l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème au moment de l'émission, et à toute date ultérieure, et dont les actifs sous-jacents comprennent des prêts hypothécaires et des prêts aux petites et moyennes entreprises, seront éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème. En outre, les banques centrales nationales seront autorisées, à titre temporaire, à accepter en garantie des créances privées performantes supplémentaires (à savoir des prêts bancaires) respectant des critères d'éligibilité spécifiques. La responsabilité de l'acceptation de ces créances privées incombera à la banque centrale nationale autorisant leur utilisation. Ces mesures prendront effet dès la publication des actes juridiques concernés.

Troisièmement, de réduire le taux des réserves, qui est actuellement de 2 %, à 1 %. Cette mesure libérera des garanties et soutiendra l'activité du marché monétaire. En raison de la politique pratiquée par la BCE consistant à servir la totalité des soumissions dans ses opérations principales de refinancement et de la façon dont les banques font usage de cette option, le système des réserves obligatoires n'a plus autant de nécessité que dans des circonstances normales pour orienter les conditions du marché monétaire. Cette mesure prendra effet à compter de la période de constitution commençant le 18 janvier 2012.

Quatrièmement, de cesser temporairement, à compter de la période de constitution débutant le 14 décembre 2011, d'effectuer des opérations de réglage fin le dernier jour de chaque période de constitution. Il s'agit d'une mesure technique destinée à soutenir l'activité du marché monétaire. (...) Comme souligné à plusieurs reprises, toutes les mesures non conventionnelles sont, par construction, de nature temporaire ».

Par contre, et contrairement aux prévisions ou aux souhaits de beaucoup, la BCE ne prévoit pas d'aider plus significativement les pays en difficulté en leur achetant davantage des obligations

publiques. Elle réaffirme la nécessité d'un nouveau pacte budgétaire et de réformes structurelles :

« tous les gouvernements de la zone euro doivent, de toute urgence, faire le maximum afin de favoriser la soutenabilité budgétaire dans l'ensemble de la zone. Un nouveau pacte budgétaire, comprenant à la fois une réaffirmation fondamentale des règles budgétaires et les engagements budgétaires déjà pris par les gouvernements de la zone euro, constitue la condition préalable la plus importante pour restaurer le fonctionnement normal des marchés financiers. Les responsables politiques doivent corriger les déficits excessifs et tendre vers des budgets équilibrés au cours des années à venir, en déterminant et en mettant en œuvre les mesures d'ajustement nécessaires. Cette évolution favorisera la confiance du grand public quant à la solidité des actions entreprises, renforçant ainsi le climat économique général.

Pour accompagner l'assainissement budgétaire, le Conseil des gouverneurs a appelé à maintes reprises à des réformes structurelles audacieuses et ambitieuses. Menés de pair, l'assainissement budgétaire et les réformes structurelles renforceront la confiance, les perspectives de croissance et la création d'emplois. Des réformes fondamentales doivent être immédiatement mises en œuvre afin de permettre aux pays de la zone euro d'améliorer leur compétitivité, d'accroître la flexibilité de leurs économies et de rehausser leur croissance potentielle de long terme. Les réformes du marché du travail doivent s'attacher à éliminer les rigidités et à accentuer la flexibilité des salaires. Les réformes des marchés de produits doivent viser à l'ouverture complète de ces marchés à une concurrence accrue ».

Les 8 et 9 décembre se tient à Bruxelles un Sommet européen souvent considéré comme celui de la dernière chance pour sauver la zone euro. L'un des faits importants est que le Royaume-Uni se désolidarise des décisions prises, ce qui fait titrer Le monde du 10 : d'un côté, « L'Europe à 27, c'est fini » et de l'autre, « La zone euro court-circuite le Royaume-Uni » : en effet, les 17 n'ont pas pu faire autrement que de décider de négocier entre eux un traité intergouvernemental, et cela pour essentiellement y inscrire noir sur blanc un nouveau pacte budgétaire. Si, mis à part le R.-U, tous les pays de l'UE mais hors zone euro s'y rallient, on aura à faire à une nouvelle Europe à 26 au lieu de 27. Cela confirme l'objectif qu'ont les Britanniques depuis le tout début de l'histoire européenne : seule l'Europe-grand marché les intéresse, pas l'Europe monétaire et encore moins l'Europe politique. Le gouvernement de D. Cameron est le gouvernement le plus euro-sceptique que le R.-U. a connu. Seulement, à se désolidariser ainsi et à s'isoler de cette manière, leurs propres intérêts, c'est-à-dire ceux de la City, peuvent en subir négativement des conséquences étant donné que l'UE à 26 pourra prendre des décisions sur la régulation financière qui leur soient contraires. Cela explique que des milieux d'affaires britanniques expriment des réserves sur la position de leur gouvernement. Quand Le Monde écrit « l'Europe à 27 c'est fini », on peut se demander si le sauvetage de la zone euro ne conduit pas à la mort de l'Union européenne ou tout au moins à une transformation profonde de son fonctionnement et à un changement considérable de sa trajectoire.

Voici le texte de la déclaration finale :

« L'Union européenne et la zone euro ont consenti beaucoup d'efforts au cours des dix-huit derniers mois pour améliorer la gouvernance économique et adopter de nouvelles mesures en réponse à la crise de la dette souveraine. Néanmoins, les tensions sur les marchés de la zone euro se sont intensifiées, et nous devons redoubler d'efforts pour relever les défis actuels. Aujourd'hui, nous sommes convenus de progresser sur la voie d'une union économique plus forte. Pour ce faire, nous devons agir dans deux directions :

- un nouveau pacte budgétaire et une coordination accrue des politiques économiques;
- le développement de nos instruments de stabilisation pour faire face aux problèmes à court terme.

Une architecture renforcée pour l'Union économique et monétaire

1. La stabilité et l'intégrité de l'Union économique et monétaire et de l'Union européenne dans son ensemble requièrent la mise en œuvre rapide et déterminée des mesures déjà arrêtées, ainsi que d'autres évolutions qualitatives vers une réelle "union de stabilité budgétaire" au sein de la zone euro. À côté de la monnaie unique, il est indispensable de disposer d'un pilier économique solide s'appuyant sur une gouvernance renforcée pour favoriser la discipline budgétaire et une plus grande intégration dans le marché intérieur, ainsi qu'une croissance plus forte, une compétitivité accrue et la cohésion sociale. Pour atteindre cet objectif, nous prendrons pour base et renforcerons ce qui a été réalisé au cours de ces dix-huit derniers mois : le Pacte de stabilité et de croissance renforcé, la mise en œuvre du semestre européen débutant ce mois-ci, la nouvelle procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques et le pacte pour l'euro plus.

2. Ayant à l'esprit cet objectif primordial et fermement déterminés à surmonter ensemble les difficultés que nous connaissons actuellement, nous nous sommes mis d'accord aujourd'hui sur un nouveau "pacte budgétaire" et sur une coordination nettement renforcée des politiques économiques dans des domaines d'intérêt commun.

3. Cela nécessitera un nouveau contrat entre les États membres de la zone euro prenant la forme de règles communes et ambitieuses traduisant dans un nouveau cadre juridique leur ferme détermination politique.

Un nouveau pacte budgétaire

4. Nous nous engageons à mettre en place une nouvelle **règle budgétaire**, comportant les éléments suivants :

- Les budgets des administrations publiques sont à l'équilibre ou en excédent; ce principe est réputé respecté si, d'une manière générale, le déficit structurel annuel n'excède pas 0,5 % du PIB nominal.
- Cette règle sera également introduite dans les systèmes juridiques nationaux des États membres au niveau constitutionnel ou équivalent. La règle prévoira un mécanisme de correction automatique qui sera déclenché si un écart est constaté. Ce mécanisme sera mis au point par chaque État membre sur la base de principes proposés par la Commission. Nous reconnaissons la compétence de la Cour de justice pour vérifier la transposition de cette règle au

niveau national.

- Les États membres progressent vers leur niveau de référence spécifique selon un calendrier proposé par la Commission.
- Les États membres qui font l'objet d'une procédure pour déficit excessif soumettent à la Commission et au Conseil, pour approbation, un programme de partenariat économique détaillant les réformes structurelles nécessaires pour assurer une correction véritablement durable des déficits excessifs. La mise en œuvre du programme, et les plans budgétaires annuels compatibles avec celui-ci, seront surveillés par la Commission et le Conseil.
- Un mécanisme sera mis en place afin que les États membres puissent donner à l'avance des indications sur leurs plans nationaux d'émission de dette.

5. **Les règles régissant la procédure pour déficit excessif (article 126 du TFUE) seront renforcées dans les États membres de la zone euro.** Dès que la Commission aura établi qu'un État membre enfreint la règle du plafond des 3 %, il y aura des conséquences automatiques, à moins que les États membres de la zone euro ne s'y opposent à la majorité qualifiée. Des mesures et des sanctions, proposées ou recommandées par la Commission, seront adoptées, à moins que les États membres de la zone euro ne s'y opposent à la majorité qualifiée. La spécification du critère d'endettement en termes de référence numérique pour la réduction de la dette (règle du 1/20e) pour les États membres dont la dette publique dépasse 60 % doit être intégrée dans les nouvelles dispositions.

6. **Nous examinerons rapidement les nouvelles règles proposées par la Commission le 23 novembre 2011** concernant i) le suivi et l'évaluation des projets de plans budgétaires et la correction du déficit excessif dans les États membres de la zone euro et ii) le renforcement de la surveillance économique et budgétaire des États membres connaissant ou risquant de connaître de graves difficultés en ce qui concerne leur stabilité financière dans la zone euro. Nous engageons le Conseil et le Parlement européen à examiner rapidement ces réglementations de sorte qu'elles soient en vigueur pour le prochain cycle budgétaire. Conformément à ce nouveau cadre juridique, la Commission examinera en particulier les principaux paramètres de la position budgétaire dans les projets de plans budgétaires et, au besoin, adoptera un avis sur ces plans. Si la Commission constate un non-respect grave du Pacte de stabilité et de croissance, elle demandera un projet de plan budgétaire révisé.

7. Pour le plus long terme, nous continuerons à rechercher la manière d'approfondir encore l'intégration budgétaire de façon à mieux refléter notre degré d'interdépendance. Ces questions feront partie du rapport qui sera présenté en mars 2012 par le président du Conseil européen en coopération avec le président de la Commission et le président de l'Eurogroupe. Ces derniers rendront également compte des relations entre l'UE et la zone euro.

Renforcement de la coordination des politiques et de la gouvernance

8. Nous sommes convenus de recourir plus activement à une coopération renforcée sur les questions qui sont essentielles au bon fonctionnement de la zone euro, sans porter atteinte au marché intérieur.

9. Nous sommes déterminés à œuvrer en faveur d'une politique économique commune. Une procédure sera mise en place afin que toutes les grandes réformes de politique économique envisagées par les États membres de la zone euro soient débattues et coordonnées au niveau de la zone euro, en vue de définir une méthode d'évaluation des meilleures pratiques.

10. La gouvernance de la zone euro sera renforcée ainsi qu'il a été convenu lors du sommet de la zone euro du 26 octobre. En particulier, les sommets ordinaires de la zone euro se tiendront au moins deux fois par an.

Renforcement des outils de stabilisation

11. Les réformes à long terme telles que celles qui sont exposées plus haut doivent s'accompagner d'une action immédiate visant à répondre énergiquement aux tensions que connaissent actuellement les marchés.

12. L'effet de levier du Fonds européen de stabilité financière (FESF) sera rapidement activé au moyen des deux options concrètes approuvées par l'Eurogroupe le 29 novembre. Nous nous félicitons que la BCE soit disposée à intervenir comme agent du FESF dans le cadre de ses opérations de marché.

13. Nous convenons **d'accélérer l'entrée en vigueur du traité instituant le Mécanisme européen de stabilité (MES)**. Ce traité entrera en vigueur dès que les États membres représentant 90 % des engagements en capital l'auront ratifié. Notre objectif commun est que le MES entre en vigueur en juillet 2012.

14. S'agissant des **ressources financières**, nous convenons de ce qui suit :

- le FESF demeurera actif dans le financement de programmes qui ont été lancés jusqu'à la mi-2013, comme prévu dans l'accord-cadre ; il continuera d'assurer le financement des programmes en cours en fonction des nécessités ;
- nous réévaluerons en mars 2012 le caractère adéquat du plafond global du FESF/MES fixé à 500 milliards d'euros (670 milliards de dollars américains) ;
- lors de la phase initiale de mobilisation du capital versé, nous sommes disposés à accélérer les versements de capital afin de maintenir un ratio minimal de 15 % entre le capital versé et l'encours des émissions du MES et de garantir une capacité de financement effective combinée de 500 milliards d'euros ;
- les États membres de la zone euro et les autres États membres envisageront, et confirmeront dans un délai de dix jours, la mobilisation de ressources supplémentaires pour le FMI d'un montant pouvant aller jusqu'à 200 milliards d'euros (270 milliards de dollars américains), sous la forme de prêts bilatéraux, afin que le FMI dispose de ressources suffisantes pour faire face à la crise. Nous espérons que des contributions parallèles seront apportées par la communauté internationale.

15. Nous marquons notre accord sur les **ajustements suivants du traité instituant le MES, dans le but de le rendre plus efficace :**

- s'agissant de la **participation du secteur privé**, nous respecterons à la lettre les principes et pratiques bien établis du FMI. Cela apparaîtra sans ambiguïté dans le préambule du traité. Nous réaffirmons clairement le caractère unique et exceptionnel des décisions prises le 21 juillet et les 26 et 27 octobre concernant la Grèce ; des clauses d'action collective

normalisées et identiques seront prévues, de façon à préserver la liquidité du marché, dans les conditions dont seront assorties toutes les nouvelles obligations d'État libellées en euros ;

• pour que le MES soit en mesure de prendre les décisions nécessaires quelles que soient les circonstances, **les règles de vote au sein du MES seront modifiées pour y intégrer une procédure d'urgence**. La règle prévoyant une prise de décision d'un commun accord sera remplacée par une majorité qualifiée de 85 % au cas où la Commission et la BCE concluraient qu'une décision urgente liée à une aide financière est nécessaire si la viabilité financière et économique de la zone euro est menacée (Sous réserve de confirmation du parlement finlandais).

16. Nous nous félicitons des mesures prises par l'Italie ; nous nous réjouissons par ailleurs de la détermination du nouveau gouvernement grec, et des partis qui lui apportent leur soutien, à mettre en œuvre intégralement son programme, ainsi que des progrès importants accomplis par l'Irlande et le Portugal dans la mise en œuvre de leurs programmes.

Certaines des mesures décrites plus haut peuvent faire l'objet de décisions relevant du droit dérivé. Les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro estiment que les autres mesures devraient figurer dans le droit primaire. En l'absence d'unanimité parmi les États membres de l'UE, ils ont décidé de les adopter au moyen d'un accord international à signer en mars ou à une date antérieure. L'objectif demeure d'intégrer ces dispositions dans les traités de l'Union le plus rapidement possible. Les chefs d'État ou de gouvernement de la Bulgarie, du Danemark, de la Hongrie, de la Lettonie, de la Lituanie, de la Pologne, de la République tchèque, de la Roumanie et de la Suède ont évoqué la possibilité de prendre part à ce processus après consultation de leurs parlements le cas échéant ».

Le projet de traité intergouvernemental, préparé par la Commission, et qui doit être signé d'ici mars 2012, sera présenté aux 26 membres dès le vendredi 16 et les négociations démarreront le mardi 20.

Ce texte soulève en particulier deux questions :

- 1) *Sur le plan juridique, un accord intergouvernemental entre un certain nombre d'États membres peut-il impliquer les institutions européennes, notamment la BCE et le Parlement européen, qui, par définition « appartient » aux 27 ?*
- 2) *Sur le plan économico-financier, le carcan budgétaire prévu pour les politiques budgétaires nationales fait rapidement l'objet de deux critiques : d'abord, ce carcan peut aussi bien être considéré soit comme non conforme aux traités actuels soit au contraire comme inutile dans le cadre de ces mêmes traités, et ensuite, rien n'est prévu corrélativement en matière de politique européenne en faveur de la croissance économique. Finalement, la question est de savoir si un PSC éventuellement révisé mais surtout effectivement appliqué ne serait pas suffisant.*

Après des États, des collectivités locales et des banques, S&P met le vendredi 9 sous surveillance négative plusieurs compagnies d'assurances européennes, dont, pour la France, Axa, CNP et CCR.

D'ailleurs, les performances des marchés financiers en fin de semaine sont mitigées : +0,23% pour le CAC40 (à 3172 points), -1,55% pour le DAX30, -0,42% pour le Footsie, +1,37% pour le Dow Jones, +0,76% pour le Nasdaq et -1,24% pour le Nikkei.

Ces résultats mitigés reflètent la schizophrénie intrinsèque des marchés puisque d'un côté ils exigent l'assainissement des finances publiques par l'adoption de plans de rigueur mais, d'un autre côté, ils attendent en même temps des perspectives de croissance économique.

L'euro baisse en cotant 1,3387\$. La monnaie unique commence à subir les conséquences de la crise de la zone euro : elle va continuer à baisser puisqu'elle passera sous 1,30\$ le 15 ; ce qui présente, comme d'habitude, des avantages (pour tirer l'activité par les exportations) et des inconvénients (en nourrissant l'inflation importée).

Le graphique suivant résume l'évolution du taux de change EUR-USD depuis le lancement de l'euro :



Le vendredi 16, l'agence Moody's dégrade de deux crans la note de la dette belge, avec une perspective négative. Elle est notée Aa3, ce qui est la quatrième meilleure note, alors que la Belgique a la troisième meilleure note chez S&P et la deuxième chez Fitch ; laquelle agence Fitch dégrade de « stable » à « négative » la perspective de la note des emprunts publics français. Aux trois phénomènes marquants de la période actuelle –contagion de la crise de dettes souveraines, grande fragilité du système bancaire et faiblesse de la croissance économique- se rajoute en ce moment le fait que « tout le monde » attend, résigné, une dégradation prochaine de la note de la dette souveraine française. Ce triste tableau général explique les fortes baisses sur les marchés en cette fin de deuxième semaine de décembre : -6,31% pour le CAC40 (à 2972 points), -4,76% pour le DAX30, -2,57% pour le Footsie, -2,61% pour le Dow Jones, -3,46% pour le Nasdaq et -1,58% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3046\$. Même le cours de l'or est en train de baisser ces jours-ci. Des experts considèrent que le métal jaune perd son statut de valeur refuge et qu'il rejoint les autres matières premières, marquées par des cours très volatiles et par la constitution périodique de bulles spéculatives.

Dans son édition du 19 décembre, le Financial Times publie un entretien que lui a accordé Mario Draghi, dans lequel le Président de la BCE évoque ouvertement l'hypothèse de l'éclatement de la zone euro pour insister sur les dangers pour un pays de la quitter et où il réaffirme son opposition à la monétisation des dettes souveraines des pays en difficulté, parce que cela mettrait dangereusement à mal la crédibilité de la Banque centrale. Ce même 19 décembre, c'est dans son rapport semestriel sur la stabilité financière que la BCE fait part de ses très vives inquiétudes sur la situation de plusieurs grandes banques de la zone euro : l'indicateur de risque systémique, qui avait atteint 15% lors de la crise des subprimes, est aujourd'hui à 25% !

C'est ce même 19 décembre que les États membres de l'UE décident d'abonder les ressources du FMI pour être en mesure d'aider l'Espagne et l'Italie si besoin est. Mais au lieu des 200 milliards d'euros attendus, l'enveloppe n'est que de 150 milliards à cause du refus du R.-U de participer (il y a également le refus des É.-U).

Le mercredi 21, face aux difficultés de liquidité des banques et au blocage du marché interbancaire et pour éviter les risques de déstabilisation du système bancaire et de « credit crunch » qui peuvent en découler, la BCE décide de se porter à leur secours en leur proposant des prêts sur 3 ans à 1%. Cette offre aura un très grand succès. D'autant plus grand que les banques vont utiliser ces liquidités abondantes mises à leur disposition par la BCE pour effectuer en réalité des dépôts auprès de cette dernière au lieu de s'en servir pour réamorcer le marché interbancaire.

On voit ainsi la BCE se comporter en PDR vis-à-vis des banques, alors qu'elle continue à refuser de jouer ce rôle en

faveur des États.

Cela pose trois questions.

D'abord, en fonction du constat évoqué précédemment, on est en droit de se demander si la stratégie de sauvetage des banques n'est pas détournée de son vrai but : les banques font en effet faire un aller-retour aux liquidités fournies par la BCE, ce qui montre qu'elles visent en priorité la sécurité puisqu'elles y perdent dans cette opération la différence entre le taux auxquels elles empruntent (1%) et le taux de la « facilité de dépôt » (0,25%).

Ensuite, la question du comportement opportuniste que peut adopter, en termes d'aléa moral, celui qui sait qu'il a un PDR : on constate que, jouant pour les uns et ne jouant pas pour les autres le rôle de PDR, les comportements opportunistes ne sont pas fondamentalement différents.

Enfin, la question de l'indépendance de la BCE : ce principe n'est-il pas un obstacle au règlement de la crise des dettes souveraines ?

On vient de le voir avec les déclarations du Président de la BCE, que la question de la désintégration de la zone euro n'est plus un tabou. Certains disent même que de grandes entreprises s'y préparent. Il y a plus : dans son édition des 24-25 et 26 décembre, Le Monde publie un article d'un collectif d'économistes qui propose rien moins qu'un « démontage concerté de l'euro ». Le principal intérêt de cet article est d'insister sur l'hétérogénéité de la zone euro en matière de comptes extérieurs (avec des pays en gros déficits parce que insuffisamment compétitifs –Grèce, Portugal, Espagne, Irlande-, des pays en déficits à cause essentiellement d'IDE à l'étranger importants –France, Italie-, et des pays excédentaires –Pays-Bas, Belgique, Luxembourg, et bien sûr Allemagne). Dans une telle configuration, le sort de l'euro semble scellé : une « explosion incontrôlable » est inévitable selon les auteurs. Alors, il vaut mieux prévenir que guérir en mettant en place « une concertation européenne en vue d'aboutir au démontage nécessaire de l'euro ». Et, pour ce faire, les auteurs préconisent plusieurs mesures que nous résumons de la manière suivante : 1) le remplacement de l'euro par les monnaies nationales, 1 pour 1 ; 2) la fixation d'un commun accord des taux de change entre les monnaies nationales en tenant compte des écarts d'inflation et de l'état des comptes extérieurs des différents pays ; 3) les dévaluations-révaluations qui s'avèreront nécessaires seront déterminées par rapport à une unité commune de compte qui ressemblerait à l'ancien ECU ; 4) le maintien des prix tels qu'ils sont avant le « démontage » pour l'ensemble des biens et services et des actifs immobiliers, financiers et bancaires ; 5) les banques centrales perdent leur statut d'indépendance ; 6) les taux de change sont soumis à un flottement contrôlé, avec éventuellement la mise en place d'un nouveau « SME » ; 7) il est souhaitable que l'opération de « démontage » de l'euro se fasse quand celui-ci est plutôt bas par rapport aux autres monnaies ; 8) et il faudrait que le financement monétaire des dettes souveraines soit à nouveau possible.

Notons que d'autres auteurs préconisent de changer le statut de l'euro en faisant qu'il ne soit plus la monnaie unique mais une monnaie commune : il y aurait donc là aussi un retour des monnaies nationales (euro-franc, euro-mark, etc) ; chacune ne serait convertible qu'en euro selon un taux de change fixe mais ajustable périodiquement et c'est la BCE qui assurerait la convertibilité de l'euro en devises. Cela redonnerait aux États membres la souveraineté monétaire et, grâce à la possible révision des taux de change internes, un levier d'ajustement macroéconomique qui manque cruellement aujourd'hui.

• JANVIER 2012 ->

Le 1^{er} janvier, **deux anniversaires** sont à fêter mais en réalité ils passent relativement inaperçus.

Le premier est celui des 20 ans de l'ouverture du Marché unique introduit dans le Traité européen par l'Acte unique de 1986. Mais en réalité, le Marché unique n'est pas achevé. D'ailleurs, en octobre 2009, le Président de la Commission européenne, M. Barroso, avait confié à M. Monti la confection d'un rapport sur la relance du Marché unique. Car il subsiste des barrières commerciales non négligeables comme le montrent plusieurs études et, par conséquent, d'importants progrès sont encore possibles dans l'intégration européenne. Si l'intégration était totale, des chercheurs du CEPII estiment que le PIB de l'UE à 27 croîtrait de 14% en 10 ans et de 11,6% pour ce qui concerne la France (pour davantage d'éléments d'analyse, voir la lettre du CEPII n°316 de décembre 2011). À une époque où la croissance fait cruellement défaut, cette estimation vaut la peine d'être méditée.

Le second anniversaire est celui de l'euro fiduciaire qui a 10 ans d'existence. Cet anniversaire n'est pas fêté gaiement parce que la zone euro est en pleine crise et que se pose même de plus en plus la question de sa survie.

En ce début de nouvelle année, plusieurs indicateurs montrent que l'économie américaine va mieux : son taux de croissance s'affermi, la production industrielle connaît un rebond, la création d'emplois redémarre et le climat de confiance des consommateurs s'améliore.

En Europe, la situation est tout autre : la Grèce s'enlise de plus en plus au point que le risque d'être « sortie » de la zone euro par les marchés devient de plus en plus grand. Le nouveau Premier ministre, Lucas Papademos, est en butte à la fois avec les banques qui n'acceptent pas une décote de 50% de leurs créances sur l'État grec –alors qu'une décote plus importante serait même sans doute nécessaire– et avec les syndicats du secteur privé qui refusent une baisse du salaire minimum.

Sur les marchés d'actions, la première semaine de janvier et de la nouvelle année se termine avec des performances très contrastées, ce qui prouve l'expectative dans laquelle se trouvent les investisseurs : -0,71% pour le CAC40 (à 3137 points), +2,71% pour le DAX30, +1,38% pour le Footsie, +1,16% pour le Dow Jones, +2,65% pour le Nasdaq, -0,76% pour le Nikkei. L'euro continue à baisser : il cote 1,2716\$.

Le lundi 9, A. Merkel et N. Sarkozy se retrouvent à Berlin pour se pencher à nouveau en priorité sur le cas grec. Car les décisions prises en octobre 2011 ne sont toujours pas mises en application : les deux chefs d'État pressent l'État grec à signer un accord avec ses créanciers privés pour un échange volontaire des dettes à échéance courte contre des obligations à trente ans dont le montant nominal serait le même, mais avec une décote de 50% de sa dette. Ces négociations entre les autorités grecques et les banquiers ne se passent pas bien. Et la situation politique grecque tendue et la récession qui lamine les efforts budgétaires sont des facteurs de complication supplémentaires.

Le jeudi 12, le Conseil des gouverneurs de la BCE laisse inchangés les taux directeurs. Mais la BCE maintient sa fourniture de liquidités aux banques bien qu'elles les redéposent aussitôt sur leurs comptes à la BCE, au lieu de se prêter entre elles et/ou de financer l'économie réelle et/ou d'acheter des obligations étatiques... D'ailleurs, les banques sont actuellement essentiellement préoccupées par leur recapitalisation qu'elles doivent réaliser sous la pression des autorités européennes dans des délais très brefs (d'ici le 30 juin elles doivent trouver 115 milliards d'euros de capitaux et elles ont jusqu'au 20 janvier pour communiquer le plan de recapitalisation à leurs autorités de tutelle).

Le même jour, l'Espagne et l'Italie lancent avec succès leurs premières émissions d'obligations de la nouvelle année, et à des taux en diminution.

Le vendredi 13... : deux très mauvaises nouvelles pour la zone euro.

• L'agence de notation annonce la dégradation de la note de dettes souveraines de neuf pays de la zone euro, dont la France :

- Pays dont la note est dégradée d'un cran :

la France, de AAA à AA+, avec une perspective négative, ce qui veut dire une possible nouvelle baisse dans "un délai de six à 24 mois ».

l'Autriche, de AAA à AA+

la Slovaquie, notée désormais A,

la Slovaquie, notée désormais A+,

Malte, notée désormais A-

- Pays dont la note est dégradée de deux crans :

l'Espagne, notée désormais A

l'Italie, notée désormais BBB+,

le Portugal, noté désormais BB

Chypre, noté désormais BB+ et placé en catégorie spéculative.

En fin de 3^{ème} trimestre 2011, la dette publique française s'élevait à 85,3% du PIB et se décomposait de la manière suivante :

Milliards d'euros et (%) du PIB	3 ^{ème} trimestre 2010	4 ^{ème} trimestre 2010	1 ^{er} trimestre 2011	2 ^{ème} trimestre 2011	3 ^{ème} trimestre 2011
Total administrations publiques	1575,0 (82,1%)	1591,2 (82,3%)	1646,1 (84,5%)	1692,1 (86,2%)	1688,9 (85,3%)
État	1238,1	1245,0	1286,5	1339,1	1330,7

L'EURO

	(64,54%)	(64,40%)	(66,04%)	(68,22%)	(67,21%)
Autres Adm. Centrales	16,4 (0,85%)	15,0 (0,78%)	11,9 (0,61%)	10,7 (0,55%)	10,8 (0,55%)
Adm. publiques territoriales	149,5 (7,79%)	160,6 (8,31%)	156,6 (8,04%)	153,8 (7,83%)	152,9 (7,72%)
Adm. de Sécurité sociale	171,0 (8,91%)	170,6 (8,82%)	191,2 (9,81%)	189,0 (9,63%)	194,6 (9,83%)
Fin ^t par dépôts	22,3	23,0	26,4	28,2	31,0
Fin ^t par Titres négociables CT	258,4	238,7	243,8	254,4	266,8
Fin ^t par Titres négociables LT	1083,5	1107,9	1162,9	1212,5	1190,5
Fin ^t par crédits CT	31,8	27,9	26,9	9,9	12,3
Fin ^t par crédits LT	179,0	193,7	186,1	187,4	188,4

Source : INSEE

Remarque : Dans le tableau précédent, et comme c'est l'habitude, la dette publique et ses composantes sont évaluées en pourcentages du PIB. Mais comme l'écrit judicieusement Paul Jorion dans Le Monde du 10 janvier 2012, à propos de la mesure du déficit public, et donc de la dette publique, « pourquoi comparer les pommes de dépenses aux poires du PIB, plutôt que les pommes des dépenses aux pommes des recettes ? » Il conteste en conséquence la façon dont sont exprimées les normes imposées par le PSC (3% du PIB maximum pour le déficit public et 60% du PIB maximum pour la dette publique), ce qui l'amène à critiquer vigoureusement la fameuse « règle d'or » qu'il est question d'inscrire dans la Constitution : « la formule de la règle d'or implique qu'aussitôt que le coupon moyen de la dette souveraine d'une nation dépasse le taux de croissance de son économie, le rapport dette/PIB se dégrade inéluctablement. Or les politiques d'austérité mal avisées des dirigeants européens ont un impact négatif sur la croissance, augmentant le risque de dégradation de la notation de la dette souveraine de leur pays, et provoquant l'effet de ciseaux redouté, puisque d'un côté le taux de croissance baisse tandis que, de leur côté, les taux exigés par le marché des capitaux pour la dette montent. (...) C'est au nom de la règle d'or que l'on malmène la démocratie en Europe et qu'on assassine sa monnaie commune ».

Si les statistiques étaient ainsi établies, en mettant en regard les dépenses et les recettes publiques, on se rendrait compte que durant toute cette période au cours de laquelle les ratios de déficit et de dette publics se sont aggravés, ce ne sont pas les dépenses publiques qui se sont trop alourdies (52,8% du PIB dans les années 1990 et 52,9% dans les années 2000), mais ce sont les recettes publiques qui ont excessivement diminué pour deux raisons : la crise économique qui a suivi la crise financière et la politique fiscale avec des exonérations, des baisses d'impôts et des niches fiscales. Si bien que le remède n'est pas à chercher systématiquement dans la chasse aux dépenses qui ne peut que nuire à la qualité de nos services publics et de notre système social, en sachant qu'il peut être certes nécessaire de réduire ou de contenir les dépenses courantes mais qu'il faut préserver les dépenses favorables à la croissance et aux progrès de la productivité ; le remède est du côté de l'augmentation des recettes, par une politique orientée vers davantage de croissance, conjoncturellement et structurellement, et par une réforme fiscale digne de ce nom, en privilégiant ses leviers redistributifs et en évitant les distorsions et les effets négatifs sur la croissance. De toute façon, diminuer la dette demande du temps, sans doute entre 6 et 8 ans, et à condition que la politique budgétaire mise en œuvre soit crédible grâce à un bon dosage entre les mesures portant sur les dépenses et celles concernant les recettes.

Soulignons que même l'agence S&P qui vient de dégrader 9 dettes souveraines de la zone euro estime qu'« un paquet de réformes ne reposant que sur le seul pilier de l'austérité budgétaire risque de devenir auto-destructeur ». Dans ce même commentaire de sa décision récente, S&P critique l'ensemble des responsables européens de ne pas prendre les décisions qu'impose la situation, sauf la BCE qui a pu éviter, selon S&P, « un effondrement de la confiance des marchés ».

Un autre constat paradoxal : entre rigueur et relance, le choix n'est pas le même de part et d'autre de l'Atlantique. En effet, c'est aux États-Unis, pays considéré comme le grand représentant du libéralisme économique, que le choix de la relance keynésienne est fait (des études montrent que la relance est plus efficace –via les multiplicateurs– par le soutien et a fortiori l'augmentation des dépenses publiques que par la réduction des recettes publiques), alors que l'Europe, bastion historique de l'interventionnisme, fait celui de la rigueur. Or, à la question : les politiques de consolidation budgétaire sont-elles adaptées à la situation conjoncturelle actuelle, la réponse est non car les économies avancées se situent

L'EURO

actuellement toutes en bas du cycle et dans ce contexte, les multiplicateurs budgétaires sont élevés et les effets récessifs des politiques d'austérité seront forts. Plus même, plusieurs travaux, comme ceux de Christina Romer et ceux du FMI, pourtant champion de l'orthodoxie budgétaire, montrent de manière assez robuste que les politiques d'équilibre budgétaire réduisent plutôt l'activité économique (à l'occasion des prévisions trimestrielles du FMI parues en juillet 2012, son chef économiste Olivier Blanchard écrira : « les freins de la consolidation budgétaire sont au maximum de leur puissance. Leurs effets multiplicateurs ont coûté en moyenne 1 à 1,5 point de croissance à court terme dans les pays avancés, et plus que cela dans les pays en crise »). Quand on sait qu'en France les dépenses publiques sont pour 54% des transferts en direction des ménages et pour 24% des salaires versés aux fonctionnaires, on comprend que les réduire aboutit à diminuer les revenus, donc la demande et en définitive aussi la production.

Sur cette question de la valeur des multiplicateurs en fonction de la phase de cycle, il convient de citer l'article qu'ont fait paraître J. Creel, É. Heyer et M. Plane dans la revue de l'OFCE en janvier 2011 et dont on se permet de reproduire la conclusion : « La question de savoir à quel moment mener une politique budgétaire est cruciale. Il en va en effet de l'efficacité même de la stratégie de politique économique mise en place (...). Menée en haut de cycle, une politique budgétaire expansionniste, entamée éventuellement pour des raisons électorales, peut être inflationniste et nuire à la compétitivité mais aussi engendrer un fort effet d'éviction et réduire in fine le PIB : tel est le cas d'une politique d'investissement ou d'emploi public. Menées en bas de cycle, ces deux mêmes politiques deviennent efficaces, engendrant une forte augmentation du PIB. Les prescriptions de politique budgétaire qui en découlent – les instruments budgétaires et fiscaux doivent être maniés sans parcimonie, en connaissance de cause de leurs effets négatifs indirects (perte de compétitivité, par exemple) et, surtout, au cours de la phase cyclique adéquate – valent aussi bien pour les politiques expansionnistes que pour les politiques de consolidation budgétaire. Aussi peut-on être inquiet de voir l'ensemble des gouvernements européens renoncer précocement à la relance et entamer une période de forte rigueur budgétaire alors que l'économie européenne reste dans une phase basse de conjoncture. La généralisation de la rigueur dans toute l'Europe portera un sérieux frein à la croissance économique : les multiplicateurs budgétaires sont en effet d'autant plus grands que les politiques budgétaires sont simultanément orientées vers l'expansion ou vers la rigueur. Le gain budgétaire attendu par les politiques d'austérité pourrait être en grande partie rogné par le manque à gagner du côté des recettes fiscales avec la moindre croissance. Ces politiques budgétaires, menées sous la contrainte des marchés financiers, pourraient s'avérer contreproductives. S'il est probable qu'elles ne puissent pas réduire rapidement le déficit public elles pourraient en revanche avoir pour conséquence le déclenchement de la déflation dans la zone euro. Le problème de la soutenabilité de la dette publique en serait alors renforcé ».

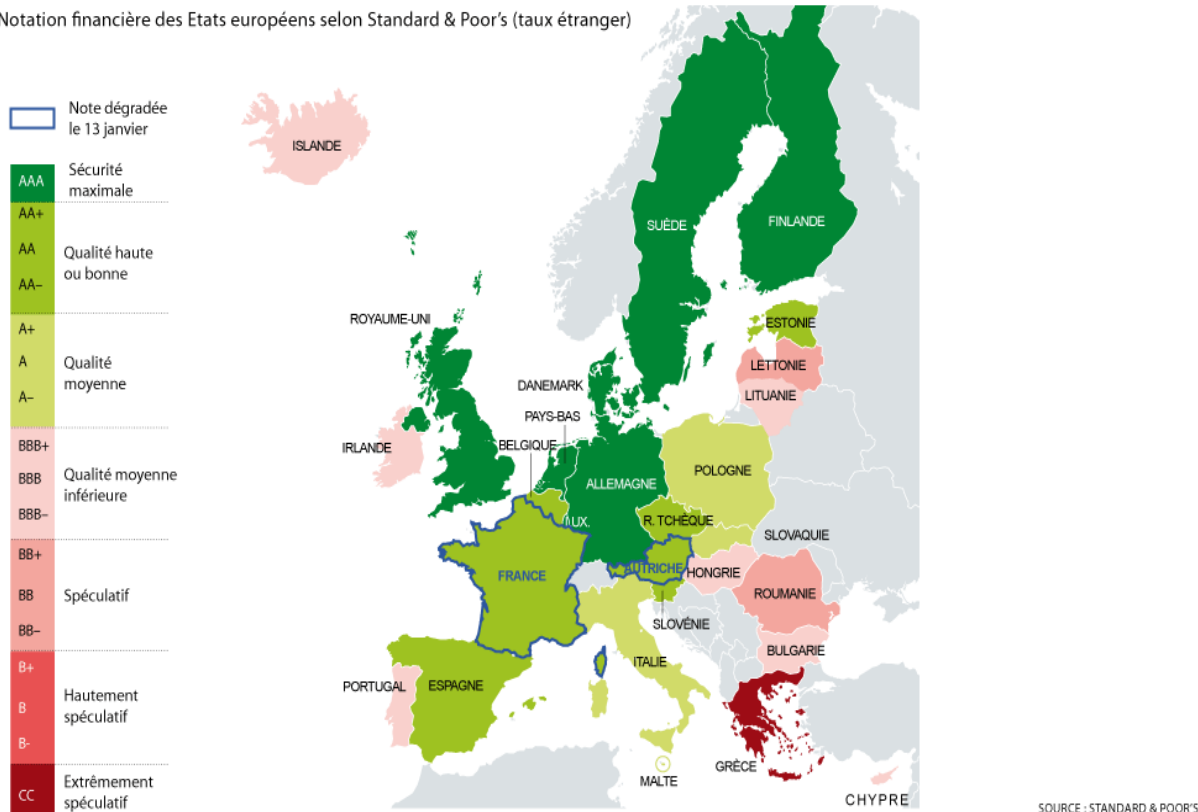
Autrement dit, face à la crise de la zone euro, il serait préférable aujourd'hui de mener une politique bien différente de celle qui est menée et a fortiori de celle qui se dessine pour le moyen et long terme. Surtout que d'après de récents travaux, on aurait dû perdre davantage d'emplois ces dernières années et l'explication réside vraisemblablement dans une rupture négative dans l'évolution des gains de productivité. Or, si rupture il y a bien, alors il faut en attendre pour l'avenir des conséquences négatives en termes de croissance potentielle et de niveau de vie ; et en termes de chômage si les salaires ne s'ajustent pas facilement à l'évolution de la productivité. Même les marchés sont favorables à toute mesure en faveur de la croissance, d'où leur schizophrénie évoquée plus haut. Comme l'écrit Ch. Wyplosz (Télos, 8 novembre 2011), les marchés « espèrent donc une reprise économique et donc que le gouvernement remonte le moral des ménages en réduisant la pression fiscale. Ils sont évidemment inquiets de la montée de la dette publique mais ils comprennent que ce n'est pas l'urgence du moment. Ce qu'ils veulent, ce sont des garanties solides sur la disparition des déficits dès la reprise venue. C'est donc une action à double détente qui est indispensable pour éviter la catastrophe. Relance aujourd'hui, rigueur ensuite, pendant des années, en réalité des décennies ». Il indique par ailleurs que pour la France, l'un des problèmes à traiter en priorité est la situation de son système bancaire.

Au total, un consensus improbable semble émerger : il ne peut pas y avoir de redressement des finances publiques sans croissance, sans création de richesses. C'est donc une question de chronologie dans les mesures à prendre et de temps qu'il faut laisser au temps ! De plus, les pays de la zone euro ne sont pas du tout dans la même situation : si l'Espagne ne peut pas faire autrement que de s'attaquer tout de suite à l'état de ses finances publiques, la question est beaucoup moins urgente pour l'Italie et elle est même excessive pour l'Allemagne.

Pour finir sur ce point, il faut se poser aussi la question suivante : en supposant qu'une politique de redressement budgétaire s'impose, est-il alors possible d'en réduire l'effet multiplicateur récessif ? Baisser les taux d'intérêt, avoir un taux de change pour l'euro plus faible, faire en sorte que les banques financent davantage l'économie réelle et se lancer courageusement dans les réformes structurelles qui s'imposent sont des voies qui peuvent réduire la valeur des multiplicateurs.

L'EURO

Notation financière des Etats européens selon Standard & Poor's (taux étranger)



Source : Document publié par Le Monde.fr le 13/1/12.

Remarques :

- 1) seuls 13 pays dans le monde ont maintenant la meilleure note auprès des 3 grandes agences de notation.
- 2) S&P justifie la perte du triple A de la France par « l'aggravation des problèmes politiques, financiers et monétaires dans la zone euro à laquelle la France est étroitement liée » et précise que la note AA+, avec perspective négative « reflète son économie saine, diversifiée et solide dont la main d'œuvre est hautement qualifiée et productive (...) mais avec un endettement relativement élevé des administrations publiques ainsi que des rigidités du marché du travail », tout en reconnaissant que le gouvernement français « traite ces questions par une stratégie de consolidation budgétaire et de réformes structurelles ».
- 3) Quand la note de la dette d'un État est dégradée, sont automatiquement dégradées aussi les notes de dettes des différents organismes « subsoverains » tels que les collectivités territoriales, les établissements publics et les grosses entreprises où l'État est actionnaire, des emprunteurs comme la CDC, l'UNEDIC, le RFF, la Ville de Paris, etc...
- 4) Dès l'annonce de la perte du triple A de la France, les autorités françaises, mais également celles d'Allemagne, tentent de minimiser l'importance et l'impact de la décision de S&P. Le commissaire européen aux affaires économiques, O. Rehn, a même « regretté la décision aberrante de S&P ». Car, si les marchés avaient concrètement déjà dégradé la France depuis plusieurs semaines au travers du spread avec l'Allemagne, plusieurs voix s'élèvent pour reconnaître que « la France est sur la bonne voie » pour reprendre les termes du ministre allemand de l'économie. En tout état de cause, il ne faut pas arguer de l'argument selon lequel le déclassement de la dette américaine n'a pas eu de véritable impact pour en déduire que le déclassement de celle de la France n'en aura pas non plus. Les États-Unis ne sont pas la France ! Mais il est très difficile d'anticiper aujourd'hui quelles vont être exactement pour notre pays les conséquences économiques, sociales et politiques de cette dégradation. Une nouvelle sera donnée le lundi 16 qui apporte de l'eau au moulin de tous ceux qui relativisent la dégradation de la dette publique française par l'agence S&P : les deux autres « grosses » agences, Fitch et Moody's annoncent qu'elles ne suivent pas leur concurrent et maintiennent leur meilleure note.

- 5) La nouvelle de la dégradation de la dette souveraine de la France ne surprend personne, même son gouvernement qui a commencé il y a plusieurs jours à relativiser auprès de l'opinion une telle éventualité. Mais surtout, les marchés ont anticipé depuis plusieurs semaines cette dégradation par l'intermédiaire du spread. Il faut savoir que la France était le seul pays d'Europe continentale encore noté AAA avec des déficits jumeaux (déficit public + déficit extérieur).

D'ailleurs, certains experts font remarquer avec ironie que la France était notée AAA depuis sa première évaluation le 25 juin 1975 et qu'elle a enregistré des déficits de manière ininterrompue depuis ... 1974, avec une période de légère réduction du déficit structurel entre 1995 et 2002. Notre pays conserve le triple A chez les deux autres grandes agences, et cela depuis qu'elles l'ont évalué, en 1979 pour Moody's et 1994 pour Fitch. Par contre, la France n'a été en défaut de paiement qu'une seule fois, en 1797, alors que l'Allemagne, par exemple, l'a été deux fois et plus récemment, en 1932 et 1939.

Comme les marchés ont en réalité anticipé depuis déjà quelque temps la dégradation de la dette souveraine française, il ne faut pas craindre une élévation substantielle des taux sur notre dette publique. Heureusement, car le risque d'illiquidité deviendrait réel : l'augmentation d'un point en moyenne de ces taux causerait en effet l'alourdissement cumulatif d'année en année de notre charge d'intérêts : 2 milliards d'euros la 1^{ère} année, 6 milliards la 3^{ème}, 9 milliards la 5^{ème}, 14 milliards la 10^{ème}, ... et par conséquent à chaque fois une aggravation du même montant du déficit. C'est donc l'effet boule de neige assuré, surtout que notre taux de croissance est nettement inférieur au taux d'endettement. Et c'est ainsi que se pose la question de la soutenabilité de la dette.

Rappelons ici **quelques éléments de vocabulaire utiles** :

- Il ne faut pas confondre risque d'illiquidité et risque d'insolvabilité. Il y a risque d'illiquidité quand on ne trouve pas les ressources financières nécessaires au paiement des dettes qui arrivent à échéance, et il y a risque d'insolvabilité quand la valeur des actifs est inférieure à celle du passif.
- Le solde budgétaire peut être décomposé en solde conjoncturel et en solde structurel. Le solde conjoncturel est celui qui résulte des seules opérations budgétaires en liaison avec l'évolution cyclique de l'économie. Et on a solde structurel = solde budgétaire – solde conjoncturel.
- Le solde primaire est le solde budgétaire duquel on retranche les intérêts de la dette. On peut calculer le « solde primaire structurel ». La rigueur budgétaire impose que le solde primaire structurel soit nul ou au moins stable.
- Pour reprendre les définitions habituelles, comme celle du FMI, il y a soutenabilité de la dette publique quand les administrations publiques sont en mesure de rembourser leurs emprunts sans changer fondamentalement leur politique budgétaire et pour un coût de financement sur le marché donné ; ce qui signifie qu'elles peuvent assurer leur solvabilité sans avoir besoin d'ajuster leur politique budgétaire dans l'avenir.
- La condition de soutenabilité de la dette publique résulte du calcul suivant :
 $D(t+1) = D(t) * (1+i) + S(t)$ $D =$ dette ; $i =$ taux d'intérêt nominal ; $S =$ solde primaire
 $Y(t+1) = Y(t) * (1 + g(t) + \pi(t))$ $Y =$ PIB ; $g =$ taux de croissance réel ; $\pi =$ taux d'inflation

On pose $d(t) = D(t) / Y(t)$, soit la dette exprimée en pourcentage du PIB et $s(t)$ le solde lui aussi exprimé en pourcentage du PIB.

Donc,

$$D(t+1) / Y(t+1) = d(t+1) = [D(t) * (1+i) + S(t)] / [Y(t) * (1 + g(t) + \pi(t))]$$

soit, $d(t+1) = [(1+i) / (1+g+\pi)] * d(t) + s \approx (1+i-g-\pi) * d(t) + s = (1+r-g) * d(t) + s$ en notant r le taux d'intérêt réel.

Le ratio d est stabilisé quand $d(t+1) = d(t)$, ce qui impose la *condition que $r = g$: le taux d'intérêt réel doit être au plus égal au taux de croissance réel.*

Les premiers à avoir énoncé cette condition sont Domar en 1944 et Harrod en 1948.

$$L'égalité $d(t+1) = (1+r-g) * d(t) + s$ peut aussi s'écrire quand $d(t+1) = d(t)$: $s = d(g-r)$ (1)$$

$$\text{ou encore, en réintroduisant le taux d'inflation : } s + id = d * (g + \pi) \quad (2)$$

En fonction de ce dernier calcul (expression 2), si on fixe un ratio limite de la dette

publique en pourcentage du PIB à 60%, avec un taux de croissance nominal de 5% ($g = 3\%$ et $\pi = 2\%$), le déficit permis est de $s = 3\%$ du PIB ($-0,60 \times 0,05 = -0,03$, soit -3%). C'est ce calcul qui explique les normes de déficit et de dette publics prévues par le traité de Maastricht.

La relation (1) exprime quant à elle le niveau que doit respecter le solde primaire en pourcentage du PIB : il doit être excédentaire si le taux d'intérêt réel est supérieur au taux de croissance réel, ce qui a été la situation des économies européennes lors des décennies 1980 et 1990.

- 6) La perte du triple A par la France soulève la question de la notation du FESF. D'ailleurs, la réaction de S&P ne s'est pas fait attendre : elle dégradera d'un cran le FESF (de AAA à AA+) dès le lundi 16.
- 7) La dégradation de deux crans supplémentaires des dettes publiques espagnole et italienne est peut-être plus grave pour les perspectives de la zone euro que la dégradation de la dette publique française.
- 8) Conséquence immédiate de l'annonce de S&P : l'euro chute à moins de 1,27\$.

• La rupture en Grèce des négociations avec les banques. Comme ce pays doit refinancer plus de 14 milliards d'euros en mars, sa situation devient inextricable. C'est une illustration de plus de ce qu'écrivait J. Pisani-Ferry (*Le réveil des démons*, - Fayard) : « en 2008, les États ont sauvé les financiers. En 2011, les financiers mettent les États à genoux ».

En fin de cette deuxième semaine marquée par une vague importante de dégradations de notes de dettes souveraines de la zone euro, les marchés financiers n'ont pas beaucoup réagi : +1,88% pour le CAC40 (à 3196 points), +1,41% pour le DAX30, -0,23% pour le Footsie, +0,50% pour le Dow Jones, +1,36% pour le Nasdaq et +0,13% pour le Nikkei.

L'euro est toujours orienté à la baisse par rapport au dollar (d'où des prix très élevés de l'essence à la pompe...) : il cote 1,2680\$.

Le 18 janvier, le taux des réserves obligatoires de la BCE passe de 2% à 1% : cette modification, très peu commune pour la BCE –c'est la première depuis sa naissance en 1999-, a pour but de réduire le besoin de monnaie centrale des banques commerciales. Cette décision s'ajoute aux mesures non conventionnelles de politique monétaire pour soutenir le système bancaire.

Tout juste une semaine après la rupture des négociations entre le gouvernement grec et ses créanciers privés (l'IIF –Institut international de la finance-), ces négociations reprennent le 20 janvier mais n'aboutissent toujours pas : les investisseurs institutionnels privés qui détiennent de la dette publique grecque n'acceptent pas de renoncer à 100 milliards d'euros sur un total créances de 350, d'échanger ainsi leurs créances actuelles contre de nouvelles obligations valant moitié moindre, avec une échéance de 30 ans et un taux très bas, comme il le faudrait pour permettre à la Grèce de régler les 14,5 milliards d'euros qu'elle doit régler au plus tard le 20 mars. Le risque d'un défaut désordonné ne cesse de s'accroître.

Sur l'ensemble de cette troisième semaine, les marchés financiers marquent toujours leur insensibilité à la décision de S&P de la semaine précédente : +3,01% pour le CAC40 (à 3321 points), +4,25% pour le DAX30, +1,63% pour le Footsie, +2% pour le Dow Jones, +2,28% pour le Nasdaq et +3,13% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2931\$.

La dernière semaine du mois commence avec des inquiétudes renforcées sur la situation de la Grèce : en effet, le lundi 23, l'Eurogroupe réuni à Bruxelles fait pression sur le gouvernement grec et sur ses créanciers privés pour que leurs négociations aboutissent dans les tout prochains jours. Deux points sont cependant positifs et facteurs de relative accalmie : la mise au point du MES –Mécanisme européen de stabilité, devant faire suite au FESF- qui disposera d'une capacité de prêts de 500 milliards d'euros, et l'intervention massive de la BCE en faveur du système bancaire que les dettes souveraines mettent en difficulté : le marché monétaire interbancaire se porte mieux et les taux des emprunts publics italiens et espagnols sont orientés à la baisse (mais pas pour le Portugal...).

Le 24 janvier, le FMI fait paraître des rapports sur la situation économique et financière actuelle ainsi que sur les perspectives de cette année qui débute, en révisant à la baisse ses prévisions de croissance : craignant que les politiques de rigueur appliquées par plusieurs pays pour traiter la crise de leurs finances publiques n'aient un coût important en terme de croissance, l'institution internationale demande aux « pays qui ont une certaine marge de manœuvre budgétaire, y compris à certains pays

de la zone euro, de revoir le rythme de leur resserrement budgétaire à court terme ».

Explicitons pour ce qui concerne la zone euro : si l'Allemagne prenait l'initiative d'une politique de relance, non seulement par son moteur traditionnel des exportations, mais aussi par celui de la demande intérieure, cela aurait sans doute des effets bénéfiques sur le niveau d'activité de l'ensemble de ses partenaires européens, ce dont elle tirerait elle-même avantage mais surtout ce qui faciliterait le redressement des pays européens en difficulté. D'ailleurs, nous entrons dans une période où se multiplient les critiques adressées à l'Allemagne pour la politique qu'elle mène depuis une dizaine d'années. Entre autres, dans un entretien donné au journal Le Monde (29-30 janvier 2012), M. Aglietta, demande à ce pays d' « abandonner son néomercantilisme et assumer un leadership sur la zone euro qui implique de prendre en compte les intérêts de ses partenaires », faute de quoi on court collectivement à la déflation. Pour lui, la règle d'or est d'abord mauvaise en soi parce que rigide, et ensuite la seule règle d'or qui vaille est « de ne pas chercher à réduire précipitamment l'endettement de l'Etat tant que le secteur privé ne peut soutenir l'économie ».

Dans le même quotidien (Le Monde du 31 janvier), le Prix Nobel d'économie Paul Krugman est net : « l'Allemagne croît que la rectitude et la discipline budgétaire sont la solution. Elle a tort. Leur histoire les pousse à proposer un mauvais remède ». Et, par ailleurs, il estime que « l'Europe a besoin d'une politique monétaire très agressive. Plus agressive encore que celle des Etats-Unis. Il n'y a pas d'autre moyen de faire les ajustements nécessaires. La BCE devrait racheter plus de dettes d'Etat mais aussi favoriser davantage l'expansion monétaire ». Et à la question de savoir si cela ne risque pas de faire déraiser les prix, il répond sans ambages : « l'inflation n'est pas le problème, c'est la solution ».

Le 25, le comité monétaire de la Fed révèle qu'il n'envisage pas d'augmenter le taux directeur d'ici fin 2014 et le Président B. Bernanke se dit prêt à réutiliser la « planche à billets ». Tout cela est à la fois une bonne nouvelle parce que la reprise a besoin durablement d'une politique monétaire accommodante, mais aussi une preuve sur le point de vue assez pessimiste qu'a la Fed sur l'évolution de la conjoncture économique. Dans l'immédiat, cette annonce, qui pousse à la patience, redonne une certaine confiance aux marchés de capitaux et de devises. Par ailleurs, et pour la première fois, la Fed reconnaît officiellement qu'elle se donne 2% comme seuil maximum d'inflation, ce qui correspond également à l'objectif de la BCE.

Le 26, lors du Forum de Davos, le Premier ministre britannique Cameron a beaucoup de succès. Il évoque les différents dispositifs qui seraient en mesure de traiter la crise de la zone euro, en plus des interventions de la BCE : une intégration économique plus poussée, un système de transferts budgétaires, des émissions d'euro-obligations. Et il conclut : « ce n'est pas que l'Europe n'a pas tous ces dispositifs, c'est qu'elle n'en a aucun ».

Conformément à ce qui vient d'être indiqué à propos de la réaction des marchés face à la déclaration de la Fed et aussi d'ailleurs d'une certaine amélioration de la conjoncture américaine, la fin de la dernière semaine de janvier se termine sur des performances stabilisées pour les différents indices boursiers : -0,08% pour le CAC40 (à 3319 points), +1,68% pour le DAX30, +0,09% pour le Footsie, -0,47% pour le Dow Jones, +1,07% pour le Nasdaq et +0,85% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3220\$.

Le lundi 30 janvier, la réunion du Conseil européen à Bruxelles aboutit à l'adoption d'un *pacte de « discipline budgétaire »*, qui devrait être signé le 1^{er} mars par 25 pays, le Royaume-Uni et la Tchèque ne s'y associant pas. En cela, l'Allemagne l'a emporté sur les réticences de plusieurs États membres comme la France à propos de la perte relative de souveraineté que ce pacte suppose, mais elle a essuyé un refus assez unanime concernant son souhait de mettre la Grèce sous tutelle : elle menace d'interrompre son aide à ce pays si elle n'obtient pas un droit de regard sur ses mesures économiques. Le Conseil demande aussi à l'Eurogroupe de finir d'ici mi-février, de mettre au point le second plan d'aide qu'il faut assurer à la Grèce.

• Février 2012 ->

La première semaine de ce mois de février est, comme celles de janvier, marquée par la crise grecque : pression de la « troïka » sur les responsables grecs pour qu'ils prennent les mesures qu'on leur impose pour pouvoir recevoir l'aide promise, en particulier une baisse des salaires du secteur privé, la suppression de 150 000 emplois dans le secteur public et des réductions drastiques dans les budgets de la défense et de la santé, ce qui entraîne une grève générale avec comme mot d'ordre : « Ça suffit, on ne peut plus » ; une téléconférence entre les membres de l'Eurogroupe ; la poursuite des négociations entre le gouvernement grec et les créanciers privés du pays, appelés à renoncer à environ 70% de leurs créances ; accentuation des pressions de ces créanciers sur la BCE pour qu'elle les aide en arguant du fait que si la Grèce remboursait tout ou partie de sa dette, la BCE ferait en définitive une « bonne affaire » puisqu'elle récupérerait plus que ce qu'elle a payé lors de ses rachats de titres

dont le prix était compris entre 70 et 88% de leur valeur d'origine.

Malgré ces facteurs d'inquiétude entourant la situation de la Grèce, les bourses mondiales enregistrent de bonnes performances sur cette première semaine : +3,29% pour le CAC40 (à 3428 points), +3,91% pour le DAX30, +2,92% pour le Footsie, +1,59% pour le Dow Jones, +3,16% pour le Nasdaq et -0,11% pour le Nikkei. Les marchés sont en effet –au moins provisoirement- rassurés par l'aide qu'apporte la BCE au système bancaire de la zone euro et par l'amélioration de la situation de l'emploi aux Etats-Unis. L'euro cote 1,3158\$.

Remarques :

- *Lors de cette première semaine de février, on apprend aussi que la France a enregistré un déficit extérieur record pour 2011 : 69,59 milliards d'euros contre 51,52 en 2010. Ce résultat confirme la dégradation de la compétitivité française, spécialement par rapport à l'Allemagne (notons que l'Italie a de son côté un excédent extérieur du même ordre de grandeur que le montant du déficit français). D'ailleurs, cela se traduit sur le plan boursier : alors que le CAC40 et le DAX30 ont été créés à peu près à la même période, le 31/12/1987 pour le CAC et le 1/7/1988 pour le DAX, et avec sensiblement la même valeur de référence de 1000 points, le DAX30 en est aujourd'hui à 6767 points contre 3428 pour le CAC40. Le DAX30 est dopé par les valeurs des entreprises exportatrices et le CAC40 est plombé par les valeurs bancaires.*
- *Certes, la BCE aide visiblement beaucoup plus les banques que les États mais en aidant les banques elle aide tout de même aussi les États puisque les banques forment le gros du bataillon des financeurs des États. Au total, c'est bien la BCE qui est au cœur de la solution de la crise de la zone euro, sans même parler de son « arme nucléaire ».*
- *De même que l'on est en droit de se demander si les potions amères imposées aux pays européens en difficulté, par souci de discipline budgétaire, n'aggravent pas leur situation, de même il faut se demander si les normes prudentielles imposées aux banques (Bâle III), aux assureurs (Solvabilité 2) et aux fonds d'investissement (UCITS 4) ne poussent pas ces institutions financières à adopter des stratégies trop prudentes pour financer comme il faut les économies et de leurs États. Ainsi, l'orthodoxie peut être totalement contre-productive.*
- ***De manière plus générale, on est en droit de se demander si, dans cette crise, après avoir fait au début et trop peu et trop tard (pour s'attaquer à la crise grecque), on ne va pas aujourd'hui et trop vite et trop fort (pour rétablir l'équilibre des finances publiques) ! Ainsi se succèdent deux comportements opposés mais également suicidaires ; et à chaque fois dans un contexte où domine un manque caractérisé de solidarité entre les États membres.***

Le début de la deuxième semaine de février est marquée comme la précédente par la crise grecque qui exaspère de plus en plus les Européens parce que les autorités grecques, marquées par des dissensions entre les différents partis au pouvoir, ne font pas les efforts demandés ou beaucoup trop timidement et lentement ; et elles font de plus une sorte de chantage à la faillite.

Le jeudi 9, une nette évolution se dessine : les autorités grecques acceptent les conditions imposées à leur pays pour leurs créanciers internationaux : réduction de 22% du salaire minimum – de 780€ mensuels à 586-, de 15% des retraites, de 35% des salaires des fonctionnaires, diminution du montant des indemnités de licenciement, augmentation des taxes sur les carburants, cigarettes et alcools, de 20% des taux de TVA ; abaissement du seuil d'imposition de 12 000 euros à 5 000 euros ; profonde réforme des retraites ; libéralisation de 150 métiers. Autrement dit, un programme de très grande d'austérité... qui pourrait tuer le malade (le taux de chômage est d'ores et déjà de plus de 20%). D'ailleurs, c'importantes manifestations populaires ont lieu en Grèce, ce qui fragilise la coalition qui est au pouvoir. De son côté, l'Eurogroupe étudie l'accord de remise de dettes de 100 milliards d'euros conclu entre la Grèce et ses créanciers privés pour savoir s'il a des chances de ramener le taux de dette publique de la Grèce de plus de 160% aujourd'hui à 120% en 2020. En effet, ces créanciers acceptent d'annuler 100 milliards de dettes en échangeant leurs titres contre de nouveaux titres à 30 ans, avec un taux moyen de 3,6%. Quant à la BCE, elle ferait un geste supplémentaire : elle transférerait au FESF les titres grecs qu'elle a rachetés mais au prix auquel elle les a acquis, soit à 85%-90% de leur valeur nominale, ce qui ferait profiter la Grèce d'une réduction de sa dette de la différence, soit entre 5 et 7 milliards d'euros (de plus, la BCE lancera à la fin du mois une seconde opération de prêts sur 3 ans aux banques, en acceptant en contrepartie des créances de moindre qualité). Reste donc encore en suspens la nouvelle tranche d'aide de 130 milliards d'euros (rappelons que la première était de 110, dont 20 versés par le FMI, 14,7 par l'Allemagne, 11,1 par la France et 27,2 par d'autres prêts bilatéraux européens, le reste correspondant justement aux rachats de dettes

par la BCE).

La deuxième semaine se termine négativement sur les places boursières : «-1,60% pour le CAC40 (à 3373 points), -1,09% pour le DAX30, -0,82% pour le Footsie, -0,47% pour le Dow Jones, -0,06% pour le Nasdaq et +1,30% pour le Nikkei.

Le dimanche 12, pendant que les députés votent le nouveau plan d'austérité, la capitale grecque connaît une véritable journée d'émeutes. Ce climat social et politique met la Grèce dans une position insoutenable, sans compter qu'il y a des experts qui prétendent que le plan est insuffisant et qu'il y en a d'autres qui redoutent qu'il soit infaisable. Les uns et les autres sont malgré tout sur un point : le problème essentiel de l'économie grecque est de redresser sa compétitivité, ce qui passe par une puissante stratégie d'industrialisation. En cela, d'autres économies européennes ressemblent au cas grec, dangereusement.

Le mardi 14, trois événements sont à signaler :

- la Commission européenne fait jouer son « mécanisme d'alerte » pour signaler les graves déséquilibres macroéconomiques dont souffrent 12 États membres de l'UE, en dehors de ceux qui sont sous surveillance internationale, et parmi lesquels se trouvent la France, le Royaume-Uni, l'Italie, l'Espagne et la Hongrie, la situation des trois derniers exigeant selon la Commission un traitement « pressant » ;
- l'agence de notation Moody's dégrade six États de la zone euro (Italie est à A2, l'Espagne à A1, le Portugal, la Slovénie, la Slovaquie, Malte) et met la France en « perspective négative » ;
- l'Eurogroupe se réunit pour en principe décider du second plan d'aide à la Grèce mais son Président J.-C. Juncker décide de reporter la décision, tant sont fortes les dissensions entre des « faucons » -les pays qui ont encore le triple A- tels que l'Allemagne qui sont pratiquement favorables à un défaut de la Grèce parce qu'ils sont convaincus que la Grèce ne pourra jamais remplir les conditions de son redressement –un rapport de la troïka estime que le poids de la dette grecque représentera en 2020 129% du PIB au lieu des 120% fixés-, et les « colombes » tels que la France qui sont persuadés qu'un défaut de la Grèce aurait des conséquences dramatiques non seulement pour la Grèce mais aussi pour toute l'Europe, surtout à cause des risques de contagion (l'économiste Werner Hoyer, nouveau Président de la BEI, la Banque européenne d'investissement, et ancien membre du gouvernement d'A. Merkel, considère que « si nous perdons ce pays, ce serait un recul de plusieurs décennies pour l'esprit d'unification européen »). Ces dissensions et ces atermoiements –l'Allemagne semble même faire chaque jour un peu plus de surenchère en matière de conditions imposées à la Grèce- alourdissent considérablement la facture européenne à la fois politique, sociale et bien sûr financière de la crise grecque.

Le mercredi 15, le Premier ministre italien Mario Monti fait paraître un excellent article dans le journal Le Monde où il dénonce le déficit de démocratie en Europe. « La tyrannie du court terme, l'excès de l'endettement, public ou privé, le clientélisme ont abouti à un désastre que les populations paient cher. Nul ne peut prétendre que la démocratie nationale irait bien tandis que "l'Europe" irait mal. (...) L'exigence de démocratie, de participation, de transparence est irrésistible ».

Sur les places boursières, la troisième semaine se termine par des évolutions positives dans la mesure où les investisseurs tablent sur un accord sur le cas grec lors de la réunion de l'Eurogroupe le lundi qui suit : +1,97% pour le CAC40 (à 3440 points), +2,32% pour le DAX30, +0,90% pour le Footsie, +1,16% pour le Dow Jones, +1,65% pour le Nasdaq et +4,88% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3140\$.

Mardi 21 février : c'est finalement au petit matin de ce mardi, après un véritable marathon (rappelons que c'est la Grèce qui a inventé ce sport...), qu'un accord intervient entre les ministres de l'Eurogroupe sur le second plan d'aide à la Grèce pour lui éviter le défaut de paiement le 20 mars.

Toutes les parties prenantes acceptent de faire des efforts supplémentaires :

- les créanciers privés renoncent non plus à 50% mais à 53,5% de leurs créances, soit à 107 milliards d'euros ; compte tenu d'un taux d'intérêt abaissé à 3,65% pour les nouveaux titres d'une durée qui sera comprise entre 11 et 30 ans, la perte des créanciers privés va s'élever en réalité à au moins 70% ;
- le SEBC renonce aux plus-values qu'il pourrait faire sur les titres publics grecs qu'il a rachetés ;

- les pouvoirs publics grecs sont obligés d'accepter, pour le service de la dette, l'ouverture d'un compte sous le contrôle de la « troïka » (vu l'importance du rôle de la « troïka », certains estiment que le fonctionnement de la zone euro et, de manière plus générale de l'UE, menace la souveraineté des États-nations et donc la démocratie). Cet accord laisse toutefois encore dans l'ombre certaines modalités précises du second plan d'aide, en particulier la réévaluation de son montant initialement fixé à 130 milliards d'euros, de façon à permettre à la Grèce de respecter son engagement d'un ratio de dette publique de 120% en 2020.

Après cet accord, les pays « faucons » restent très dubitatifs et très décidés à ne pas aller au-delà. Ainsi, le ministre des finances des Pays-Bas déclare (Le Monde du 23 février) : « Il y a beaucoup de conditions à remplir avant le feu vert final. Tout est dans la main des Grecs eux-mêmes. Une des plus grandes déceptions des deux dernières années, c'est que la Grèce a déraillé à plusieurs reprises, en dépit du soutien international. Elle n'a pas rempli ses obligations. (...) Même les mesures les moins difficiles, comme les privatisations, n'ont pas été menées. (...) Les deux plans d'aide représentent 240 milliards d'euros. Nous n'avons pas besoin de plus. C'est le maximum que nous pouvons engager ».

C'est également ce mardi 21 février que l'Assemblée nationale française adopte la création du Mécanisme européen de stabilité (MES) qui doit, à partir de 2013, et dans le cadre du Pacte budgétaire européen, remplacer à la fois le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et le Mécanisme européen de stabilité financière (notons que la Gauche n'a pas voté favorablement, ce qui est considéré comme une « bourde historique » par certains).

Le 22 février, 12 premiers ministres européens de premier envoi aux instances de l'UE une lettre pour demander une relance de la croissance, en prévision du Conseil européen de tout début mars.

On reprend ci-dessous la traduction de cette lettre proposée par Henri Lepage, de l'Institut Turgot (<http://blog.turgot.org/index.php?tag/Réglementations>) :

« Nous nous réunissons à Bruxelles en un moment particulièrement crucial pour l'avenir des économies européennes. La croissance est en panne. Le chômage augmente. Citoyens et entreprises sont confrontés aux pires conditions jamais rencontrées depuis des années. Alors que la situation de nos principaux concurrents mondiaux ne cesse de s'améliorer après les heures noires de la crise que le monde vient de connaître, l'instabilité des marchés financiers et le poids des dettes souveraines continuent d'entraver la reprise économique en Europe.

Fondamentalement, l'Europe dispose de nombreux atouts économiques. Mais la crise que nous connaissons est aussi une crise de la croissance. Il est essentiel que chacun d'entre nous s'efforce de remettre de l'ordre dans ses finances nationales. Sans ces efforts nous ne réussirons jamais à retrouver les conditions d'une croissance économique forte et durable. Mais il nous faut aussi moderniser nos structures économiques, améliorer notre compétitivité, et corriger les déséquilibres macroéconomiques. Il nous faut ramener la confiance, chez nos concitoyens, dans les entreprises, sur les marchés financiers, en la capacité de l'Europe de retrouver à l'avenir une croissance forte et soutenable, et ainsi de maintenir son rang dans les échanges et sur les marchés mondiaux.

Nous en avons parlé lors de notre dernière rencontre. Il est bon d'en reparler de nouveau aujourd'hui. Partant des conclusions sur lesquelles nous étions arrivés, le moment est venu de faire preuve d'un véritable leadership et de prendre les décisions courageuses qui permettront d'arriver aux résultats que nos peuples attendent. Nous saluons les efforts déjà accomplis tant aux niveaux nationaux qu'au niveau européen pour répondre à ce défi, et nous espérons que cette nouvelle réunion nous permettra de réaliser de nouveaux progrès en focalisant nos efforts pour relancer la croissance autour de huit grandes priorités clairement exprimées.

En premier lieu, il nous faut continuer à progresser dans la réalisation et l'achèvement du marché unique en renforçant la gouvernance ainsi que l'application effective de ses dispositions. Le rapport de la Commission destiné au Conseil européen du mois de juin devrait donner une liste claire et détaillée d'actions à entreprendre pour réaliser ce double objectif.

En commençant par le secteur des services. Ceux-ci représentent d'ores et déjà près des quatre cinquièmes de l'activité économique, et pourtant il reste encore beaucoup à faire pour que ce marché soit aussi ouvert qu'il le faudrait à la concurrence. Il est urgent d'agir, tant au niveau national qu'euro-péen, pour éliminer les restrictions et les obstacles qui continuent d'entraver la concurrence et l'accès aux marchés, ainsi que pour améliorer la mise en oeuvre effective du principe de reconnaissance mutuelle au sein du marché unique. Nous comptons sur la Commission pour nous donner les résultats de ses investigations sur la façon dont chaque secteur s'acquitte de ces obligations, et pour remplir les obligations d'information qui lui sont fixées par la directive sur les services pour ce qui concerne les efforts d'ouverture du marché des services, ainsi que pour proposer des mesures législatives additionnelles nécessaires à l'achèvement du marché interne des services, si besoin est.

En second lieu, nous devons accentuer nos efforts pour la création d'un véritable marché numérique européen dès 2015. L'économie numérique se développe très rapidement, mais les échanges transfrontaliers restent relativement limités et la créativité y est étouffée par un entrelat complexe de régimes nationaux de droits d'auteur. Il faut agir au niveau de l'Union européenne pour offrir aux consommateurs et aux entreprises les moyens de commercer online en toute confiance, en simplifiant les procédures de licence, en modernisant les systèmes de copyright, en mettant en place des mécanismes de résolution en ligne des conflits transfrontaliers, et en modifiant le cadre européen de signature numérique. Sans pour autant

rouvrir le dossier de la directive sur le commerce par internet, nous devrions tirer avantage des récentes propositions de la Commission pour mettre en place un système qui équilibre les intérêts des consommateurs, ceux des entreprises et des détenteurs de droits, et stimule l'innovation, l'activité créatrice, et donc la croissance. Il nous faut aussi poursuivre nos efforts pour construire une infrastructure moderne qui assure une meilleure couverture des besoins en services à large bande, pour développer et élargir l'offre de solutions et de services administratifs en ligne afin de simplifier les procédures de création d'entreprises et de gestion des affaires, ou encore pour faciliter la mobilité des travailleurs.

Troisième point, nous devons tenir notre promesse d'établir un véritable marché unique de l'énergie, efficace et efficient, pour 2014. Tous les États-membres devraient rapidement appliquer intégralement le troisième paquet énergétique européen, en respectant les échéances prévues. L'interconnexion énergétique devrait être renforcée afin d'améliorer la sécurité des approvisionnements. Il est également urgent d'agir, de manière nationale ou collective, pour supprimer les obstacles réglementaires, administratifs et techniques qui freinent l'investissement dans les infrastructures afin de libérer tout le potentiel du marché unique, soutenir la croissance verte et encourager la transition vers une économie pauvre en carbone et efficace énergétiquement. Nous attendons le prochain rapport de la Commission sur le fonctionnement du marché intérieur qui devrait contenir une section évaluant le degré de libéralisation et d'ouverture du marché de l'énergie dans les pays membres. Nous nous engageons également à avancer concrètement vers la mise en place de l'Espace unique de transport européen et la réalisation de l'interconnexion européenne.

Quatrièmement, nous devons réaffirmer notre engagement en faveur de la recherche et de l'innovation en procédant à la mise en place de l'Espace européen de recherche, en créant le meilleur environnement possible pour que les entrepreneurs et les innovateurs commercialisent leurs idées et créent des emplois, en mettant l'innovation au cœur de la stratégie européenne de recherche et de développement. Il nous faut aussi agir de manière décisive pour améliorer les possibilités d'investissement des start-ups innovantes, des sociétés à croissance rapide et des petites entreprises, en créant un régime communautaire efficace de capital risque qui permette aux fonds de venture capital d'opérer sur une base réellement européenne, en évaluant la possibilité d'un projet européen de capital risque s'appuyant sur le Fonds européen d'investissement et d'autres institutions financières en coopération avec les opérateurs nationaux, et en donnant le feu vert à un nouveau programme communautaire fondé sur le modèle du programme de recherche en faveur de l'innovation dans les petites entreprises (SBIR) afin de stimuler un usage plus efficace des procédures d'achats publics avant commercialisation au profit des entreprises innovantes et spécialisées dans la haute technologie. La plus haute priorité doit aller aux réformes dont l'objet est d'encourager la création d'un système de protection de la propriété intellectuelle qui soit efficace et favorable aux entreprises.

Cinq : il nous faut absolument agir pour assurer et conserver une économie mondiale véritablement ouverte. Cette année, il est prévu que nous signions des accords de libre-échange avec l'Inde, le Canada, les pays limitrophes de l'Est européen, et un certain nombre de partenaires membres de l'Association des nations du sud-est asiatique (ASEAN). Il nous faut aussi renforcer nos relations commerciales avec les pays voisins du sud. Un nouvel élan devrait être donné aux négociations commerciales en cours avec ces partenaires stratégiques que sont le Mercosur et le Japon – les négociations avec le Japon devant être lancées avant l'été, pour autant que l'on enregistre des progrès satisfaisants sur l'étendue et l'ambition du projet d'accord de libre-échange. Les accords en cours de négociation ou en projet pourraient ajouter près de 90 milliards d'euros au PNB européen.

Mais il faut aller au delà. Nous avons besoin d'une nouvelle impulsion politique pour renforcer l'intégration économique avec les États-Unis, et envisager toutes les options possibles, y compris celle d'un traité de libre-échange; pour renforcer nos relations commerciales et nos investissements en Russie, après son adhésion à l'OMC; mais aussi pour lancer une réflexion stratégique sur l'avenir de nos investissements et de nos relations commerciales avec la Chine, avec le souci d'approfondir nos liens économiques et de renforcer notre engagement en faveur d'un régime commercial multilatéral fondé sur des règles. Reconnaissant les bienfaits que nous apporte l'ouverture des marchés, nous devons continuer nos efforts pour renforcer le système d'échanges multilatéral, y compris en nous fondant sur le programme de Doha pour le développement, agir pour la conclusion d'accords multilatéraux et plurilatéraux dans les grands domaines et secteurs prioritaires, résister aux tentations protectionnistes et rechercher pour nos entreprises un meilleur accès aux marchés des pays tiers. Par dessus tout, dans nos relations commerciales, nous devons rejeter la tentation de recourir à un protectionnisme autodestructeur.

Six, nous devons préserver, et même renforcer notre programme de réduction du poids des réglementations européennes. Nous saluons l'engagement des institutions de réduire le fardeau réglementaire qui pèse sur les petites entreprises mais nous tenons à ce que cette politique progresse plus vite et s'applique plus profondément au cœur de toutes les institutions européennes tout en sauvegardant l'intégrité du marché unique et en respectant les objectifs plus larges de l'Union. Nous devrions évaluer la possibilité de se fixer des objectifs sectoriels plus ambitieux et nous accorder sur de nouvelles mesures susceptibles de délivrer des résultats tangibles à l'industrie. Nous devrions également afficher de manière claire et visible notre intention d'apporter notre soutien aux micro-entreprises et demander à la Commission de préparer un ensemble de mesures détaillées allant dans ce sens, y compris par voie de possibles amendements à la législation existante. Nous demandons enfin à la Commission de présenter chaque année un rapport qui évalue et détaille ce que coûte à l'industrie et aux entreprises l'ensemble des dispositions réglementaires adoptées et mises en place au cours de l'année précédente.

Sept, nous devons agir sur le plan national et collectivement, tout en respectant les compétences nationales, pour favoriser le bon fonctionnement d'un marché du travail qui offre de réelles possibilités d'emploi et, fondamentalement, permette d'atteindre des taux d'emploi plus élevés pour les jeunes, les femmes et les travailleurs âgés. Une attention particulière doit être accordée aux catégories de personnes vulnérables sorties du marché du travail pendant de longues périodes. Il nous faut aussi renforcer la mobilité du travail afin de réaliser l'objectif d'un marché européen du travail plus intégré et plus ouvert, par exemple en faisant avancer le projet de doter les travailleurs migrants de droits à la retraite supplémentaires, tout en respectant le rôle des partenaires sociaux. Nous devrions également nous préoccuper de continuer

à réduire le nombre des professions réglementées en Europe, avec l'inscription dans le droit d'un nouveau test de proportionnalité plus sévère. A cette fin, nous demandons à la Commission de réunir sans délai un nouveau forum pour procéder à une évaluation mutuelle des procédures et pratiques nationales pour identifier et éliminer les barrières réglementaires injustifiées, étudier la possibilité d'autres voies que la réglementation pour assurer la garantie de hauts niveaux d'excellence professionnelle, et apprécier les capacités d'alignement des normes et standards aux fins de faciliter la reconnaissance mutuelle des qualifications professionnelles.

Finalemment, nous devons agir pour nous doter d'un secteur financier solide, dynamique et concurrentiel, qui crée des emplois et apporte un ensemble de services essentiels aux citoyens et aux entreprises. Il faut réduire l'engagement implicite de soutien en toutes circonstances aux banques en difficulté qui fausse le fonctionnement du marché unique. C'est aux banques, et non aux contribuables, de supporter les coûts de leurs engagements risqués. Tout en poursuivant l'objectif d'une concurrence globalement équilibrée, nous devons nous engager de manière irrévocable à soutenir la mise en place d'un système international de normes touchant les capitaux, la liquidité et les possibilités d'effet de levier (sans dilution), et garantir que la législation européenne adhère aux règles de Bâle III afin de répondre de manière stable aux besoins de financement de nos économies. Il faut exiger des banques qu'elles mettent le niveau et la composition de leurs actifs capitalistiques en conformité avec les critères internationaux, sans introduire de discrimination entre investisseurs privés ou publics. Nous demandons aussi qu'elles appliquent de manière rigoureuse les principes définis par le G20 pour ce qui concerne les rémunérations dans le secteur bancaire en conformité avec la législation existante de l'Union européenne.

Chacun de nous reconnaît qu'un tel programme exige la prise de difficiles décisions politiques et exige la présence d'un véritable leadership. Mais il s'agit d'enjeux très importants, et de questions au sujet desquelles il y a déjà longtemps que nous aurions dû agir. Si nous agissons de manière courageuse et efficace, et si nous faisons preuve de volonté politique, l'Europe peut retrouver son dynamisme et nous pourrions remettre nos économies sur le chemin de la croissance économique. Nous nous adressons à vous et aux membres du Conseil européen pour vous demander de répondre instamment aux exigences de réforme qui viennent de nos populations, et ainsi de contribuer à restaurer la confiance dans la capacité de l'Europe à retrouver une croissance forte, saine et durable.

Copie de cette lettre est envoyée à tous nos collègues du Conseil européen. »

Les signataires : David Cameron, Premier ministre, Grande Bretagne; Mark Rutte, Premier ministre, Pays-Bas; Mario Monti, Premier ministre, Italie; Andrus Ansip, Premier ministre, Estonie; Valdis Dombrovskis, Premier ministre, Lettonie; Jyrki Katainen, Premier ministre, Finlande; Enda Kenny, Taoiseach, Irlande; Petr Nečas, Premier ministre, République Tchèque; Iveta Radičová, Premier ministre, Slovaquie; Mariano Rajoy, Premier ministre, Espagne; Fredrik Reinfeldt, Premier ministre, Suède; Donald Tusk, Premier ministre, Pologne.

Le mercredi 28, la BCE lance sa deuxième aide massive en direction des banques, annoncée le 8 décembre (voir à cette date) : 529,5 milliards d'euros sont alloués à 800 banques (contre 489 milliards d'euros à 523 banques lors de l'aide de fin décembre – l'augmentation du nombre de banques concernées s'explique essentiellement par le fait que la BCE a abaissé le niveau de qualité des titres qu'elle demande en garantie). Rappelons que ces aides ont essentiellement un triple but : empêcher l'asphyxie du marché interbancaire (qui amènerait les banques en mal de liquidités à faire des ventes d'actifs forcées et à prix cassés, sans parler d'un risque important de cercle vicieux pour de nombreuses banques), et par là rassurer les marchés, et éviter un « crédit crunch ». La réalisation des deux premiers buts est plus commode et plus rapide que celle du troisième, car, même dans l'hypothèse favorable où les banques ne se montreront pas frileuses, les effets sur l'économie réelle seront de toute façon assez lents à s'exprimer.

Remarques :

- « La BCE se rapproche ainsi des politiques de détente quantitative de la Fed et de la BoE. Elle s'en démarque cependant sur deux points essentiels. Lorsqu'elles achètent des obligations du Trésor américain ou britannique, la Fed et la BoE prennent sur elles le risque d'une dépréciation de ces titres. À quoi s'ajoute le fait que les sommes ainsi injectées dans les circuits financiers sont intégralement disponibles pour le financement du secteur privé. La politique de la BCE, en revanche, consiste à encourager les banques à accroître leur exposition à la dette souveraine, ce qui augmente les risques de crise bancaire en cas de retour de la défiance envers l'un des États de la zone. (...) Par ailleurs, le recyclage attendu des liquidités de la BCE vers la dette souveraine réduit d'autant les ressources pouvant être affectées au financement du secteur privé. (...) [Mais] en l'absence de tout élément capable de stimuler la demande intérieure, on voit mal ce qui pourrait empêcher la décélération, voire la baisse, du crédit se poursuivre, les banques ne pouvant susciter une demande qui n'existe pas. À défaut de prendre le chemin de l'économie réelle, c'est bien sur les marchés que les liquidités en excès des banques vont être placées » (J. Adda, dans « Alternatives économiques » d'avril 2012).
- Alors que pendant toutes les premières années de son existence, la BCE a mené une politique monétaire avec des taux qui étaient relativement trop bas pour les pays qualifiés aujourd'hui

de « périphériques », d'où par exemple la formation d'une bulle immobilière en Espagne, et relativement trop élevés au contraire pour des pays comme l'Allemagne et la France, elle adopte depuis la crise grecque une politique de taux et des mesures non conventionnelles qui ont pour but principal de sauver les pays périphériques en difficulté mais qui en même temps font courir à des pays comme l'Allemagne le risque de formation de bulles immobilière et mobilière.

• Mars 2012 ->

Le jeudi 1^{er}, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro se félicitent de l'adoption par la Grèce des mesures exigées d'elle pour que le second plan d'aide - de 130 milliards d'euros - soit concrétisé. Il n'empêche que cette aide reste toujours conditionnée à un accord entre la Grèce et ses créanciers privés, dont la date butoir est fixée au jeudi 8 mars, et également à la participation du FMI. En effet, celui-ci demande –depuis déjà longtemps- que soit augmentée la capacité de prêts du MES : les Européens sont de plus en plus acquis à cette idée mais n'en ont pas encore arrêté les modalités. Le vendredi 2, signature du nouveau pacte budgétaire européen par 25 pays de l'UE (tous les pays sauf le Royaume-Uni et la République tchèque qui s'abstiennent). Son nom officiel est « **Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'UEM** » - **TSCG**. Le pacte budgétaire (titre III du TSCG) lie vingt-deux États membres de l'UE : dix-neuf États membres de la zone euro ainsi que la Bulgarie, le Danemark et la Roumanie qui ont décidé d'y participer.

On trouve le texte à l'adresse Internet suivante : <http://www.consilium.europa.eu/media/20386/st00tscg26-fr-12.pdf>

L'alinéa 1 du premier article précise l'objectif essentiel poursuivi :

« Par le présent traité, les parties contractantes conviennent, en tant qu'États membres de l'Union européenne, de renforcer le pilier économique de l'Union économique et monétaire en adoptant un ensemble de règles destinées à favoriser la discipline budgétaire au moyen d'un pacte budgétaire, à renforcer la coordination de leurs politiques économiques et à améliorer la gouvernance de la zone euro, en soutenant ainsi la réalisation des objectifs de l'Union européenne en matière de croissance durable, d'emploi, de compétitivité et de cohésion sociale ».

L'article 3 contient l'essentiel de ce nouveau traité :

« Outre leurs obligations au titre du droit de l'Union européenne et sans préjudice de celles-ci, les parties contractantes appliquent les règles énoncées au présent paragraphe :

- a) la situation budgétaire des administrations publiques d'une partie contractante est en équilibre ou en excédent ;
- b) la règle énoncée au point a) est considérée comme respectée si le solde structurel annuel des administrations publiques correspond à l'objectif à moyen terme spécifique à chaque pays, tel que défini dans le pacte de stabilité et de croissance révisé, avec une limite inférieure de déficit structurel de 0,5 % du produit intérieur brut aux prix du marché. Les parties contractantes veillent à assurer une convergence rapide vers leur objectif à moyen terme respectif. Le calendrier de cette convergence sera proposé par la Commission européenne, compte tenu des risques qui pèsent sur la soutenabilité des finances publiques de chaque pays. Les progrès réalisés en direction de l'objectif à moyen terme et le respect de cet objectif font l'objet d'une évaluation globale prenant pour référence le solde structurel et comprenant une analyse des dépenses, déduction faite des mesures discrétionnaires en matière de recettes, conformément au pacte de stabilité et de croissance révisé ;
- c) les parties contractantes ne peuvent s'écarter temporairement de leur objectif respectif à moyen terme ou de la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation qu'en cas de circonstances exceptionnelles, telles que définies au paragraphe 3, point b) ;
- d) lorsque le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut aux prix du marché est sensiblement inférieur à 60 % et lorsque les risques pour la soutenabilité à long terme des finances publiques sont faibles, la limite inférieure de l'objectif à moyen terme telle que définie au point b) peut être relevée pour atteindre un déficit structurel d'au maximum 1,0 % du produit intérieur brut aux prix du marché ;
- e) un mécanisme de correction est déclenché automatiquement si des écarts importants sont constatés par rapport à l'objectif à moyen terme ou à la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation.

Ce mécanisme comporte l'obligation pour la partie contractante concernée de mettre en œuvre des mesures visant à corriger ces écarts sur une période déterminée ».

Autrement dit, le nouveau pacte budgétaire maintient les fameuses règles du 3 % maximum de déficit public par rapport au PIB et du 60% maximum de dette publique par rapport au PIB mais les complète par les règles de l'équilibre budgétaire (ou excédent) et du 0,5% maximum du PIB pour le déficit public structurel annuel.

Reste donc la phase de la ratification ; phase qui ne s'annonce pas facile dans la mesure où non seulement de nombreux peuples mais même des responsables politiques de premier plan, tels que le Premier ministre italien, contestent la politique d'austérité choisie comme seule voie possible pour sortir de la crise des dettes souveraines. Car, outre les effets délétères qu'a cette politique sur le bien-être des populations, la récession menace et le taux de chômage s'approche des 11%, avec de grandes disparités selon les pays : par exemple, 23,3% pour l'Espagne, 10% pour la France, 9,2% pour l'Italie et 5,2% pour l'Allemagne.

Le hasard veut que ce soit précisément ce même vendredi 2 mars que choisisse le nouveau premier ministre espagnol – Mariano Rajoy- pour annoncer que son pays venait de prendre comme décision souveraine de ne pas viser pour 2012 un déficit de 4,4% comme promis mais de 5,8%. Inutile de dire comment les différents responsables européens ont jugé un tel dérapage. Mais cette décision s'inscrit dans un contexte qui dépasse l'Espagne et montre qu'il y a en quelque sorte une contestation de plus en plus forte des politiques d'austérité qu'imposent les autorités européennes, et que la nécessité de relancer davantage la croissance n'est pas suffisamment prise en compte. La succession de J.-C. Juncker à la tête de l'Eurogroupe fait apparaître une opposition entre les faucons du Nord, intransigeants sur la rigueur et sur l'austérité, et les colombes du Sud, persuadés que les plans d'austérité risquent de tuer la croissance. Sont de plus en plus nombreux, y compris dans les « pays du Nord », ceux qui demandent « un pacte pour la croissance » pour compléter le pacte de discipline budgétaire. L'Allemagne est de plus en plus pressée de relancer sa consommation intérieure, à la fois de l'intérieur par les syndicats qui veulent que soit mis un terme à la modération salariale et de l'extérieur par les partenaires qui voudraient qu'elle joue un rôle de locomotive.

Remarque : la belle compétitivité actuelle de l'économie allemande s'explique essentiellement par une politique de grande modération salariale menée pendant plusieurs années -l'indice du coût salarial unitaire est actuellement de 108 contre 131 pour la France et 140 pour l'Italie, avec l'indice 100 pour 1999- et actuellement le climat est en train de changer outre-Rhin (cette politique allemande, qui comporte aussi -et surtout- une dimension structurelle, est menée à partir de 2003 sous l'égide du chancelier Schröder ; elle est appelée « l'agenda 2010 » et s'inspire totalement des propositions faites par une commission ad hoc sur « les services modernes pour le marché de l'emploi », appelée « Commission Hartz » ; ce qui explique que les réformes de l'agenda 2010 sont plus souvent appelées « réformes Hartz »). Le ministre actuel allemand de l'économie W. Schäuble se déclare lui-même favorable à une certaine augmentation des salaires, même si elle est plus importante que dans les autres pays européens (magazine Focus le 7 mai). Cette déclaration entre en résonance avec les revendications de plus en plus fortes des syndicats et de l'opposition parlementaire pour une hausse des salaires, ainsi d'ailleurs que pour la mise en place d'un salaire minimum.

Comme les investisseurs ont anticipé le contenu de la décision de la BCE qui les rassure sur le cas grec et sur le risque de contagion, et que les résultats de la conjoncture américaine sont plutôt encourageants, cela les amène à ne pas chercher à prendre leurs bénéfices ; d'où des résultats mitigés sur les marchés financiers en cette fin de première semaine : +0,98% pour le CAC40 (à 3501 points), +0,83% pour le DAX30, -0,40% pour le Footsie, -0,04% pour le Dow Jones, +0,42% pour le Nasdaq et +1,34% pour le Nikkei. L'euro cote 1,1774\$.

Le jeudi 8, la BCE maintient ses taux directeurs. Mais son Président note que des tensions inflationnistes apparaissent de plus en plus alors que la croissance reste atone : on peut donc se demander s'il n'y a pas de risque stagflationniste...

Ce même jeudi est la date limite pour **l'accord avec les créanciers privés sur la restructuration de la dette grecque**. En fin de soirée, on apprend que celle-ci est enfin acquise : 83,5% des créanciers privés de la Grèce acceptent d'abandonner volontairement 53,5% de leurs dettes (les anciens titres sont remplacés par des nouveaux dont la valeur faciale est réduite de ce pourcentage, avec de surcroît une maturité plus longue et des taux plus faibles), les autres sont forcés de le faire par les pouvoirs publics grecs au moyen de « clauses d'actions collectives ». Au total, 105 milliards d'euros des 206 de dettes détenues par les créanciers privés sont « effacés ». De nombreuses banques, y compris françaises comme en particulier le Crédit agricole, subissent de ce fait de lourdes pertes. Mais les

investisseurs qui s'étaient assurés contre le risque de défaut de la Grèce vont pouvoir maintenant se faire rembourser avec les fameux CDS. Notons au passage que la BCE et les banques centrales nationales de l'Eurosystème ont échangé en toute discrétion leurs titres de dette grecque contre des titres portant une nouvelle date d'émission pour ne pas avoir à supporter des pertes comme les créanciers privés.

Le cas grec s'éclaircit aussi par le fait que le FMI accepte ce même jeudi de prêter à la Grèce environ 28 milliards d'euros, dont 1,65 sans délai. Ces fonds sont fournis dans le cadre du Mécanisme élargi de crédit –MEDC- qui permet au FMI de consentir des prêts pour au plus 4 ans.

La seconde semaine de mars connaît d'importantes fluctuations sur les marchés financiers, qui se soldent par de légères pertes : -0,39% pour le CAC40 (à 3487 points), -0,59% pour le DAX30, -0,40% pour le Footsie, -0,43% pour le Dow Jones, +0,41% pour le Nasdaq et +1,56% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3123\$.

Mais en fin de troisième semaine, les Bourses se montrent optimistes suite à l'apport massif de liquidités par la BCE, à la restructuration de la dette grecque et à l'amélioration de la conjoncture américaine : +3,08% pour le CAC40, +4,03% pour le DAX30, +1,33% pour le Footsie, +2,40% pour le Dow Jones, +2,24% pour le Nasdaq et +2,02% pour le Nikkei. D'ailleurs les États profitent en quelque sorte de cet optimisme en accélérant leurs opérations d'emprunts : ils trouvent assez facilement les capitaux dont ils ont besoin et à un coût tout à fait raisonnable. Ainsi, la France a-t-elle d'ores et déjà emprunté 32% de ses besoins pour l'année 2012, l'Italie 20%, l'Espagne 43% et la Belgique 47%. L'euro cote 1,3176\$.

À la fin de la quatrième semaine du mois, les places boursières sont à nouveau pessimistes et les cours boursiers sont orientés à la baisse :-3,30% pour le CAC40 (à 3476 points), -2,27% pour le DAX30, -1,86% pour le Footsie, -1,15% pour le Dow Jones, +0,41% pour le Nasdaq et -1,17% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3270\$.

Maintenant que la crise grecque semble bien enrayée et que la BCE comble largement les besoins de liquidités des banques, ce pessimisme paraît sans doute excessif. Cependant, des informations négatives viennent à la fois d'Espagne et d'Italie, ce qui peut faire craindre à nouveau un début de contagion. L'Espagne est obligée d'emprunter à des taux approchant 5,5%, contre 5% pour l'Italie, et ... moins de 2% pour l'Allemagne ; parce que le déficit public est plus élevé que celui qui était attendu (8,5% contre 6%) et qu'il y a une forte opposition populaire à toute politique d'austérité. En Italie, la réforme du marché du travail voulue par le Premier ministre M. Monti fait l'objet de critiques y compris au sein de sa propre majorité, d'où sa menace de démissionner.

Le vendredi 30 mars, la réunion de l'Eurogroupe aboutit au renforcement, tant attendu non seulement en Europe mais aussi par les États-Unis et par le FMI, des fonds de sauvetage dont la zone euro dispose pour se porter au secours des pays en difficulté. La force de frappe est ainsi portée à 800 milliards d'euros (500 du MES + 300 déjà engagés par le FESF). Mais on n'est pas allé jusqu'aux 1000 milliards souhaités par beaucoup à cause de l'opposition des « pays du Nord ».

Ce même vendredi 30, le gouvernement espagnol précise son plan d'austérité dans le cadre de la présentation de son budget : plus de 27 milliards d'économies sont prévus.

Sur les places boursières, la fin du mois de mars est un peu mouvementée et se termine de manière inégale : -1,51% pour le CAC40 (à 3424 points), -0,70% pour le DAX30, -1,48% pour le Footsie, +1,00% pour le Dow Jones, +0,77% pour le Nasdaq et +0,72% pour le Nikkei. L'euro cote 1,334\$.

La fin de mois est également mouvementée sur le front des taux de rendement des emprunts de certains pays. Ainsi, ceux de l'Espagne, qui ont dépassé ceux de l'Italie début mars aux alentours de 5%, sont maintenant supérieurs à 5,5% ; et l'écart de ceux de la France par rapport à ceux de l'Allemagne s'élève à 125 pdb (2,90% contre 1,73%), moins d'ailleurs par la hausse des taux français que par la baisse des taux allemands.

• Avril 2012 ->

La fin de la première semaine est marquée très négativement par la situation de l'Espagne, et plus spécialement par les difficultés qu'elle vient de connaître pour placer un emprunt de 2,5 milliards €. Les marchés craignent à nouveau le risque de contagion : -3,04% pour le CAC40 (à 3320 points), -2,47% pour le DAX30, -0,78% pour le Footsie, -1,15% pour le Dow Jones, -0,36% pour le Nasdaq et -3,92% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3098\$.

Le 14, la Banque centrale chinoise annonce le doublement des marges de fluctuation de sa monnaie par rapport au dollar (de 0,5% à 1%). Cette décision est à la fois un début de réponse à la demande américaine pour un rééquilibrage du commerce bilatéral et un petit pas vers l'internationalisation du yuan.

Le lundi 16, lancement par Eurex, la Bourse de dérivés allemande, d'un contrat à terme sur la dette française. Certes, la période n'est pas très bien choisie comme le montrent d'ailleurs les déclarations de certains candidats à l'élection présidentielle qui en profitent pour renouveler leurs critiques contre les milieux financiers ; également parce que cela peut renforcer chez les investisseurs leur crainte actuelle d'une contagion des tensions observées sur les taux espagnols. Mais ce type de produit dérivé existe ailleurs, y compris en Allemagne ; il ne modifie pas fondamentalement les taux et il peut même accroître la liquidité du marché de la dette française.

La fin de la deuxième semaine d'avril enregistre des baisses encore plus fortes qu'à la fin de la première : -3,94% pour le CAC40 (à 3189 points), -2,82% pour le DAX30, -1,26% pour le Footsie, -1,61% pour le Dow Jones, -2,25% pour le Nasdaq et -0,52% pour le Nikkei. Aux causes des baisses de la première semaine (les dettes européennes et plus spécialement la situation espagnole, le report d'une année par l'Italie de l'équilibre de ses finances publiques, le lancement du contrat dérivé sur la dette française par Eurex, la fragilité du couple franco-allemand et les incertitudes proprement françaises) se rajoute le net ralentissement de la croissance chinoise dont le taux diminue pour le 5^{ème} trimestre consécutif et dont l'objectif gouvernemental est fixé à 7,5%, soit un taux le plus faible depuis 23 ans ! Le CDS de la France dépasse les 200 pdb, ce qui est un record depuis 3 mois ; le taux de rendement des emprunts publics à 10 ans est à 3,097% pour la France contre 1,692% pour l'Allemagne. L'euro cote 1,3078\$.

Le vendredi 20, une quarantaine de membres du FMI gonfle de 430 milliards de dollars ses réserves pour lui permettre de se porter au secours des pays en difficulté financière, ce qui double sa capacité de prêt.

En fin de troisième semaine, les places boursières montrent des performances disparates : -0,02% pour le CAC40 (à 3188 points), +2,52% pour le DAX30, +2,33% pour le Footsie, +1,40% pour le Dow Jones, -0,36% pour le Nasdaq et -0,80%. Notons que la Bourse de Madrid subit une très forte baisse, tant les inquiétudes sont fortes à propos de la situation financière de l'Espagne ; et que cela aggrave la crainte de la contagion comme le montre la progression du spread franco-allemand. L'euro cote 1,32\$.

Le mercredi 25, devant la Commission du Parlement européen chargée des affaires économiques et monétaires, le Président de la BCE M. Draghi fait une intervention très remarquée, parce que d'une part elle fait écho à des appels de plus en plus nombreux en faveur d'un amendement important des politiques actuellement mises en œuvre pour répondre à la crise des dettes souveraines qui sévit dans la zone euro et au profond malaise socio-politique que cette crise entraîne, amendement consistant à donner davantage d'importance à tout ce qui peut favoriser la croissance, et parce que d'autre part cette intervention s'immisce subrepticement dans la campagne pour l'élection présidentielle en France. Cette intervention fait grand bruit dans la mesure où en substance M. Draghi ajoute aux objectifs de restauration des équilibres financiers celui de la croissance comme nécessité au redressement économique, en particulier pour lutter contre le chômage. Il propose même un « pacte de croissance » pour compléter le « pacte de discipline budgétaire ». Mais il ne faut pas s'y tromper : le pacte de croissance souhaité par M. Draghi doit s'appuyer non pas sur des mesures de politiques conjoncturelles de type keynésien mais sur des politiques structurelles (flexibiliser des marchés du travail et de biens et services, favoriser l'entrepreneuriat, l'établissement de nouvelles entreprises et la création d'emplois). Car il ne faut pas que ce pacte de croissance entre en contradiction avec le pacte de discipline budgétaire. Cela sera pour l'Allemagne une condition sine que non d'acceptation de tout amendement du pacte budgétaire (la position du Président de la Bundesbank est encore plus catégorique que celle du gouvernement allemand : pour lui, la croissance n'est pas la priorité et il n'est pas possible de payer des dettes avec d'autres dettes, alors que Madame Merkel accepte l'idée d'un « agenda de croissance » à mettre au point d'ici le Conseil européen de juin).

Si un consensus se forme de plus en plus pour reconnaître la nécessité d'une croissance plus soutenue, les voies proposées pour y parvenir sont bien différentes (voie « libérale », voie « keynésienne » et la troisième voie, celle de la « croissance verte »). Il peut donc être intéressant d'évoquer ici quelques éléments d'appréciation :

L'EURO

- *D'abord, que nous apprennent les principaux modèles de la théorie macroéconomique ? Les néoclassiques monétaristes –se fondant sur le principe d'anticipations adaptatives- considèrent que si à court terme les politiques de relance peuvent avoir une certaine efficacité, elles ne participent qu'à favoriser l'inflation sur le long terme. Les nouveaux économistes classiques (NEC) sont encore plus radicaux : se fondant sur la HAR –hypothèse d'anticipations rationnelles- ils estiment que même à court terme les politiques de relance sont inefficaces, et cela d'autant plus que joue le principe de l'équivalence ricardienne. Par ailleurs, les NEC privilégient les politiques par les règles imposées à des institutions indépendantes du pouvoir politique au détriment des politiques discrétionnaires pour à la fois éviter les mesures électoralistes et/ou partisans (ce qui peut conduire inexorablement à un gonflement des déficits budgétaires et donc de la dette publique et, par conséquent, à un risque majeur de monétisation de cette dette, avec l'effet inflationniste qu'annonce la TQM), et pour assurer la crédibilité des institutions. Ce à quoi les nouveaux économistes keynésiens rétorquent que les politiques économiques peuvent au contraire retrouver toute leur efficacité, précisément grâce à la HAR ! Voir sur ces différents points les différentes lectures de la courbe de Phillips dans notre document sur les modélisations macroéconomiques.*
- *Les économistes « libéraux » ne sont favorables qu'à des politiques structurelles en faveur d'une flexibilisation des marchés pour permettre à ceux-ci de jouer leurs rôles dans les meilleures conditions possibles. La lettre envoyée en février 2012 par 12 premiers ministres européens, dont D. Cameron et M. Monti, donne une bonne représentation de cette thèse libérale au travers des 8 grandes priorités qu'elle privilégie. Voir ici le contenu complet de cette lettre à la date du 22 février. Mais alors se pose la question des délais, dans la mesure où les mesures structurelles nécessitent toujours beaucoup de temps pour révéler leur efficacité.*
- *En ce qui concerne l'efficacité des thérapeutiques keynésiennes de relance de l'activité, il faut d'abord se rappeler que nous sommes actuellement dans la zone de la trappe monétaire –zone où, dans le schéma IS /LM, la courbe LM est quasiment horizontale- : la politique monétaire n'y est d'aucune efficacité (d'où la nécessité pour la BCE de mettre en œuvre des mesures « non conventionnelles ») alors que la politique budgétaire peut être d'une grande efficacité (voir sur ce point aussi notre document cité plus haut). Il s'agit alors de savoir concrètement si la valeur estimée des multiplicateurs keynésiens peut légitimer une telle politique. Les réponses que donnent les différentes études empiriques en la matière sont concordantes. D'abord, les multiplicateurs sont plus élevés en période de crise comme actuellement qu'en période normale –plus de 2 contre environ 1 seulement-, et cela grâce en particulier aux anticipations positives que les agents forment à la suite de l'annonce du plan de relance. Les multiplicateurs budgétaires sont donc fortement contra-cycliques ; mais à condition cependant que les injections de dépenses soient limitées dans le temps. Ensuite, dans notre document pré-cité, il apparaît que le multiplicateur est d'autant plus important que l'économie est fermée, d'où l'intérêt de mener une telle politique budgétaire à l'échelle de la zone euro plutôt qu'à celle d'un État (ce point de vue valide l'idée d'un grand emprunt européen pour favoriser les investissements publics et privés –certains parlent même d'un « plan Marshall »), et que le multiplicateur est plus important en cas de dépenses publiques qu'en cas de réduction des impôts. On peut rajouter que toutes les réductions fiscales ne se valent pas : si la réduction des impôts sur la consommation sont favorables à la croissance, celle des impôts sur le capital ou sur le travail peut avoir des effets pervers et peut donc être contreproductive. Car peuvent jouer les paradoxes de l'épargne et du travail. En ce qui concerne le paradoxe de l'épargne, on connaît l'explication keynésienne : quand la conjoncture est mauvaise, les agents ont une tendance naturelle à augmenter leur épargne de précaution, ce qui déprime encore davantage la demande globale, d'où un cercle vicieux. Se rajoute ici un autre argument à partir de la réduction des impôts sur le capital –dont le but affiché est d'accroître le stock de capital et d'élever par conséquent la croissance potentielle : cette réduction incite tout logiquement les ménages à épargner davantage, ce qui contracte la demande globale, et comme la récession s'aggrave alors, l'épargne globale va diminuer en définitive. En ce qui concerne une réduction des impôts sur le travail, la logique voudrait qu'elle ait un effet expansif. Mais, quand on est dans la trappe monétaire et dans une conjoncture dépressive, les entreprises répercutent la réduction des impôts sur le travail sur leurs prix de vente en les diminuant. D'où une augmentation des taux d'intérêt réels puisque les taux nominaux sont par définition à leur niveau plancher, ce qui ne peut avoir que des conséquences aggravantes sur la situation économique. Au bout du compte, alors que l'on voulait favoriser la reprise de l'emploi, on crée du chômage. Notons pour finir que cette stratégie keynésienne de croissance prend une forte coloration schumpétérienne quand les dépenses publiques concernent plus spécialement des investissements en faveur de la recherche et de l'innovation.*

Le propos du Président de la BCE, de même que l'augmentation du nombre de tous ceux qui souhaitent une modification du cap des politiques de lutte contre la crise des dettes publiques (en suggérant au minimum une augmentation du capital de la Banque européenne d'investissement et la

mise en place d'eurobonds et en particulier des « project bonds »), s'explique par l'enfoncement dans la crise économique-socio-politique de la Grèce, par une inquiétante aggravation de la situation de l'Espagne (nette récession, taux global de chômage de 24,44% et de 52% pour les jeunes ; mouvements sociaux contre l'austérité du nouveau gouvernement de M. Rajoy) et par une dégradation de l'emploi dans l'ensemble de la zone euro, où le taux de chômage approche maintenant les 11%. D'ailleurs, le lendemain, le jeudi 26, l'agence S&P dégrade la dette publique de l'Espagne de deux crans, de A à BBB+, avec une perspective négative, ce qui constitue la troisième dégradation en un peu plus d'un semestre.

Note : alors que les eurobonds sont des emprunts lancés au niveau de la zone euro pour mutualiser les dettes publiques – et leurs risques-, les projects bonds sont des emprunts lancés en commun par plusieurs pays européens pour financer de grands projets d'infrastructures : les dettes que sont les projects bonds ont donc pour contrepartie les actifs que constituent ces investissements.

Ajoutons que pour M. Draghi, la responsabilité principale de la BCE reste d'assurer la stabilité des prix dans l'ensemble de la zone euro et le traitement des divergences entre les pays est de la responsabilité des gouvernements parce que c'est à eux d'assurer leur propre équilibre macroéconomique. Il n'empêche que de plus en plus de monde se pose la question de savoir ce que sont devenus les 1000 milliards d'euros injectés par la BCE dans le système bancaire européen, avec le souci d'éviter tout « crédit crunch », dans la mesure où le crédit ne repart pas du tout.

Le vendredi 27, publication chez Odile Jacob du livre de Christian Saint-Étienne, qui vient de démissionner du Conseil d'analyse économique pour cause de désaccord avec la politique économique gouvernementale : « Le Joker européen ; la vraie solution pour sortir de la crise ». Il est présenté de la manière suivante : « La construction européenne a longtemps été une promesse. Désormais synonyme de stagnation économique et d'instabilité financière, l'Europe est devenue le « ventre mou » du monde. Il faut d'urgence en construire une autre. Non pas une Europe fermée sur elle-même, plutôt une Europe offensive qui redonne leurs chances à ses États membres et à ses citoyens. La reconquête exige de concevoir et de mettre en œuvre un modèle associant stabilité monétaire et souveraineté politique. Pas de monnaie solide ni de croissance durable sans un État européen puissant ! La question décisive est alors celle du périmètre. S'il ne peut être imaginé dans le cadre de l'Union européenne ni dans celui de la zone euro, comment construire le “noyau dur” d'une Europe offensive ? C'est en utilisant bien le « joker » européen que nous pourrions sortir de la crise ». Dans ce livre, Ch. Saint-Étienne évoque la croissance anémique liée à une démographie peu dynamique et surtout une zone euro-fragilisée à cause d'une erreur de conception dès le départ faute de gouvernement économique et de budget fédéral. Et pour traiter la crise de l'euro, l'auteur propose plusieurs options qui consistent à définir la zone euro selon des périmètres différents, à 12, à 8 ? Eugène Berg termine de la manière suivante le commentaire qu'il fait de cet ouvrage : « (...) Christian Saint-Étienne n'accorde qu'un faible crédit à la sagesse collective des pays européens, qu'il résume à un collectif d'égoïsmes. L'éclatement de la zone lui paraît infiniment plus probable que la fédéralisation et celle-ci selon lui s'opérera en une nuit. Gageons que celle-ci sera fort longue, même si elle ne pourra jamais devenir une “nuit polaire”. Pourtant il semble se consoler à l'idée de la nouvelle Fédération européenne – dont il esquisse avec *maestria* les règles de fonctionnement – pourrait devenir la deuxième zone économique du monde. Pourquoi l'Europe ne succomberait pas à un tel appel enchanteur ? »

Sur les places boursières, la dernière semaine d'avril est marquée par de fortes fluctuations, causées en particulier par la situation espagnole, mais se termine plutôt sur des hausses : +2,44% pour le CAC40 (à 3266 points), +0,76% pour le DAX30, +0,09% pour le Footsie, +1,53% pour le Dow Jones, +2,29% pour le Nasdaq et -0,42% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3254\$.

• Mai 2012 ->

Le jeudi 3, la BCE maintient ses taux. Lors de sa conférence de presse, M. Draghi précise à nouveau que le « pacte de croissance » qu'il propose doit reposer sur une politique structurelle dont le mot-clé est la flexibilisation, spécialement celle du marché du travail.

La fin de la première semaine du mois se traduit par de fortes baisses sur les différentes places boursières à cause du retour en force du problème des dettes souveraines en Europe et des résultats

mitigés de l'économie américaine : -3,19% pour le CAC40 (à 3162 points), -3,53% pour le DAX30, -2,11% pour le Footsie, -1,44% pour le Dow Jones, -3,68% pour le Nasdaq et -1,48% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3083 \$.

Le dimanche 6 mai, François Hollande a la majorité au deuxième tour de l'élection présidentielle. Il deviendra le nouveau président de la République française le 15 mai et annoncera ce même jour la composition de son gouvernement. *Comme F. Hollande a défendu lors de sa campagne une relance de la croissance plutôt de type keynésien-schumpétérien alors que l'Allemagne reste très focalisée sur la discipline budgétaire et que la plupart des pays européens sont certes favorables à la croissance (voir la lettre de 12 premiers ministres du 22 février et les déclarations récentes de hauts responsables à commencer par le Président de la BCE), mais en privilégiant des politiques structurelles, il y aura dans les semaines et les mois qui viennent un débat non pas tellement sur la nécessité de la croissance mais essentiellement sur les moyens à utiliser pour la susciter.*

C'est également le 6 mai qu'ont lieu les élections législatives en Grèce : c'est un véritable cataclysme ! En effet, les deux principaux partis perdent leur majorité à ces élections au profit des partis extrémistes et populistes, de droite et de gauche. Non seulement le pays devient donc ingouvernable mais en plus toute la politique de redressement imposée par les partenaires est complètement remise en cause. Comment vont réagir les marchés ? Car la question de la sortie de la Grèce de la zone euro retrouve quelque actualité. Il est de fait que sur l'ensemble de cette semaine les marchés financiers enregistrent plutôt des baisses : -1,02% pour le CAC40 (à 3130 points), +0,28% pour le DAX30, -1,41% pour le Footsie, -1,67% pour le Dow Jones, -0,76% pour le Nasdaq et -4,55% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2917\$.

Le mardi 8, Hans Kundnani fait paraître un article « Germany : what hegemon ? » où il suggère que l'hégémonie économique de l'Allemagne amène ce pays à faire une pause dans la politique d'austérité qu'elle impose à ses partenaires et accepte de jouer un rôle de « consommateur en dernier ressort ». Notons que F. Hollande, Président élu - mais pas encore investi - rencontre successivement le Président du Conseil européen et celui de l'Eurogroupe, pour évoquer la situation de la zone euro ainsi que la question de la relance de la croissance. L'investiture a lieu le mardi 15 mai et dès le soir, F. Hollande se rend à Berlin pour y rencontrer la chancelière A. Merkel. Il est ainsi à remarquer qu'alors que la crise européenne et les questions internationales (OTAN, Afghanistan, G8, G20, ...) n'ont pas pratiquement pas été abordées par les deux compétiteurs lors de la campagne présidentielle elles occupent tous les instants du nouveau Président de la République depuis son élection. Lors de la rencontre entre F. Hollande et A. Merkel, au-delà des amabilités d'usage en ce type de circonstances et d'un véritable accord sur le cas grec, en considérant qu'il faut tout faire pour empêcher la Grèce de sortir de la zone euro, l'un et l'autre sont restés sur leur position : le premier en rappelant sa promesse de campagne à propos de la renégociation du pacte budgétaire, la seconde rappelant que celui-ci est signé par 27 responsables européens depuis début mars et même ratifié par plusieurs États membres et qu'il ne s'oppose pas à la croissance. François Hollande veut que tout soit mis sur la table, de part et d'autre, d'ici le Conseil de fin juin, pour trouver une position commune, et évoque d'ores et déjà des politiques structurelles pour ne pas laisser penser que son projet de relance est purement keynésien.

Quand on y regarde de plus près, il apparaît que si la politique d'austérité menée ici et là pour redresser les comptes publics n'a pas donné les résultats attendus, loin s'en faut, une politique de relance semble être également très difficile à mettre en œuvre.

En matière de politique monétaire, la BCE ne peut guère faire davantage : ses taux la met déjà dans la zone de trappe monétaire, d'où l'utilisation massive qu'elle fait des « mesures non conventionnelles », tout en sachant qu'il n'est pas possible d'obliger les banques à se servir des volumineuses liquidités qu'elle leur alloue pour aider les États ; et une monétisation des dettes publiques par achats directs de titres lui est interdite, et de toute façon l'Allemagne s'y oppose de manière farouche. D'une certaine manière, l'Allemagne raisonne à la façon des Classiques, alors que la BCE se rangerait paradoxalement plutôt du côté de Keynes : en effet, l'Allemagne, ordolibéralisme aidant, considère que le financement d'une manière générale, et plus spécialement celui des administrations publiques, doit se faire sur l'épargne préalable, la BCE met en œuvre une politique consistant à assurer le financement à partir de la création monétaire. Notons par ailleurs que l'efficacité des mesures non conventionnelles de politique monétaire dépend de la nature de l'économie financière au sein de laquelle elles s'expriment : elle est plus importante dans les économies financières de marchés de capitaux que dans les économies financières d'endettement où le financement est largement intermédié. Autrement dit, le QE a plus de chances d'être efficace aux États-Unis que dans la zone euro.

En matière de politique budgétaire, ce n'est pas en augmentant le capital de la BEI ni en raclant les fonds de tiroirs de

L'EURO

la Commission que l'on sera à la hauteur des besoins. Ne reste alors pratiquement qu'une solution : celle des euro-bonds, dont on a analysé plus haut les scénarios possibles. Mais cette solution reste pour l'instant virtuelle pour deux raisons, quand on comprend que la mutualisation des dettes – l'union des transferts – ne peut se concevoir sans un climat de grande confiance entre les États partenaires quant à leur volonté et à leur capacité de respecter une grande discipline budgétaire : l'Allemagne continue à s'y opposer, craignant par dessus tout le risque de subir un aléa moral et de devenir le prêteur en dernier ressort de toute la zone euro, et le Président François Hollande reste pour l'instant décidé à ne pas ratifier le pacte budgétaire. On peut ajouter deux remarques : si la solution des euro-bonds ne peut se concevoir sans un minimum de confiance, un système davantage intégré que créerait cette solution augmenterait la confiance en la zone euro, et la solution des euro-bonds prendrait sa vraie dimension que si était accepté davantage de fédéralisme : l'union des transferts suppose davantage de transferts de souveraineté.

Un simple constat, statistique celui-ci, mérite d'être fait pour mieux comprendre ce qui oppose la France et l'Allemagne ainsi que les enjeux du devenir du « couple franco-allemand » : le secteur des biens exportables ne représente que 18% du PIB en France contre 30% en Allemagne, et les dépenses publiques pèsent 57% du PIB en France contre 47% en Allemagne. D'un nécessaire rééquilibrage dépend l'autonomie de la France par rapport à l'Allemagne non seulement sur le plan de l'économie mais également sur le plan politique.

La deuxième semaine du mois est marquée par une chute nette sur les différentes places financières : la possibilité d'une sortie de la Grèce de la zone euro est de plus en plus envisagée (un début de panique bancaire se manifeste en Grèce et le ministre de l'économie français sortant, F. Baroin, estime à 50 milliards d'euros le coût pour la France d'une telle sortie et d'autres experts estiment à au moins 500 milliards d'euros la perte pour toute la zone euro) ; l'agence Fitch dégrade de B à CCC les notes de la dette grecque en devises et en euros ; l'agence Moody's dégrade la note de 16 établissements financiers espagnols ; le ministre allemand de l'économie et des finances déclare qu'il n'est pas question de renégocier l'aide financière à la Grèce, rejoignant en cela la position ferme du FMI ; les marchés ne veulent plus prêter à l'Espagne ni à l'Italie et se demandent maintenant quel pays va suivre le même chemin que la Grèce ! Le taux de change de l'euro ne cesse de chuter, et pas seulement par rapport au dollar : cela est certes une preuve de la gravité de la situation mais cette baisse est aussi un bon soutien à la croissance tant souhaitée (on estime à 0,5-1 point de croissance supplémentaire du PIB le gain que l'on peut tirer d'une baisse de 10% du cours de l'euro).

La fin de la troisième semaine prouve que la situation politico-socio-économique de la Grèce tourne au chaos (peut-on raisonnablement attendre l'émergence d'une solution politique viable des nouvelles élections législatives prévues le 17 juin ?) : les responsables européens bruxellois et ceux de la BCE commencent à étudier sérieusement des scénarios d'urgence au cas où la Grèce serait, de fait, obligée de sortir de la zone euro. Et, à cause non seulement de la situation gravissime de la Grèce mais aussi des inquiétudes de plus en plus grandes concernant les cas espagnol et italien, c'est aussi la bérézina sur les places boursières : -3,89% pour le CAC40 (à 3008 points), -4,69% pour le DAX30, -5,52% pour le Footsie, -3,52% pour le Dow Jones, -5,28% pour le Nasdaq et -3,83% pour le Nikkei. L'euro continue de baisser : il cote 1,2782\$: seul aspect positif, cette baisse est favorable au soutien de l'activité en Europe.

Le mardi 22, l'UE annonce qu'elle pourrait consacrer 230 millions d'euros de fonds non utilisés de son budget au financement d'importantes infrastructures trans-européennes, ce qui serait la première phase du dispositif « project bonds ».

Le mercredi 23, deux faits sont à noter. Le premier est la tenue du Conseil européen, au cours duquel est avancée l'idée d'une « Union bancaire européenne » pour que les missions de supervision ne soient plus de la responsabilité unique des banques centrales nationales mais d'une instance européenne. Le second fait est que, pour se financer sur les marchés, l'Allemagne lance un emprunt obligataire sur 2 ans à un taux de 0% ! Ce qui signifie que la rémunération des investisseurs va être négative en termes réels ! Mais les obligations vont malgré tout trouver preneurs auprès des investisseurs institutionnels parce que ceux-ci sont de toute façon tenus de placer les fonds qu'on leur confie. Et cela signifie pour le reste de l'Europe que ces investisseurs ont de plus en plus de doutes sur la santé de la zone euro et qu'ils anticipent peut-être même sur une évolution de type « déflation à la japonaise ». Notons que les taux français évoluent à la baisse, contrairement à ce que certains pronostiquaient pour l'après-élection présidentielle. Cette évolution favorable s'explique à la fois par le taux nul annoncé par l'Allemagne et par l'aggravation de la situation en Grèce et en Espagne, le tout faisant des emprunts français des placements plus rémunérateurs que ceux de l'Allemagne et plus sûrs que ceux des pays du Sud. Si bien que l'État français emprunte aujourd'hui à des taux qu'il

n'a pas connus depuis la fin des années 1970 et que la charge de sa dette n'a pas fort heureusement explosé malgré l'alourdissement de celle-ci : elle représente 2,8 % du PIB contre 3,6% en 1996.

Il est remarquable que durant cette fin de mois de mai deux questions se posent de plus en plus ouvertement, y compris dans les sphères officielles des gouvernements des États membres et des instances européennes : celle de la sortie de la Grèce de la zone euro -question du « Grexit »- et celle de l'aggravation de la situation espagnole.

Concernant la première, des travaux sont menés ici et là pour évaluer le coût financier du Grexit. Le coût serait maximal pour la Grèce (selon certains calculs, il y aurait une dévaluation de la drachme de 50% à 60%, une inflation de 30% chaque année et une récession de 15% au moins), et c'est l'ensemble des contribuables européens qui seraient sollicités, à moins que la BCE n'accepte de faire fonctionner la planche à billets. Mais une autre solution serait possible pour la Grèce, en réponse aux menaces de refus de l'aider sous prétexte qu'elle ne satisfait pas aux conditions draconiennes qu'on lui impose : c'est de répudier sa dette et/ou d'émettre par sa Banque centrale tous les euros nécessaires à la couverture de ses besoins de financement.

Concernant la question de la situation économique et financière de l'Espagne, il apparaît de plus en plus probable qu'une aide financière lui soit indispensable. En effet, certaines régions sont pratiquement en faillite (l'agence Fitch abaissera le jeudi 31 les notes de 8 régions, notamment la Catalogne, qui est la plus importante du pays, et que l'agence Moody's classe dans la catégorie des « obligations pourries » ; et de plus en plus de banques espagnoles appellent au secours l'État pour qu'il les recapitalise : c'est ainsi que la banque Bankia, qui est le résultat de la fusion de 7 caisses d'épargne régionales, après une première demande le 9 mai d'apports de fonds publics à la hauteur de 4,5 milliards, en fait à présent une nouvelle pour un montant de 19 milliards ! Ces demandes de recapitalisation qui se multiplient (la Banque centrale d'Espagne estime à 184 milliards d'euros le montant des « actifs problématiques » accumulés par les banques commerciales et on chiffre à 100 milliards d'euros le coût de la recapitalisation des banques espagnoles) ont des conséquences très négatives : non seulement l'État doit pour y répondre se financer sur les marchés à des taux à 10 ans qui avoisinent 6,5%, ce qui aggrave mécaniquement la situation de ses finances publiques, mais aussi les difficultés de son système bancaire font beaucoup perdre de crédibilité en la possibilité pour le gouvernement de redresser la situation alors que pourtant de gros efforts ont déjà été faits. C'est sans doute pour préserver au maximum cette confiance qui se dissout que le premier ministre dit sur tous les tons –pour l'instant– que l'Espagne ne fera appel à aucune aide extérieure (et c'est aussi pour éviter les plans d'austérité qui seraient imposés en contrepartie de l'aide accordée). On peut d'ailleurs faire à ce propos de l'aide à l'Espagne deux remarques liées : d'abord, si l'Espagne est obligée de faire appel à la solidarité européenne, c'est en définitive une façon de la mettre sous tutelle de l'Europe, donc de créer un certain fédéralisme de fait, et ensuite, pour reprendre un raisonnement tenu notamment par Christian Saint-Étienne lors de l'émission « C dans l'air » du 6 juin, la BCE, qui aurait pu faire le nécessaire pour aider l'Espagne dès le début de sa crise bancaire, a laissé « pourrir » la situation pour forcer en quelque sorte les responsables gouvernementaux des États membres de la zone euro à définir clairement l'orientation qu'ils comptent donner pour l'avenir à la construction de la zone euro et les amener aussi à reconnaître qu'il faut renforcer ses pouvoirs.

Cela dit, il est de plus en plus évident que les marchés n'hésiteront plus longtemps à désigner clairement le pays européen qui va suivre la Grèce dans la tourmente...

La fin de cette dernière semaine du mois de mai se termine bizarrement sur les places boursières dans la mesure où en définitive les performances ne sont pas mauvaises mais les indices ont connu de fortes fluctuations en cours de semaine, prisonniers qu'ils sont peut-être encore plus que d'habitude des moindres événements et déclarations : +1,33% pour le CAC40 (à 3048 points), +1,10% pour le DAX30, +1,59% pour le Footsie, +0,69% pour le Dow Jones, +2,11% pour le Nasdaq et -0,36% pour le Nikkei. Par contre, l'euro continue à baisser : 1,2517\$, avec toujours l'interprétation ambivalente qu'il faut faire de cette baisse. Car d'un côté, la baisse de la monnaie unique est la marque de la crise de la zone euro et a pour conséquence une augmentation du prix des matières premières et des ressources énergétiques, ce qui pénalise encore plus les pays en difficulté. Mais de l'autre, cela donne une bouffée d'oxygène aux exportations européennes. Il convient de noter sur ce point que c'est l'Allemagne qui en profite le plus puisque c'est elle qui est non seulement la championne européenne de la compétitivité mais surtout c'est elle dont les exportations hors zone euro sont relativement les plus importantes : elles représentent plus du quart du PIB contre moins de 12% pour la France.

À cause du gonflement de la contestation de son action dans le traitement du cas de la banque Bankia, le Gouverneur de la Banque d'Espagne annonce le mardi 29 son départ ; cela ne manque pas d'aggraver le contexte financier espagnol.

Le mercredi 30, la Commission européenne fait paraître une sorte de rapport sur la situation française : elle liste les différents handicaps dont souffre d'après elle l'économie française, en particulier en matière de compétitivité et de finances publiques, et elle recommande pour les surmonter des réformes structurelles.

Ce même jour, la Commission approfondit l'idée d'une « *Union bancaire européenne* » parce que la situation financière et bancaire des « pays du Sud » est très inquiétante. Il s'agirait pour cette instance à l'échelle européenne 1) de superviser l'ensemble des banques, 2) d'avoir une seule réglementation pour toutes les banques, 3) de résoudre les crises bancaires et 4) de protéger les déposants. Mais, outre les désaccords entre les États membres (certains comme la France souhaitent que l'Union bancaire soit un point de départ, parce qu'elle serait un facteur créateur de confiance, alors que d'autres comme l'Allemagne considèrent qu'elle ne peut être qu'un point d'arrivée, parce qu'ils estiment au contraire que sa mise place nécessite au préalable un minimum de confiance), et sans parler des résistances des régulateurs nationaux, la mise en place d'une telle Union bancaire nécessiterait des ressources communes, ce qui imposerait d'une certaine façon un progrès important en matière de fédéralisme budgétaire. Il faudrait décider également de la nature de l'instance qui serait chargée de piloter ainsi l'Union bancaire, bien que la BCE soit a priori la mieux placée pour jouer ce rôle, surtout qu'il n'y a pas en Europe de Ministère fédéral de l'économie et de finances (rappelons que dans plusieurs pays ce type d'instance est en effet rattaché au ministère et non à la banque centrale ; notons aussi que la mise en place d'une telle instance d'Union bancaire signifierait la disparition de l'actuelle Autorité bancaire européenne –ABE– dont l'efficacité a été très critiquée, notamment en matière de tests de résistance bancaire). Enfin, une telle réforme prendrait de toute façon beaucoup de temps, ce qui imposerait sans doute, vu l'urgence de la situation, de prévoir rapidement au moins la fédéralisation de la protection des déposants.

Comme l'écrit Anne Michel (Le Monde du 1^{er} juin), « L'union bancaire défendue par le commissaire européen au marché intérieur Michel Barnier, procède d'une idée simple : puisque les banques et les États se contaminent les uns les autres –les crises des dettes souveraines entraînant des crises bancaires, et inversement, comme le montrent les cas irlandais, grec, et désormais, espagnol– la solution aux maux de la zone euro passe par la décorrélation de leurs bilans. En clair, il faut couper le lien entre les banques (qui détiennent des dettes souveraines) et l'État (qui les renfloue en cas de faillite), en transférant à un niveau supérieur, celui de l'Europe, la responsabilité de leur contrôle et, le cas échéant, de leur renflouement ».

L'union bancaire européenne n'est que l'une des quatre thématiques que le Conseil européen pourrait mettre dorénavant à l'ordre du jour de ses prochaines réunions, les trois autres étant l'Union budgétaire, l'Union politique et les politiques économiques.

Le jeudi 31, l'Irlande ratifie le pacte budgétaire européen. Ce résultat était d'autant plus attendu que ce pays avait voté initialement « non » aux traités de Nice et de Lisbonne, et que se développe un peu partout en Europe une contestation des plans d'austérité au profit d'une politique de relance de la croissance.

La fin du mois de mai se caractérise sur les places boursières par de mauvais résultats qui montrent que les investisseurs sont frappés non seulement par la gravité de la situation européenne mais aussi par une rechute de l'économie des États-Unis : -3,20% pour le CAC40 (à 2950 points), -4,57% pour le DAX30, -1,71% pour le Footsie, -2,70% pour le Dow Jones, -3,17% pour le Nasdaq, -1,63% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2435\$.

• Juin 2012 ->

Le 1^{er} du mois est annoncé par Eurostat un bien triste record : dans la zone euro, le taux de chômage a atteint en avril le taux de 11% (et de 10,3% dans l'UE).

Le 6, le ministère allemand de l'économie divulgue un document établi par la Chancellerie à l'intention de l'opposition pour les prochaines discussions qu'A. Merkel doit avoir avec elle. Ce document est consacré à « plus de croissance en Europe », mais il y est clairement affirmé que cela ne peut se faire qu'en réduisant les dettes publiques et qu'en faisant des réformes structurelles, et qu'en ces matières seuls les États membres sont responsables directement. Ce texte entre en contradiction avec la stratégie dessinée par le nouveau Président français et son gouvernement. Et dans un entretien télévisé le 7, A. Merkel fait un pas supplémentaire : comme la mise en œuvre de l'euro a déjà divisé l'espace européen en deux, elle considère que ce serait possible de subdiviser la zone euro elle-même en deux pour réaliser, avec les pays qui le veulent et le peuvent, en plus de l'union monétaire une union budgétaire ; et à terme, une union politique : « nous avons besoin avant tout d'une union politique. Nous devons, pas à pas, abandonner des compétences à l'Europe ».

Le jeudi 7, l'agence Fitch dégrade la dette souveraine de l'Espagne de 3 crans, de A à BBB, ce qui la place à 2 crans seulement de la catégorie « spéculative ». Plusieurs facteurs négatifs motivent une telle décision : le coût prévisionnel de la recapitalisation bancaire (entre 60 et 100 milliards d'euros), la récession qui perdure et la forte probabilité d'un recours à une aide extérieure.

Ce même jeudi 7, la Banque centrale chinoise révisé à la baisse, pour la première fois depuis 2008, ses taux directeurs d'un quart de point. Cet assouplissement monétaire s'explique essentiellement par la nécessité de soutenir une croissance qui souffre de plus en plus de la situation de la zone euro, qui est le premier partenaire commercial de la Chine. Signalons que l'Inde et le Brésil sont eux aussi confrontés à un ralentissement de leur activité. L'atonie de l'économie européenne a des conséquences de plus en plus manifestes sur la croissance mondiale, et cela inquiète toutes les économies, qu'il s'agisse de celles des pays émergents ou de celle des États-Unis.

Le week-end des 8, 9 et 10 juin est remarquable à deux titres pour la zone euro.

D'abord, l'Espagne se résout à accepter l'aide dont elle a indiscutablement besoin : l'enveloppe décidée par ses partenaires européens est de 100 milliards d'euros maximum. L'Espagne est le quatrième pays de la zone euro à être ainsi secouru, après la Grèce, l'Irlande et le Portugal. Certes, cette aide vise a priori le sauvetage du système bancaire espagnol, mais il est prévisible que l'État espagnol lui-même en aura besoin à plus ou moins brève échéance (les marchés ne s'y tromperont pas puisque dès le 18 les taux d'emprunt à 10 ans s'envoleront à plus de 7,2%, ce qui est jugé critique sur le long terme). En attendant, l'Espagne obtient cette aide, sans avoir à mettre en place un plan d'austérité en contrepartie, comme ce fut le cas pour les autres pays (il n'empêche que le FMI déclarera le 15 que l'Espagne doit appliquer un plan de réformes « clair et cohérent »). Alors se posent plusieurs questions : d'abord, évidemment, celle du « deux poids, deux mesures », c'est le cas de le dire (les petits payant davantage que les plus gros) ; la question de savoir si la « force de frappe » des fonds d'urgence européens y suffira in fine ; et la question du sort de l'Italie, pays qui suit l'Espagne sur la liste (l'Italie a une dette publique qui représentera plus de 123 % du PIB à la fin de cette année, ce qui la place en 2^{ème} position dans la zone euro après la Grèce) : d'ailleurs, à peine le cas des banques espagnoles est-il traité que se tendront les taux d'emprunt sur la dette publique italienne en dépassant le seuil des 6% dès le début de la semaine suivante ! Se rajoute une question qui démontre que l'économie se teinte souvent de morale, et de manière ambivalente : comme l'écrit A. Michel (Le Monde du 14 juin), « cent milliards d'euros, c'est l'équivalent, en France, de 7,5 milliards d'années de SMIC –ou de 190 000 salariés payés au SMIC pendant 40 ans. (...) Demander aux citoyens européens d'aider les banques espagnoles, qui ont spéculé, depuis la fin des années 1990, (...) n'est pas le moindre des crève-cœur. (...) Et pourtant. L'aide aux banques espagnoles est nécessaire. Laisser tomber les caisses d'épargne, qui ont alimenté la bulle immobilière jusqu'à son éclatement, en 2008, reviendrait à laisser tomber les Espagnols et à les plonger dans une situation de grande pauvreté, à la façon des Grecs ».

Ensuite, d'après des informations données par l'hebdomadaire allemand « Der Spiegel », il semble que les principaux responsables européens – le Président de la Commission européenne J.-M. Barroso, le Président du Conseil européen H. Van Rompuy, le Président de l'Eurogroupe J.-C. Juncker et le Président de la BCE M. Draghi - mettent au point un projet d'Union budgétaire pour faire sortir la zone euro de l'ornière dans laquelle elle s'embourbe actuellement. Selon ce projet, les États membres ne seraient en mesure de décider de manière autonome des dépenses budgétaires que dans la mesure où celles-ci seraient couvertes par des recettes, et devraient signaler à l'Eurogroupe tout dépassement éventuel : ils ne pourraient donc plus émettre de nouvelles dettes indépendamment les uns des autres.

C'est d'ailleurs dans l'espoir de ces évolutions favorables que les marchés ont terminé la semaine sur des performances positives : +3,43% pour le CAC40 (à 3052 points), +1,33% pour le DAX30, -3,22% pour le Footsie, +3,59% pour le Dow Jones, +4,04% pour le Nasdaq et +0,23% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2517\$.

Le mardi 12 juin, l'Agence française du Trésor lance un emprunt – OAT- à 50 ans et à un taux actuariel de 3,27% ! Et c'est un succès (la demande est plus du double de l'offre). Même des pays comme l'Allemagne n'osent pas une telle opération.

Ce succès s'explique par le fait que la France réunit deux facteurs particulièrement favorables aux yeux des investisseurs : une population qui a une bonne démographie et une population qui accepte des taux de prélèvements obligatoires élevés

depuis longtemps.

Le mercredi 13 juin, l'agence Moddy's abaisse de 3 crans la dette publique espagnole, considérant que le plan d'aide aux banques ne suffira pas et que les finances publiques espagnoles vont se dégrader. En ce qui concerne les banques espagnoles, leur situation reste critique : ne trouvant pas sur le marché interbancaire le refinancement dont elles ont besoin, elles sont obligées de solliciter directement la BCE et leur dette auprès d'elle ne cesse de s'accroître.

Le jeudi 14, le Président se rend à Rome pour préparer la rencontre à quatre du 22 (avec en plus A. Merkel et M. Rajoy) qui doit elle-même préparer la réunion du Conseil européen des 28 et 29 : il y a un large accord entre le président du Conseil italien M. Monti et F. Hollande, en particulier sur la nécessité de relancer la croissance. Le hasard veut que le même jour l'agence américaine Egan-Jones dégrade de 2 crans la note de la dette publique française en la faisant passer de A (il y avait eu une baisse de AAA à A en juillet 2011), à BBB+, avec une perspective négative, parce que cette agence estime que la tendance des finances publiques françaises est « désastreuse et que le pire est encore à venir ».

La fin de la troisième semaine se termine sur les marchés par des résultats en demi teinte parce que les investisseurs ont été rassurés –peu de temps– sur le sort des banques espagnoles mais surtout ils sont en attente des résultats des élections législatives en Grèce et ils sont inquiets de la tournure que prennent les relations franco-allemandes (toute la semaine a été émaillée par des petites phrases peu aimables entre les responsables de part et d'autre du Rhin) : +1,18% pour le CAC40 (à 3088 points), +1,61% pour le DAX30, +0,80% pour le Footsie, +1,70% pour le Dow Jones, +0,50% pour le Nasdaq et +1,30% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2638\$.

Les querelles franco-allemandes - qui traduisent aussi l'opposition plus ou moins sourde entre les pays du Nord (de l'Europe) et les pays du Sud (de l'Europe) - révèlent un vrai débat sur les scénarios de sortie de crise pour la zone euro ; avec d'un côté une politique de relance avec malgré tout la restauration de l'équilibre budgétaire et de l'autre la défense de la politique actuellement menée, celle du mariage de l'austérité budgétaire et des réformes structurelles. Mais, selon Martin Wolf, éditorialiste au Financial Times (voir Le Monde du 20 juin), les deux scénarios ont peu de chances de réussir. Il écarte aussi deux scénarios alternatifs, celui de l'union fédérale, parce que c'est pour l'instant inaccessible, et celui de l'union de transferts parce qu'il est politiquement irréalisable et économiquement contestable (les pays les plus pauvres ne sont pas appelés durablement à n'enregistrer que des déficits). Il propose alors de combiner deux formes d'union : une union d'assurance et une union d'ajustement. L'union d'assurance apporterait un soutien « temporaire et ciblé aux pays frappés par des crises graves ». L'union d'ajustement fournirait « un ajustement symétrique face aux changements de circonstances, parmi lesquelles les fluctuations du financement ».

De son côté, Daniel Cohen (Le Monde du 23 juin) analyse ces querelles franco-allemandes comme le résultat d'un « dialogue de sourds » : « les Français veulent renforcer l'union économique, les Allemands veulent un accord préalable sur l'union politique. Personne ne semble comprendre ce que l'autre veut dire. Les Allemands entendent les propositions françaises comme une nouvelle édition du slogan "L'Allemagne paiera" (...) Les Français interprètent l'intégration politique à l'allemande comme un droit de regard et d'ingérence sur leur système de protection sociale ».

En ce qui nous concerne, nous voyons dans cette opposition entre la France et l'Allemagne la réaffirmation de principes qui structurent les positions de chacun des deux pays depuis longtemps. En France, on a toujours été réticent à tout abandon de souveraineté qui signifierait en clair qu'on donnerait la possibilité de censurer les politiques voulues par le peuple français à des organismes dont la légitimité démocratique est sujette à caution, ou, ce qui serait encore plus inacceptable, à un pays étranger sous prétexte qu'il détient le leadership économique. Et la conception française de la construction européenne est plutôt de type intergouvernemental. En Allemagne, on est depuis pratiquement le premier quart du 20^{ème} siècle fidèle à l'ordolibéralisme : voir ce qui est écrit ici en dates du 5/5/1949 et du 14/9/1958 ; et la conception de la construction européenne est plutôt de type fédéral.

Le dimanche 17 juin ont lieu des élections législatives à la fois en France (2^{ème} tour) qui donnent la majorité absolue au Parti socialiste, et en Grèce qui voit la victoire de la Nouvelle Démocratie, parti conservateur plutôt favorable aux plans de redressement et qui va devoir composer une coalition gouvernementale avec le parti socialiste.

Les 18 et 19 se tient au Mexique une réunion du G20, peu fructueuse selon l'avis général...

Le 22, réunion à Rome, des dirigeants de la France (F. Hollande), de l'Allemagne (A. Merkel), de l'Espagne (M. Rajoy) et de l'Italie (M. Monti). La France semble se ranger à l'avis de l'Allemagne sur les euro-bonds en les considérant comme un point d'arrivée plutôt qu'un point de départ ; également sur la mutualisation de la dette en reconnaissant que cela prendra beaucoup d'années.

Il semble donc que l'Allemagne ne sera pas prête à changer profondément de stratégie lors du sommet européen de la fin

L'EURO

du mois. Certes, elle accepte d'ores et déjà des mesures pour aller dans le sens souhaité par le Président français sur la relance de la croissance mais elles ne font que réaménager des dispositifs existants –mobilisation des fonds structurels pour un montant de 55 milliards, recapitalisation de la BEI à hauteur de 10 milliards (avec possibilité de lever 60 milliards -ce qui est de la dette supplémentaire) et lancement de project-bonds pour 4,5 milliards d'euros- et c'est pour pouvoir d'autant mieux imposer le pacte budgétaire (plan total de 120 à 130 milliards).

Lors de l'avant-dernière semaine du mois, il y a un calme plat sur les marchés financiers : +0,11% pour le CAC40 (à 3091 points), +0,54% pour le DAX30, +0,64% pour le Footsie, -0,99% pour le Dow Jones, +0,68% pour le Nasdaq, +2,67% pour le Nikkei. Remarque : d'après l'étude d'un cabinet d'expertise et de conseil financier, le prix des actions des entreprises du CAC40 reflète aujourd'hui leur « valeur à la casse », c'est-à-dire ce que ces entreprises recevraient si elles étaient obligées de revendre immédiatement les actifs réels qu'elles possèdent à leur valeur comptable.

L'euro cote 1,2570\$.

Le lundi 25, deux faits marquent la vie économique européenne.

D'abord, Chypre demande de l'aide : elle est ainsi le cinquième pays européen à le faire après la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne. La situation de Chypre est très inquiétante au point que certains pensent même qu'il pourrait s'agir du premier pays à demander sa sortie de la zone euro... Cette situation est assez spécifique. D'abord, le système bancaire chypriote est surdimensionné et les banques sont malades des dettes grecques qu'elles ont accumulées. De plus, le bilan des banques est très déséquilibré dans la mesure où la part qu'y occupent les dépôts bancaires est très excessive, avec en particulier beaucoup de dépôts venant de pays étrangers, en particulier de Russie et d'Ukraine, parce que Chypre est de fait un paradis fiscal. Ensuite, Chypre souffre de l'éclatement de la bulle immobilière qui s'était gonflée en liaison avec l'importante activité touristique de l'île. Enfin, étant donné ces difficultés et la mauvaise situation économique générale que celles-ci entraînent, les investisseurs sont particulièrement méfiants, ce qui rend problématique le financement de Chypre sur les marchés.

Ensuite, les responsables des instances européennes (H. Van Rampuy, J.M. Barroso, J.-C. Juncker et M. Draghi) publient un rapport préparatoire au Sommet européen des 28 et 29 (écrit sous la signature unique de H. Van Rampuy, avec pour titre « Vers une véritable union économique et monétaire » (voir le texte à l'adresse : www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/131278.pdf) . Parce qu'ils tiennent compte de la position allemande contre la mutualisation des dettes souveraines et la mise en place rapide des euro-bonds, et de la position française contre davantage d'intégration politique, ils font de la seule union bancaire leur priorité.

Le mercredi 27, F. Hollande reçoit A. Merkel pour préparer le sommet des deux jours suivants et tenter de rapprocher les points de vue français et allemand.

Les jeudi 28 et vendredi 29 a lieu le tant attendu Conseil européen à Bruxelles.

Pour nous, deux problèmes sont posés aux dirigeants européens. Il y a bien entendu le problème d'actualité urgente, qui n'est d'ailleurs plus tellement celui de la Grèce mais bien davantage celui de l'Espagne et de l'Italie, dont les taux d'emprunt sont montés depuis plusieurs semaines à des taux intenable. Mais il y a aussi, plus profondément, le problème de la crise de la zone euro tout entière à laquelle il faut fournir –enfin- une réponse crédible et durable.

Deux documents importants sont publiés :

D'abord, les conclusions du Sommet : www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/131408.pdf

Ensuite, la déclaration commune faite à l'issue du Sommet : www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/131360.pdf

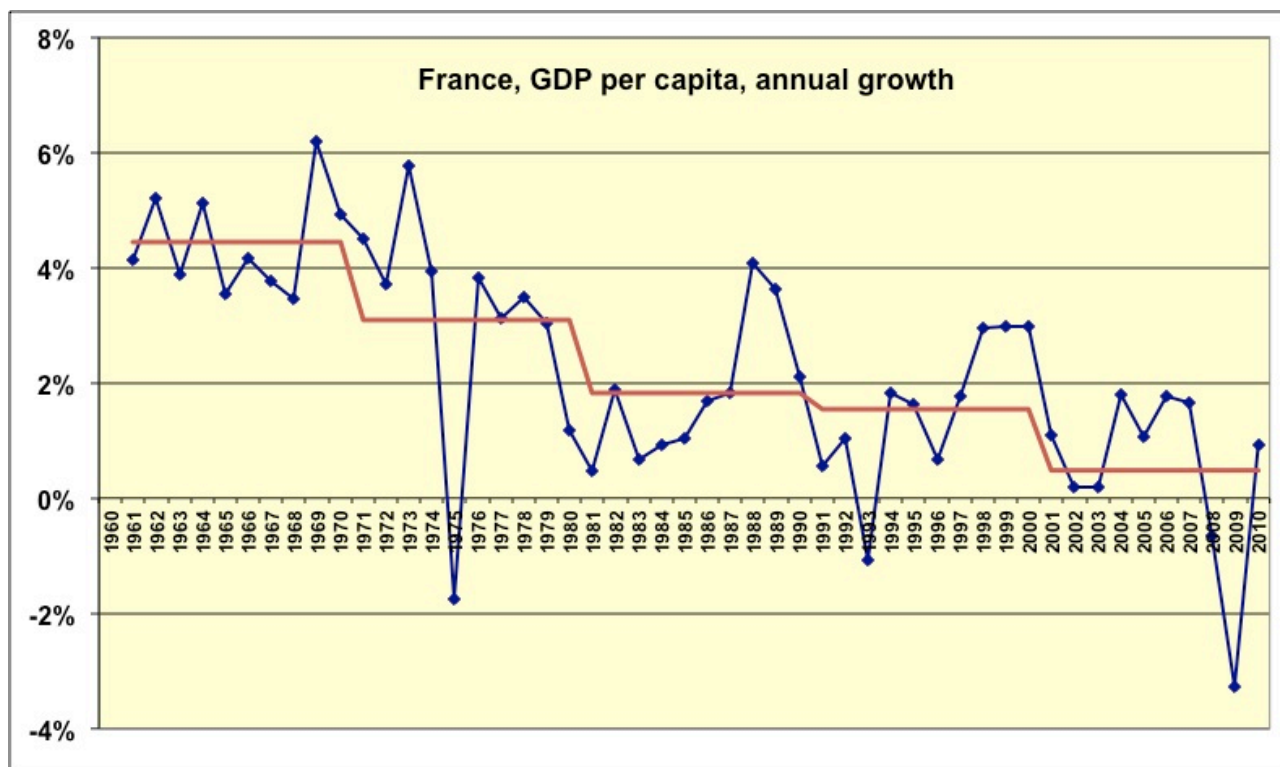


Dès la fin du Sommet au petit matin du vendredi (après le repas à 27 du jeudi soir, M. Rajoy l'Espagnol et M. Monti l'Italien demandent la tenue immédiate d'un sommet limité aux États membres de la zone euro, sommet qui se termine à l'aube par un compromis obtenu de haute lutte), les marchés boursiers mondiaux connaissent tout de suite au cours du vendredi de remarquables progressions ; comme les Bourses connaissent leur plus belle séance de l'année, certains parlent d'euphorie. On constate aussi que les taux d'emprunt exigés de l'Espagne et de l'Italie se détendent aussitôt. Cela semble donc démontrer que le Sommet est un grand succès... et que le « forcing » réalisé par l'Espagne et l'Italie a réussi.

Les résultats de ce sommet, qui a des chances d'être considéré comme historique, peuvent être résumés en six points principaux :

- Premièrement, il y a l'adoption d'un plan de relance de 120 milliards comme annoncé plus haut, résultante de plusieurs mesures (recapitalisation de la BEI, déblocage de fonds structurels, « project-bonds »).

La question de la croissance est cruciale. Non seulement sur le plan pratique –comment concrètement la « relancer » ?- mais aussi –et d'abord- sur les plans de la théorie économique (quel contenu donner à la croissance, quels en sont les ressorts, les avantages et les coûts ?) et de l'écologie politique : en quoi la croissance tant recherchée est-elle vraiment nécessaire et est-on sûr que le processus de « destruction-créatrice » sur lequel elles repose ne devient pas négatif ? Voir sur ces questions en particulier le blog de Jean-Marc Jancovici (www.manicore.com), où on trouve notamment le graphique suivant, celui de la croissance annuelle du PIB par habitant en France, qui montre que de toute façon il est illusoire d'espérer le retour d'une croissance suffisante pour résoudre à elle seule tous nos problèmes, à commencer par celui du chômage :



Note : la courbe rouge représente l'évolution de la moyenne par décennie (Source : Banque mondiale, 2012).

- Deuxièmement, il y a accord de principe sur le pacte de stabilité budgétaire. Avec le 1^{er} point et celui-ci, on aboutit bien à un réaménagement du pacte de discipline budgétaire initial en lui adjoignant un « volet croissance », appelé « Pacte pour la croissance et l'emploi ».
- Troisièmement, les FESF/MES vont pouvoir recapitaliser les banques européennes directement, sans passer par les États, et donc sans peser sur les dettes souveraines ; mais cette aide est soumise à des conditions pas encore très précisées.
- Quatrièmement, ces fonds de secours vont pouvoir aussi acheter de la dette souveraine sur les marchés, de façon à y faire baisser les taux d'intérêt pour que ceux-ci n'aggravent pas la situation financière des États en difficulté mais qui font cependant des efforts pour la redresser. Notons que sur les 700 milliards d'euros dont ces fonds disposent, 200 ont déjà été utilisés pour venir en aide à la Grèce, à l'Irlande et au Portugal. Or, il n'est pas actuellement prévu d'augmenter l'enveloppe globale.
- Cinquièmement, il y a lancement de l'Union bancaire européenne avec, plus rapidement qu'on ne pouvait l'imaginer, une supervision bancaire centralisée par la BCE.

Signalons que le projet d'union bancaire soulève en Allemagne même une grosse controverse entre des dizaines d'économistes : il y a ceux qui défendent le projet en l'estimant très cohérent avec l'union monétaire et le grand marché unique ; et il y a ceux qui, au contraire, estiment que l'union bancaire peut nuire gravement à des économies en bonne santé comme celle de l'Allemagne. Dans l'appel que ceux-ci ont lancé, on peut lire : « les dettes des banques sont presque trois fois plus grandes que les dettes des États et se montent dans les cinq pays en crise à plusieurs milliards d'euros. Les contribuables des pays européens encore solides ne peuvent pas prendre la responsabilité de garantir ces dettes ».

- Sixièmement, création d'un brevet unique européen, dans le but de réduire le coût des inventions. Par contre, on constate que le Sommet n'a pas traité de la question de la mutualisation des dettes et des euro-bonds, et pas davantage de celle de l'intégration politique...

Pour Mario Draghi, interrogé par Le Monde (édition des 22-23 juillet), « le sommet a été un succès. Pour la première fois, me semble-t-il, un message clair a été donné : sortir de la crise avec plus d'Europe. En mettant en place une feuille de route pour créer une union à quatre composantes : financière, fiscale, économique et politique. Avec des outils concrets : une union financière, un superviseur bancaire, des fonds de secours à même de recapitaliser les banques quand cette supervision sera en place. Et un calendrier de mise en œuvre ». Et le Président de la BCE en profite pour rappeler que « notre mandat n'est pas de résoudre les problèmes financiers des États mais d'assurer la stabilité des prix et de contribuer à la stabilité du système financier en toute indépendance », tout en affirmant par ailleurs que « notre mandat est de maintenir la stabilité des prix pour éviter une inflation trop élevée mais aussi une baisse généralisée et globale des prix :

L'EURO

si nous constatons de tels risques de déflation, nous agirons (...) Nous devons maintenir la stabilité des prix dans les deux sens, faire face aux problèmes tels qu'ils se posent et agir sans préjugés ».

Le même vendredi 29, la chancelière allemande fait adopter le MES par le Parlement, à la majorité des 2/3.

Par contre, les lendemains du Sommet n'ont pas du tout la même tonalité en Angleterre : le Premier ministre David Cameron reçoit une lettre d'une centaine de députés conservateurs lui demandant de faire un referendum sur la sortie du Royaume-Uni de l'UE. On sait que le Royaume-Uni a depuis toujours une position très particulière au sein de l'UE mais l'eurocepticisme y devient maintenant très important, pour des raisons à la fois économiques (les institutions et les décisions de l'UE menacent la City) et politiques (pour des raisons électorales, le parti de D. Cameron est obligé de développer une attitude anti-européenne).

La fin du mois de juin se termine sur les places boursières de manière positive grâce à l'accord obtenu lors du Sommet européen, dont l'ampleur a plutôt agréablement surpris les investisseurs : +3,42% pour le CAC40 (à 3197 points), +2,44% pour le DAX30, +1,04% pour le Footsie, +1,89% pour le Dow Jones, +1,47% pour le Nasdaq, +2,37% pour le Nikkei. L'euro cote 1,26\$.

On voit une fois de plus que les marchés réagissent toujours très rapidement aux événements et aux informations ; en tous les cas plus rapidement que beaucoup d'analystes, en particulier ceux qui se disent sceptiques – et inquiets – à cause du flou des mesures envisagées. Sans parler des critiques ouvertes – et vertes – que font certains, comme ceux qui dénoncent le manque d'avancée en matière d'union budgétaire, comme aussi ceux qui craignent une « incohérence temporelle » entre le sauvetage des banques espagnoles et la mise en place de la supervision bancaire européenne, ou encore comme J.-M. Daniel qui traite de « rooseveltisme lilliputien » le programme de relance de 120 milliards, qui, il est vrai, ne représente que 1% du PIB de l'UE.

Cette bonne ambiance générale – même les agences de notation considèrent que le Sommet européen constitue un tournant important dans l'évolution de la crise de la zone euro- est cependant un peu ternie par la position très rigide de la Finlande qui compte s'opposer au rachat de dettes souveraines par le MES.

• Juillet 2012 ->

Ce mois de juillet est marqué par l'éclatement d'un scandale financier d'une ampleur encore mal estimée mais qui s'annonce comme considérable : celui de la **manipulation du LIBOR**. Le LIBOR (London Interbank Offered Rate) est le plus important taux interbancaire de référence. Il est publié quotidiennement par l'Association des banques anglaises. C'est l'agence financière Thomson Reuters qui le calcule en recueillant auprès d'une vingtaine de grandes banques les taux auxquelles elles empruntent leurs liquidités et en détermine la moyenne après avoir éliminé le quart des valeurs les plus hautes et le quart des valeurs les plus basses. Le LIBOR est non seulement un taux directeur pour les emprunts et contrats de dette qui sont indexés sur lui mais aussi un indicateur précieux sur la santé du système bancaire. Le scandale a commencé en 2005 par une véritable fraude de la part de la banque Barclays pour augmenter ses profits, mais à partir de 2008 la manipulation, qui a été le fait de plusieurs banques, et qui a consisté à communiquer un taux d'emprunt plus faible que le taux réellement pratiqué, a eu pour but d'embellir leur situation. Notons qu'à cet énorme scandale s'en ajoute un autre, plus limité, qui concerne la banque HSBC, accusée d'opérations de blanchiment d'argent issu du trafic de drogues sud-américain. *Tout cela montre non seulement que le système bancaire est capable de pratiques inadmissibles mais que son lobbying est suffisamment puissant pour éviter qu'on lui impose la transparence qui le moraliserait et limiterait ses profits exorbitants : les banques ont en effet réussi à s'opposer aux recommandations faites par un groupe de travail réuni en 2010 par la Fed pour rendre plus transparentes les transactions interbancaires et les opérations sur les marchés dérivés. D'un point de vue encore plus général, et mondial, l'impuissance des autorités gouvernementales et monétaires à imposer une véritable régulation de la finance – à cause essentiellement de leur désunion au niveau international malgré les déclarations d'intention lors des G20 successifs – est un facteur très aggravant de la crise économique mondiale et de la crise des dettes souveraines en Europe : ce sont en effet les banques qui, par définition, alimentent en moyens de paiement et de financement l'ensemble des pôles du circuit économique et, par conséquent, leur dysfonctionnement désorganise la dynamique économique. Et, réciproquement, une dynamique économique pleine d'essoufflements ne peut être favorable à la situation des banques ; d'où un cercle vicieux.*

Le lundi 2, en France, le Premier Président de la Cour des Comptes, Didier Migaud, remet au Premier ministre un rapport sur « la situation et les perspectives des finances publiques » (www.ccomptes.fr/index.php/Publications/Publications/Situation-et-perspectives-des-finances-

publiques-2012).

La lecture de ce travail très complet et très pédagogique fait essentiellement apparaître deux faits. D'abord, il n'y a pas de « cadavres dans les placards » laissés par le gouvernement précédent. Ensuite, dans la mesure où le Président de la République tient absolument à revenir de 4,5% du PIB pour le déficit public en 2012 à 3% dès 2013 (puis à l'équilibre budgétaire en 2017), il faudra trouver l'année prochaine 33 milliards d'euros, en plus des 7 milliards et quelques pour 2012 à cause de la révision à la baisse du taux de croissance : cela va nécessiter des efforts budgétaires considérables qui commandent une vraie politique d'austérité, avec pour risque essentiel de faire entrer notre économie dans le cercle vicieux de la récession –et de régression pour bon nombre de citoyens français en matière de niveau de vie, à commencer par les fonctionnaires.

Il aurait été intéressant de renégocier avec les partenaires non pas tellement un pacte de croissance (tout le monde est d'accord sur la nécessité d'une croissance plus soutenue mais il y a désaccord sur les moyens pour y parvenir) mais bien plutôt un étalement dans le temps du retour à la norme de 3% de déficit public (de nombreux États membres de la zone euro sont concernés et même les marchés sont conscients que le remède peut être pire que le mal). De plus, tout redressement budgétaire pose la question du dosage entre une réduction des dépenses, avec par conséquent des coupes dans le fonctionnement des services publics et du système de protection sociale, et une augmentation des recettes, avec par conséquent une amputation du pouvoir d'achat et de la « demande effective ». Le gouvernement Ayrault décide en ce moment de privilégier l'augmentation des impôts –sans doute faute de temps pour étudier sérieusement les dépenses publiques et les niches fiscales auxquelles il est possible de s'attaquer dans l'immédiat- alors que les politiques réussies qu'ont menées le Canada, la Suède, la Finlande, le Danemark et l'Irlande lors des décennies 1980 et 1990 n'ont jamais comporté d'augmentation de la pression fiscale. Mais il faut reconnaître que ces politiques ont été menées sur plusieurs années et dans un contexte conjoncturel et structurel différent (croissance mondiale forte, dévaluations possibles et politique monétaire accommodante) ; et qu'aujourd'hui une politique de réduction des dépenses publiques peut avoir un effet multiplicateur négatif à un moment où la croissance européenne est déjà très handicapée.

Le jeudi 5 juillet, la BCE baisse ses taux directeurs. Cette décision, attendue, s'explique par la conjonction de plusieurs facteurs : les résultats du Sommet européen des 28 et 29 juin, avec en particulier la dimension politique positive du projet d'union bancaire, la faiblesse de la croissance, l'augmentation du chômage et une inflation contenue. Il faut souligner que le taux de facilité de dépôt est maintenant de 0% : l'objectif est sans doute de dissuader les banques commerciales à placer auprès de la BCE leurs liquidités excessives et donc de les inciter fortement à développer leur politique de crédit (notons que cet objectif explique que la Banque centrale chinoise baisse elle aussi ses taux directeurs et que la BoE décide d'utiliser à nouveau la planche à billets pour 50 milliards de livres). Mais encore faut-il que la demande de crédits soit au rendez-vous ! Et comme cela n'est pas vraiment le cas, les banques se servent de ces liquidités fournies par la BCE pour acheter des emprunts d'État, ce qui peut plomber leurs bilans de créances pour le moins risquées. De plus, comme la déclaration faite par le Président de la BCE est pessimiste sur la situation économique et financière de la zone euro, les experts sont surpris que la baisse du taux de refinancement ne soit pas plus forte et qu'aucune autre mesure ne soit envisagée (en particulier le rachat de dettes souveraines). Cela explique sans doute que les taux imposés à l'Espagne remontent, que l'euro continue de baisser et que les Bourses terminent la semaine dans le rouge. Sur l'ensemble de cette première semaine, on a : -0,87% pour le CAC40 (à 3169 points), -0,10% pour le DAX30, +1,64% pour le Footsie, -0,84% pour le Dow Jones, +0,08% pour le Nasdaq et +0,16% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2290\$.

Le lundi 9, réunion de l'Eurogroupe à l'issue de laquelle quatre décisions importantes sont à relever : J.-C. Juncker est reconduit à sa présidence (mais c'est une solution d'attente et il n'exercera son mandat que jusqu'à la fin de l'année) ; une enveloppe de 100 milliards d'euros est mise par la zone euro à la disposition de l'Espagne pour secourir ses banques (avec des conditions posées en contreparties qui concernent à la fois l'ensemble des banques et chacune d'elles), et 30 milliards seront versés dès la fin du mois (l'Eurogroupe accordera officiellement cette enveloppe globale le vendredi 20) ; l'Espagne est autorisée à ramener son déficit public à 3% du PIB en 2014 au lieu de 213, avec comme condition de présenter d'ici à la fin du mois un nouveau plan d'ajustement pour la période 2013-2014 ; enfin, la mise en place du MES, prévue à la fin de cette réunion de l'Eurogroupe, est reportée en principe à la prochaine réunion, le 20 prochain, parce que le texte qui crée le MES n'a pas encore été ratifié par l'Italie et l'Allemagne (la Cour constitutionnelle a été saisie par des députés eurosceptiques qui considèrent que le MES fait peser sur leur pays une responsabilité illimitée et que la Commission européenne peut s'opposer de fait aux droits du Parlement, ce qui réduit la

souveraineté de leur pays).

Une situation inédite marque aussi ce début de mois de juillet : comme ce qu'a pu faire l'Allemagne en juin et pour la première fois de son histoire, la France emprunte à court terme à des taux nominaux négatifs (et encore davantage négatifs en termes réels) : à $-0,005\%$ à 3 mois et à $-0,006\%$ à 6 mois.

Cela semble aller à l'encontre du bon sens qui veut que les taux d'intérêt soient nécessairement positifs en termes nominaux. Cependant, on peut dire que pour les investisseurs qui, pour une raison ou pour une autre, doivent investir en euros – comme c'est le cas de certains fonds de pension par exemple- les emprunts lancés par l'Allemagne et par la France constituent en Europe les valeurs les plus sûres. On pourrait dire de manière imagée qu'il est normal de payer pour mettre ses bijoux dans un coffre-fort dont est sûr de la sécurité. Il n'empêche que cette anomalie prouve bien la gravité de la situation économique européenne et la désorganisation actuelle des marchés de capitaux dans la zone euro puisque les investisseurs préfèrent perdre de l'argent en prêtant à l'Allemagne ou à la France plutôt que d'en gagner en prêtant aux pays du Sud, dont les taux ne cessent d'ailleurs d'augmenter (et ces taux risquent d'augmenter d'autant plus que les investisseurs craignent de plus en plus de prêter à ces pays). Pour l'Allemagne et la France, la situation est avantageuse puisque ces taux négatifs leur font réaliser de substantielles économies sur les intérêts de leurs dettes : on pourrait aller jusqu'à dire qu'elles « profitent » de la crise des pays du Sud.

Sur un plan strictement technique, l'anomalie n'est que virtuelle. En effet, on arrive à dire que les taux d'intérêt sont négatifs parce que la somme du capital et des intérêts est plus faible que la mise initiale : cela résulte du fait que les investisseurs souscrivent les Bons du Trésor français à un prix supérieur à leur valeur faciale mais leur taux nominal de rendement est certes très bas, mais bel et bien positif.

Le jeudi 12, le FMI s'inquiète de la situation de la Grèce qui est en retard dans la réalisation du plan d'ajustement budgétaire qui est pourtant la contrepartie de l'aide que la « troïka » lui a accordée.

Le même jour, devant des investisseurs londoniens qui ont tendance à penser que la zone euro est mourante, le Président de la BCE Mario Draghi lâche cette phrase : « **Whatever it takes** », « tout ce qu'il faudra » pour signifier que la BCE fera tout pour sauver l'euro. Cette petite révolution en matière de politique monétaire et de communication institutionnelle va marquer de manière indélébile les marchés financiers. On apprendra par la suite que cette déclaration a été faite de manière totalement improvisée et que M. Draghi n'avait pourtant aucun plan.

Après ses prises de position d'avril dernier, Mario Draghi fait ici à nouveau œuvre de novateur et va même plus loin avec cette « petite phrase » improvisée et qui va raisonner sans doute très fort dans le monde monétaire et financier. En effet, M. Draghi renforce considérablement le changement de cap qu'il avait fait prendre à la BCE trois jours seulement après sa prise de fonction, en novembre 2011, et veut faire de la BCE une véritable Banque centrale en tant que « prêteur de dernier ressort » pour sauver la monnaie dont elle a la garde. Mais, même si avec M. Draghi la BCE se donne davantage de moyens pour jouer son rôle de gardienne de la monnaie unique, elle n'a pas pour autant la possibilité de remédier aux vices congénitaux de l'euro.

Le vendredi 13, l'agence Moody's abaisse de 2 crans la note de la dette publique italienne, qui passe ainsi de A3 à Baa2, avec une « perspective négative » ; parce qu'elle juge que l'Italie a une situation économique (croissance faible et fort chômage) qui lui rend de plus en plus difficile la réduction de ses déficits et l'appel aux marchés financiers pour se financer.

Lors de son allocution du 14 juillet, le Président F. Hollande annonce que la « règle d'or » budgétaire sera inscrite dans une loi organique et non dans la Constitution pour ne pas figer une règle qui, selon lui, correspond à un engagement qui ne vaut que pour quelques années. Deux autres raisons peuvent expliquer aussi cette décision : d'une part, la position du Conseil constitutionnel n'est pas encore connue (c'est le jeudi 9 août que le Conseil annoncera qu'une révision constitutionnelle n'est pas nécessaire pour intégrer la « règle d'or ») et d'autre part, et surtout, cela permettrait peut-être d'éviter de devoir réunir la majorité des 3/5 au Congrès.

Pour la deuxième semaine de juillet, les marchés boursiers enregistrent les performances suivantes : $+0,73\%$ pour le CAC40 (à 3135 points), $+2,79\%$ pour le DAX30, $+0,62\%$ pour le Footsie, $-0,07\%$ pour le Dow Jones, $-1,19\%$ pour le Nasdaq et $-1,16\%$ pour le Nikkei. L'euro est sous la barre des 1,22\$ et semble se diriger vers 1,20, ce qui correspondrait d'ailleurs grosso modo, selon certains, à son taux d'équilibre de long terme.

Le lundi 23, l'agence Moody's met la dette publique allemande sous « perspective négative », notamment à cause de l'exposition des banques allemandes aux risques que représentent les engagements des « pays du Sud » en difficulté. Moody's met également le Luxembourg et les Pays-Bas sous perspective négative. Les trois pays rejoignent donc la France qui avait été jugée de la même manière mi-février et maintenue fin mai.

Le vendredi 20, l'Eurogroupe donne son feu vert pour le sauvetage des banques espagnoles avec le versement d'une première tranche de 30 milliards d'euros et il est prévu la constitution d'une « bad bank » pour regrouper les actifs toxiques accumulés par les banques commerciales. Mais les marchés restent malgré tout très tendus, au niveau de leurs taux, c'est-à-dire très sceptiques sur la capacité de l'Espagne à gérer la crise qui accumule les conséquences très négatives de l'éclatement de la bulle immobilière, de l'austérité budgétaire, de la contraction de l'activité macroéconomique et de taux d'emprunt très élevés qui minent sa situation financière.

Sur les places financières, l'avant-dernière semaine du mois se termine alors assez nettement positivement : +4,10% pour le CAC40 (à 3193 points), +5,28% pour le DAX30, +1,89% pour le Footsie, +2,94% pour le Dow Jones, +3,48% pour le Nasdaq, ais -0,62% pour le Nikkei.

Alors que depuis plusieurs jours et face à des taux d'emprunt très élevés pour eux les responsables espagnols et italiens pressent la BCE de réutiliser sa stratégie de rachat d'obligations publiques, M. Draghi déclare le jeudi 26 que « **la BCE est prête à faire tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro** ». Pour beaucoup, cette déclaration constitue un tournant majeur dans le déroulement de la crise de la zone euro car elle va avoir un impact considérable sur les marchés financiers : les taux d'intérêt vont en effet être immédiatement orientés à la baisse et retrouver rapidement des niveaux significativement bas.

Le vendredi 27, en écho, le Président français et la Chancelière allemande ont un entretien téléphonique à l'issue duquel ils affirment que leurs deux pays « sont fondamentalement attachés à l'intégrité de la zone euro et qu'ils sont déterminés à tout faire pour la protéger ».

Par ailleurs, le cas de la Grèce reste très préoccupant : ce pays voudrait renégocier les contreparties au plan d'aide, en particulier pour obtenir des délais supplémentaires. Des représentants de la « Troïka » sont d'ailleurs à Athènes pour faire le point et le Président de la Commission européenne y est aussi pour pousser les Grecs à mener des réformes vraiment significatives, sans quoi les Grecs ne peuvent espérer de réponse positive de la part de ses créanciers qui perdent de plus en plus patience. D'ailleurs, face à l'incapacité de la Grèce à mener les réformes prévues par le « memorandum », le versement prévu en juillet de la tranche du prêt accordé n'est pas effectué.

Dans son édition du 29-30 juillet, Le Monde donne les principales conclusions d'une enquête sur le ressenti du risque faite par Ipsos-Logica Business Consulting pour le Crédit Agricole Assurances auprès de plus de 7 000 personnes interrogées dans 7 pays européens (France, Allemagne, Espagne, Italie, Grèce, Pologne et Grande-Bretagne). Il apparaît clairement que les Européens sont très majoritairement de plus en plus angoissés par le risque de précarité. Il y a bien entendu un lien direct entre cette montée générale d'angoisse et la crise de la zone euro. D'autres études et sondages montrent que l'euroscepticisme est lui aussi, naturellement, en progrès ; à la fois au Sud, notamment en Italie, à cause des ravages que créent les programmes d'austérité, et au Nord, notamment en Finlande, parce que les populations ne veulent plus payer pour celles des pays du Sud. 71% des Allemands veulent que la Grèce sorte de la zone euro si le pays ne peut pas réduire ses déficits et 51% estiment que l'Allemagne irait mieux sans l'euro.

La dernière semaine du mois de juillet se solde sur les places boursières par des résultats positifs dans l'ensemble : +2,70% pour le CAC40 (à 3303 points), +0,90% pour le DAX30, -0,43% pour le Footsie, +1,97 pour le Dow Jones, +1,12% pour le Nasdaq et +0,34% pour le Nikkei. L'euro cote 1,226\$.

En juillet, paraît un « opinion paper » important de Cécile Barbier, de l'Observatoire social européen - Ose -, intitulé : « Ordolibéralisme et économie sociale de marché : la voie allemande de l'Europe ? (http://www.ose.be/files/publication/OSEPaperSeries/Barbier_2012_OpinionPaper10_Ordoliberalisme_0712.pdf) Voir aussi ce qui est écrit ici en dates du 5/5/1949 et du 14/9/1958.

On y lit en particulier :

« (...) Le dernier trimestre de l'année 2011 a été marqué par la renégociation du traité établissant le mécanisme européen de stabilité (MES) et l'acheminement vers la négociation d'un traité international entre les États membres de la zone euro, le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'union économique et monétaire (TSCG, le traité budgétaire). Sans attendre la ratification du traité budgétaire, signé le 2 mars et en cours de ratification, les dirigeants européens entendent poursuivre le renforcement de la "fédération budgétaire coercitive". La vision du modèle de société européen qui en résulte n'est pas neutre. Elle consiste en l'approfondissement de l'ordolibéralisme, berceau de l'économie sociale de marché. L'influence des idées ordolibérales dans la construction européenne, bien que très documentée, est peu connue. L'économie sociale de marché est une notion issue de l'ordolibéralisme (Ordnungspolitik) un courant de pensée, né dans les années 1930 en Allemagne, dont Walter Eucken (École de Fribourg) était le chef de file, et qui

L'EURO

représente une version allemande du "néolibéralisme". Le terme "ordo" provient de la revue éponyme, (regroupant tous les néolibéraux européens) et qui se veut la revue d'un nouvel ordre économique et social (Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft), fondée en 1936 par Walter Eucken. Après la création de la République fédérale en 1949, l'économie sociale de marché, un concept élaboré par Ludwig Erhard, le premier ministre fédéral de l'Économie qui devint plus tard chancelier, est le fondement de la politique économique allemande. (...) L'inspiration ordolibérale de l'Union européenne est assumée et revendiquée par les représentants des institutions européennes. La meilleure synthèse fournie par un dirigeant européen date de l'année 2000. Au lendemain de l'adoption de la Stratégie de Lisbonne, Frits Bolkestein, alors Commissaire européen en charge du marché intérieur et de la fiscalité en avait rappelé les fondements devant l'Institut Walter Eucken à Fribourg. Après avoir rappelé la filiation entre l'idée de liberté de Walter Eucken dans la concrétisation des "quatre libertés du marché intérieur", il décrivait la Stratégie de Lisbonne comme "un programme ambitieux de déréglementation et de flexibilisation" qui représentera "un progrès considérable dans la réalisation d'une Europe conforme aux idées ordo-libérales". Selon le Commissaire, le projet d'Union économique et monétaire "constitue également l'un des principaux instruments politiques qui doivent permettre de stabiliser l'énorme économie de marché qu'est l'Europe. Il est donc, à ce titre, un pur produit de la pensée ordo-libérale".

• Août 2012 ->

Le jeudi 2, lors de la réunion mensuelle de son Conseil des gouverneurs, la BCE déçoit l'ensemble des observateurs : suite aux déclarations faites en particulier par son président à plusieurs reprises les jours précédents, faisant entendre que la Banque centrale était prête à tout faire pour sauver l'euro, on constate qu'aucune décision n'est prise en réalité. Certes, il est réaffirmé que l'euro est « irréversible » (*méthode Coué ?*) et que l'« on ne défie pas la Banque centrale » (« Don't fight the central bank ») mais, primo, la BCE ne baisse pas à nouveau ses taux comme certains l'espéraient, secundo, elle ne lance aucune intervention sur le marché secondaire des titres publics comme c'était attendu par tous et, tertio, elle considère que donner la licence bancaire au MES, comme c'était souhaité par beaucoup pour élargir ses possibilités de sauvetage en permettant son refinancement auprès de la BCE, n'est pas de son ressort mais de celui des gouvernements. Néanmoins, on apprend que la BCE est à la recherche de nouveaux dispositifs pour contrer la spéculation contre l'euro : pour faire baisser les taux courts imposés aux pays en difficulté, il s'agirait en particulier de rachats de titres publics concentrés sur des durées courtes, inférieures à un an ; et M. Draghi précise que ces opérations d'intervention de la BCE seraient « d'une taille en rapport avec les objectifs visés », ce qui signifie sans doute que la BCE romprait de fait avec sa philosophie antérieure consistant à limiter ses rachats d'obligations publiques temporellement et quantitativement (il s'agit du programme appelé SMP adopté en mai 2010 et suspendu depuis maintenant plus de 4 mois). Mais quand ces nouvelles mesures seront-elles mises en place ? De toute façon, la BCE ne compte pas intervenir si les gouvernements ne font pas correctement leur travail de rétablissement budgétaire et ne font pas la démarche de demander au MES d'intervenir. Or, il se trouve que, le même jour, M. Monti et M. Rajoy déclarent de Madrid où ils se rencontrent que leurs deux pays ne sont pas disposés à demander une telle aide ! Bref, la BCE impose à tous une « douche écossaise », ce qui se traduit immédiatement par un plongeon des Bourses et par une flambée des taux espagnols et italiens. Mais, dès le lendemain, le vendredi 3, les marchés se ravisent en pointant ce que l'on considère plus haut comme un changement de philosophie de la BCE, en comprenant que l'immobilisme de la BCE s'explique en particulier par le souci de ne pas courir le risque d'aléa moral et en prenant aussi en compte l'amélioration de la situation de l'emploi aux États-Unis : c'est ainsi que le CAC40 rebondit dans la journée de +4,38%, ce qui est la deuxième plus forte hausse depuis le début de l'année, après avoir chuté la veille de 2,68%. Par contre, les taux imposés à l'Espagne et à l'Italie restent élevés.

Et c'est également le vendredi 3 que le chef du gouvernement espagnol laisse entendre que son pays est finalement disposé à demander l'aide de la zone euro pour réduire les taux d'intérêt que les marchés lui impose. Mais il demande pour l'instant à la BCE les modalités que cette aide pourrait concrètement prendre.

La fin de la première semaine du mois d'août se termine sur les marchés boursiers par des performances très mitigées : +0,79% pour le CAC40, +0,35% pour le DAX30 ; +1,60% pour le Footsie, -0,07% pour le Dow Jones, +0,33% pour le Nasdaq, -0,13% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2275\$.

Le mardi 7, l'agence S&P abaisse la perspective de la note de la dette publique de la Grèce, de « stable » à « négative », à cause des retards que ce pays met à appliquer le plan exigé par ses créanciers internationaux : la note actuelle CCC pourrait donc être à nouveau dégradée.

Également le mardi 7, lors d'un entretien accordé à une chaîne de télévision allemande, le Président

de l'Eurogroupe J.-C. Juncker, déclare que la sortie de la Grèce « serait gérable mais cela ne veut pas dire qu'elle est souhaitable parce qu'il y aurait beaucoup de risques pour la population en Grèce ».

Le mercredi 8, la Banque de France prévoit dans la publication de son enquête mensuelle de conjoncture que la France est en train d'entrer en récession (puisqu'elle estime que notre PIB va baisser lors de 2 trimestres successifs au moins, lors du second et du troisième de 2012). Mais d'après les tout récents résultats de l'INSEE, la France évite en fait la récession parce qu'elle enregistre une croissance tout juste nulle pour le 2^{ème} trimestre. Est constatée aussi l'aggravation de notre déficit commercial au cours du premier semestre, et spécialement en juin, à cause en particulier de la contraction des exportations industrielles, elle-même due pour l'essentiel à la crise économique en Europe. *À propos du déficit commercial, on peut reprendre ici un raisonnement proposé par François David (dans Le Monde du 21 janvier 2014) qui relativise l'intérêt de cet indicateur pour évaluer la compétitivité d'une économie nationale. Quand on considère les exportations par tête d'habitant, la France est seconde au sein de l'OCDE après l'Allemagne : « un Français exporte 120% de plus qu'un Américain, 33% de plus qu'un Britannique et 8 fois plus qu'un Chinois ! ». Et quand on analyse la part de la France dans le marché mondial, elle est certes passée de 4,5% à 3% mais tous les pays de l'OCDE ont connu une réduction de leur part de manière similaire, essentiellement au profit de la Chine.*

Le jeudi 9, le Conseil constitutionnel donne sa réponse à la question que lui avait posée le 13 juillet le Président Hollande concernant l'éventuelle nécessité de réviser la Constitution pour y inscrire la « règle d'or » comme le recommande le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'UEM signé à Bruxelles le 30 janvier : la révision constitutionnelle n'est pas nécessaire et l'inscription de la règle d'or peut être faite comme le souhaitait F. Hollande dans une simple loi organique. Celui-ci, prenant acte de cette décision, demande aussitôt au gouvernement de préparer dans les meilleurs délais la ratification du traité ainsi que le projet de loi organique.

Dans l'édition du journal Le Monde du 14 août, Jean Pisani-Ferry fait une lecture plus précise de la décision du Conseil constitutionnel qui comporte en effet une alternative : « soit la France se dote d'une règle budgétaire contraignante, de type règle d'or, et elle doit réviser sa Constitution ; soit elle fait reposer le respect des normes européennes de finances publiques sur la mise en place de procédures de décision et d'exécution budgétaires, et elle n'en a pas besoin ». Le commentaire qu'en fait l'auteur de l'article est important : « sans surprise, l'Élysée a immédiatement fait le choix de cette seconde voie. La question qui se pose est désormais de savoir si la réforme sera assez ambitieuse pour assurer la crédibilité budgétaire dont la France a un besoin urgent ». Concrètement, cette crédibilité repose sur le respect des 3% du PIB pour le déficit en 2013. Ce constat n'est rien moins que terrible car cela sera d'autant plus difficile que la conjoncture n'est pas favorable ; or, on sait que les efforts budgétaires nécessaires auront alors en eux-mêmes un effet récessif important, d'où le risque d'un cercle vicieux et du déroulement d'une spirale infernale. Cette spirale est alimentée par le jeu à la fois des stabilisateurs automatiques qui font que cet objectif de 3% est procyclique et par celui des multiplicateurs qui sont d'autant plus élevés que l'on est en phase dépressive et qu'il y a simultanément des politiques d'austérité dans plusieurs États membres. Pour éviter le risque d'une telle spirale, il faudrait, comme le suggère J. Pisani-Ferry, renoncer à fixer des objectifs budgétaires nominaux rigides et décider d'ajuster ces objectifs en fonction de l'évolution conjoncturelle, autrement dit de les définir en termes structurels, ce qui veut dire concrètement les fixer en tenant compte de l'écart entre la croissance effective et la croissance potentielle ; mais cette saine décision est-elle envisageable en fonction de la situation politique de l'UEM ? Il serait possible aussi, comme le propose F. Vergara dans l'édition du journal Le Monde du 4 septembre, de s'inspirer, en l'adaptant aux conditions actuelles, de la solution qu'avaient imaginée Keynes en 1940 et Hansen en 1941 pour faire face aux dépenses de guerre : réduire les dépenses de consommation des ménages en les soumettant à une épargne forcée. Et puisque l'on vient d'évoquer Keynes, posons-nous la question de savoir s'il ne vaut pas mieux avoir l'obsession de la formation des jeunes et du financement des infrastructures que celle de la réduction de la dette publique.

C'est d'ailleurs ce risque de cercle vicieux et de spirale dépressive que la Grèce tente d'éviter, si c'est encore possible, en demandant « un peu d'air » par le report au début 2016 la réalisation de l'équilibre budgétaire. Pour cela, le premier ministre rencontre A. Merkel puis F. Hollande, mais ceux-ci, après s'être eux-mêmes rencontrés à Berlin, restent pour l'instant sur une position relativement ferme en attendant le rapport que « la troïka » doit faire courant septembre sur la situation de la Grèce.

Les indices boursiers montrent des progressions intéressantes sur la deuxième semaine : +3,51% pour le CAC40 (à 3436 points), +5,43% pour le DAX30, +3,34% pour le Fointsie, +2,22% pour le Dow Jones, +3,74% pour le Nasdaq, + 3,93% pour le Nikkei. Ces résultats montrent que les investisseurs sont sans doute rassurés par la stratégie de la BCE mais ils surtout intéressés par les actions qui sont par définition plus risquées que les obligations mais plus rémunératrices aussi en général. L'euro cote 1,2294\$ (cette baisse de l'euro, à laquelle il faut ajouter les conséquences des tensions autour de l'Iran et de la Syrie, explique que le prix du pétrole atteigne des sommets pour les Européens).

Sur les places boursières, la quatrième semaine se termine par des performances toutes orientées à la baisse : le CAC40 avec -1,58%, le DAX30 avec -0,99%, le Footsie avec -1,30%, le Dow Jones avec -0,88%, le Nasdaq avec -0,22% et le Nikkei avec -1,00%. Et l'euro cote 1,2511\$.

Le lundi 27 août, les ministres de l'économie et des finances allemand et français annoncent, pour mieux préparer le Conseil européen de mi-octobre, la formation d'un groupe commun de travail pour étudier à la fois les décisions sur la Grèce et l'Espagne, et les trois grandes questions structurelles que pose depuis un certain temps la situation globale de la zone euro : la supervision bancaire, l'union bancaire et l'intégration européenne. En ce qui concerne la supervision bancaire, la Commission européenne propose qu'elle soit assurée par un Conseil des superviseurs, qui, au sein de la BCE, serait distinct du Conseil des gouverneurs ; il superviserait environ 6 000 banques de la zone euro.

Le lundi 27, lors de l'entretien qu'il accorde au Spiegel, le gouverneur de la Buba critique ouvertement la politique de la BCE lorsqu'elle rachète de la dette publique parce qu'il considère qu'« une telle politique est trop proche d'un financement des États par la planche à billets », avec comme risque une poussée inflationniste, et qu'il ne faut pas « sous-estimer le danger de devenir accro au financement par la banque centrale comme à une drogue » : on retrouve là l'argument allemand de fond, celui du risque d'aléa moral.

Le jeudi 30, la chancelière est en visite à Pékin. *Deux leçons géostratégiques importantes de cette visite peuvent être tirées. D'une part, il apparaît clairement que l'Allemagne est de fait l'ambassadrice de toute l'Europe dans le monde entier. D'autre part, le premier ministre chinois exprime ses inquiétudes sur la situation de la zone euro et son souci de voir les pays de l'Europe du Sud adopter des réformes structurelles. Or, la zone euro a sans doute besoin de l'aide que peut lui apporter la Chine en investissant dans les dettes souveraines européennes. Par conséquent, l'avenir de la zone euro dépend en grande partie du comportement à la fois de l'Allemagne et de la Chine. Sur un plan technique, ces déterminants géopolitiques se traduisent – comme souvent – en termes de change : le sauvetage de la zone euro voudrait d'une part qu'il y ait un rééquilibrage entre les excédents du Nord (de la zone euro) et les déficits du Sud et d'autre part qu'il y ait une réduction du déséquilibre entre la zone euro et la Chine. Or, l'Allemagne et la Chine veulent l'une et l'autre continuer à profiter pleinement de leur compétitivité...*

Le vendredi 31, le Gouverneur de la FED, Ben Bernanke, dresse un tableau assez sombre de l'économie américaine, et comme « les risques des mesures de politique monétaire non traditionnelles semblent maîtrisables », ce qui veut dire qu'un nouvel assouplissement quantitatif (qui serait un « EQ3 ») n'entraînerait pas de tensions inflationnistes, il considère que « nous ne devons pas exclure d'y recourir davantage si la conjoncture économique l'impose ».

Sur les places boursières, les derniers jours du mois d'août se soldent par des résultats plutôt négatifs, comme pour dire que la trêve estivale est bien finie : -0,99% pour le CA40 (à 3413 points), 0% pour le DAX30, -1,13% pour le Footsie, -0,51% pour le Dow Jones, -0,09% pour le Nasdaq et -2,54% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2576\$.

• Septembre 2012 ->

Le mercredi 5, à Francfort, le ministre allemand des finances Wolfgang Schäuble confie lors d'une allocution : « Je suis né à Fribourg. Là-bas, il y a quelque chose qui s'appelle l'école de Fribourg. Cela a un rapport avec l'ordolibéralisme. Et aussi avec Walter Eucken ».

Le jeudi 6, lors de sa réunion mensuelle, le Conseil des gouverneurs concrétise les affirmations fortes faites à l'issue de la réunion du mois précédent à propos de « l'euro est irréversible » et du « on ne défie pas la Banque centrale ». Il décide en effet d'appliquer un nouveau programme de rachat sur le marché secondaire de titres de dette (d'une maturité de 1 à 3 ans, donc courte) des États en difficulté de la zone euro, sans limite de temps ni de quantité, mais sous une stricte conditionnalité (ils doivent demander l'aide du FESF/MSF, s'engager à assainir leurs finances publiques et accepter un droit de regard de la « troïka », sauf qu'une intervention du FMI est jugée souhaitable mais pas nécessairement indispensable). La BCE ne se fixe pas d'objectifs d'écarts de taux par rapport à ceux de l'Allemagne, qui servent de référence. Ce **programme, appelé « OMT »** - Outright Monetary Transactions -, diffère un peu du programme « SMP » - Securities Markets Programm - lancé en mai 2010 pour un total de 210 milliards d'euros, et stoppé en mars 2012 : il n'y a plus de limite quantitative fixée aux rachats de dettes souveraines, la BCE ne sera plus considérée comme un créancier privilégié et elle donnera davantage d'informations au marché sur la nature des opérations effectuées, sur les prix pratiqués et sur les maturités des titres rachetés. On peut néanmoins dire qu'il s'agit du 2^{ème} programme de rachat de dettes souveraines décidé par la BCE. Dans les deux cas, la

BCE réalise une création brute de monnaie mais pas une création nette puisque ses interventions sur le marché secondaire des titres sont « stérilisées » de façon à ce que la masse monétaire n'augmente pas (la BCE peut par exemple émettre des certificats de dette à échéance courte –moins de 12 mois– avec un taux incitant les banques à lui fournir périodiquement des liquidités). Dans les deux cas aussi, la BCE prend soin de présenter ces interventions comme ayant pour but, non pas d'aider les États en difficulté, mais de restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire en empêchant la spéculation à la hausse des taux obligataires, de manière à ce que les modifications des taux directeurs aient bien un impact sur les taux longs. Il n'empêche que ce dispositif est voté à l'unanimité des Gouverneurs moins une voix, celle de Jens Weidmann, gouverneur de la Banque d'Allemagne, qui craint toujours les risques d'inflation et d'aléa moral que comporte une telle stratégie : celui-ci a officialisé son vote négatif peu après la réunion du Conseil, ce qui est la première grande entorse au principe du secret des délibérations du Conseil des gouverneurs de la BCE (rappelons qu'Axel Weber, le prédécesseur de J. Weidmann, avait démissionné pour marquer son opposition au SMP). Il faut dire que la grosse différence entre les deux dispositifs, SMP et OMT, c'est que l'OMT peut se traduire par des interventions d'un montant illimité. Mais l'OMT reste assujéti au principe de la conditionnalité de l'intervention, qui, si elle est trop sévère peut désinciter les pays à demander de l'aide ; et la procédure est lourde, d'où des délais de mise en œuvre préjudiciables. D'un autre côté, en faisant baisser les taux d'intérêt, l'OMT peut désinciter à faire les réformes nécessaires. Et l'OMT aboutit de toute façon à l'engagement des États membres, et par conséquent de leurs contribuables ; ce qui entraîne en définitive une entorse importante à la clause de non renflouement.

Ce programme OMT va au-delà de ce qui avait été anticipé, d'où une réaction immédiatement favorable des marchés, même s'il y a par ailleurs statu quo du côté des taux directeurs alors que leur baisse était attendue ; surtout que la BCE révisé elle-même à la baisse ses prévisions de croissance et que l'inflation dépasse un peu la limite des 2%.

Après cette importante décision de la BCE, il n'est pas étonnant que la semaine, la première du mois, se termine sur les marchés boursiers par des hausses généralisées : +3,11% pour le CAC40 (à 3519 points), +3,5% pour le DAX30, +1,46% pour le Footsie, +1,65% pour le Dow Jones, +2,88% pour le Nasdaq et +0,36% pour le Nikkei. L'euro cote 1,28\$.

Lors de son intervention du dimanche 9, sur TF1, le Président Hollande confirme l'engagement de la France de ramener en 2013 son déficit public à 3% par rapport au PIB, fixe l'agenda et annonce les mesures pour y parvenir. Il prévoit 10 milliards d'euros de diminution de dépenses publiques et 20 d'augmentation d'impôts, partagée également entre les entreprises et les ménages, le tout correspondant à ce que la Cour des comptes avait estimé comme effort global nécessaire.

On constate donc que le Président français ne modifie en rien les engagements pris par la France alors même qu'il reconnaît qu'il faut réviser à la baisse la prévision du taux de croissance pour 2013 (de 1,2% à 0,8%) : ce n'est donc pas 30 milliards qu'il va falloir trouver mais davantage (près de 50 ?), et cela dans le même laps de temps. Est-ce non seulement bien raisonnable mais est-ce tout simplement possible ? Le fait que F. Hollande s'arcboute sur cet objectif de 3% dès 2013 ne peut s'expliquer que par la pression qu'exerce en définitive « cet ennemi qu'est la finance », autrement dit par « la tyrannie des marchés » (il faut dire que pour l'instant ils nous prêtent à des taux imbattables, ce qui nous aide dans notre effort de redressement budgétaire). Mais, si le pari des 3% ne peut pas être tenu, comment ces mêmes marchés réagiront-ils, sans parler des effets délétères sur l'économie et la société française que va avoir forcément cette politique d'austérité ? Surtout que la politique décidée est non seulement déséquilibrée entre les économies sur les dépenses publiques et les hausses d'impôts (10 milliards d'euros d'économies sur les dépenses publiques et 20 milliards de hausses d'impôts –partagées également entre les entreprises et les ménages) mais surtout ce déséquilibre est dans le sens inverse à celui qu'il faudrait puisque, et c'est le rapport de notre Cour des comptes de juillet 2012 qui le dit lui-même, plusieurs études montrent que « que le redressement des finances publiques est plus fort et plus durable lorsqu'il porte sur la maîtrise des dépenses, plutôt que sur le relèvement des impôts et cotisations ». Les études auxquelles la Cour des comptes fait référence sont celles d'organisations internationales, dont le FMI. L'article réputé qu'ont fait paraître en octobre 2009 Alberto Alesina et Silvia Ardagna dans la revue « National Bureau of Economic Research » arrive à la même conclusion : quand on recherche à restaurer les finances publiques, les hausses d'impôts sont beaucoup plus néfastes que la réduction des dépenses publiques en matière d'emploi et de croissance (cette conclusion est nettement confirmée dans le « working paper » que A. Alesina a fait paraître en août 2012, en collaboration avec C. Favero et F. Giavazzi). Et cela sans même évoquer les risques de fuites des capitaux et des cerveaux ni le développement du travail au noir, ni non plus les conséquences de la baisse du moral des entreprises et des ménages. Ces résultats peuvent sembler entrer en contradiction avec la présentation généralement faite du multiplicateur de dépenses et du multiplicateur fiscal (voir ici notre remarque en date du 12 janvier

L'EURO

2012 et voir sur notre site notre document sur la modélisation de l'équilibre macroéconomique) où il apparaît que le premier est plus fort que le second. L'explication de cette apparente contradiction réside dans l'horizon de temps considéré. Dans le court terme, une réduction des dépenses publiques a un effet dépressif plus important qu'une hausse des impôts ; c'est là que se trouve sans doute l'explication du choix du gouvernement. Mais à plus long terme, c'est bien l'action sur les dépenses qui semble être la plus efficace pour redresser les finances publiques tout en ne nuisant pas excessivement à l'activité économique. Car une augmentation de la pression fiscale est mauvaise à la fois pour l'offre et pour la demande. En effet, d'une part, l'augmentation des charges des entreprises réduit d'autant leur marge bénéficiaire et leur capacité de financement, d'où des conséquences négatives sur leurs investissements, sur la compétitivité de l'économie et sur l'équilibre extérieur. D'autre part, l'augmentation des impôts des ménages entraîne une réduction de leur consommation : les entreprises deviennent alors moins profitables et à cause de cela et de la moindre demande leurs capacités de production deviennent excédentaires et elles investissent encore moins. Il faut être conscient qu'une bonne politique économique doit être à la fois une politique de l'offre et une politique de la demande : on marche mieux sur deux jambes que sur une seule. Mais encore faut-il que toutes deux soient bien orientées quand il s'agit de favoriser la croissance et de lutter contre le chômage. Or, augmenter les impôts des entreprises et des ménages consiste à faire à la fois une politique de l'offre récessive et une politique de la demande également récessive ; d'où une spirale négative. Cela dit, le degré de gravité de ces conséquences dépend non seulement de l'impact qu'ont effectivement les hausses d'impôts sur la consommation des ménages et sur les performances des entreprises mais aussi de la conjoncture internationale (à la question de savoir si la demande étrangère peut soutenir l'activité intérieure, les informations actuelles sont guère encourageantes). Par ailleurs, les hausses d'impôts prévues vont faire passer le taux des prélèvements obligatoires de 44,9% à 46,3% du PIB : cela pose la fameuse question du taux de pression fiscale optimale, en relation avec la courbe de Laffer (« trop d'impôt tue l'impôt »).

En date du 18 octobre, le département Analyse et prévision de l'OFCE fait paraître un article d'Éric Heyer, Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Hervé Peléaux et Mathieu Plane, dont l'introduction annonce franchement la couleur – sombre : « En moyenne annuelle, l'économie française devrait croître de 0,1 % en 2012 et de 0,0 % en 2013. Cette performance est particulièrement médiocre et très éloignée du chemin que devrait normalement emprunter une économie en sortie de crise. Quatre ans après le début de la crise, le potentiel de rebond de l'économie française est important : il aurait dû conduire à une croissance spontanée moyenne de près de 3,0 % l'an au cours des années 2012 et 2013, permettant de rattraper une partie de l'écart de production accumulé depuis le début de la crise. Mais cette reprise spontanée est freinée, principalement par la mise en place de plans d'économies budgétaires en France et dans l'ensemble des pays européens. La stratégie de consolidation budgétaire, imposée par la Commission européenne, devrait amputer de près de 6 points de PIB l'activité en France au cours des années 2012 et 2013.

En s'établissant à un rythme éloigné de son potentiel, la croissance attendue accentuera le retard de production accumulé depuis 2008 et continuera à dégrader la situation sur le marché du travail. Le taux de chômage augmenterait régulièrement pour s'établir à 11 % fin 2013.

Par ailleurs, la réduction du déficit budgétaire attendue par le gouvernement de la mise en place de la stratégie de consolidation – objectif de déficit des APU à 3 % de PIB en 2013 – sera en partie rognée par le manque à gagner en recettes fiscales dû à la faiblesse de la croissance. Le déficit public devrait s'établir à 3,5 % en 2013. Si le gouvernement français tenait coûte que coûte à respecter son engagement de déficit budgétaire à 3 %, cela nécessiterait l'adoption d'un nouveau plan de restrictions d'un montant de 22 milliards d'euros. Cette stratégie amputerait l'activité économique dans l'hexagone de 1,2 % en 2013 et engendrerait une hausse supplémentaire du taux de chômage qui frôlerait la barre des 12 % et amplifierait les destructions d'emplois de près de 200 000 ».

Le mercredi 12, la Cour constitutionnelle allemande rejette les différentes plaintes déposées devant elle pour dénoncer le caractère anticonstitutionnel du futur MES : cette décision va donc permettre au Président allemand de signer les textes de loi sur le MES et le Pacte de stabilité que le Parlement avait adoptés fin juin. On peut dire qu'ainsi le dispositif de sauvetage de la zone euro est sauvé ! Mais il ne faut peut-être pas se réjouir trop vite. D'abord, parce que cette décision n'est que provisoire ; la décision définitive interviendra dans quelques semaines. Ensuite, la Cour constitutionnelle pose deux conditions à la ratification du traité : d'une part, elle exige que la contribution de l'Allemagne au MES n'excède pas la limite actuelle de 190 milliards d'euros sans l'accord du Bundestag et d'autre part, il faut que soient communiquées par le MES aux deux chambres (Bundestag et Bundesrat) des informations complémentaires pour éclairer leur décision ; alors que les statuts du MES considèrent que de telles décisions font partie du « secret professionnel » auquel le personnel du MES est tenu. Le Président de l'Eurogroupe, J.-C. Juncker, fixe malgré tout aussitôt, au 8 octobre, la première réunion du Conseil des gouverneurs du MES, qui rassemble les 17 ministres des finances de la zone euro.

L'EURO

Ainsi, en l'espace de quelques jours, la décision venue de Francfort et cette décision venue de Karlsruhe assurent a priori que la zone euro dispose maintenant de moyens puissants pour assurer le sauvetage des pays en difficulté.

Le jeudi 13, étant donné des prévisions orientées à la baisse de la croissance américaine, la Fed s'engage à maintenir son taux directeur quasiment à 0% jusqu'à la mi-2015 au moins et surtout elle lance l'opération « QE3 », c'est-à-dire le troisième « assouplissement monétaire », après ceux de novembre 2009 et de septembre 2011. Celui-ci va porter sur 40 milliards d'euros chaque mois, et jusqu'à ce qu'il y ait clairement des signes de reprise de l'emploi, donc sans limites temporelle ni quantitative, contrairement aux deux précédentes « QE ». Il s'agit de relancer l'activité –via le crédit– en apportant des liquidités supplémentaires en rachetant des dettes hypothécaires, même de mauvaise qualité (et non des emprunts d'État).

Ainsi, avec les décisions prises par la BCE le 6 et celles de la Fed du 14, on constate ces temps-ci un franc activisme des deux Banques centrales qui semble de surcroît correspondre à un changement d'objectif puisque le soutien de l'activité économique devient maintenant plus important que la stabilité des prix.

Le vendredi 14, l'Eurogroupe se réunit à Nicosie : les principaux sujets de discussion s'inscrivent dans un contexte général d'attente, celui de la remise, début octobre, du rapport de la « troïka » à propos de la situation de la Grèce : il se pourrait que l'on accorde un peu de temps supplémentaire pour remplir leurs objectifs de déficit public et de plan de redressement à ce pays ainsi qu'au Portugal ; on demande à l'Espagne si elle va se décider à solliciter une aide financière extérieure ; on évoque aussi le projet d'Union bancaire et la mise en place du MES, qui pourrait intervenir rapidement en faveur de l'Irlande qui demande depuis longtemps qu'on l'aide à sauver certaines de ses banques.

La fin de la deuxième semaine est marquée sur les marchés boursiers par des hausses qui s'expliquent essentiellement par le bon accueil fait aux décisions radicales de la Fed de jeudi : +1,78% pour le CAC40 (à 3582 points), +2,74% pour le DAX30 ; +2,08% pour le Footsie, +2,15% pour le Dow Jones, +1,52% pour le Nasdaq et +3,24% pour le Nikkei. L'euro cote 1,31\$.

Après deux semaines de hausses, les places boursières s'assagissent à la fin de la troisième : -1,42% pour le CAC40 (à 3531 points), +0,53% pour le DAX30, -1,06% pour le Footsie, -0,10% pour le Dow Jones, -0,13% pour le Nasdaq et -0,54% pour le Nikkei. L'euro cote 1,30\$.

Le début de la dernière semaine est marqué par trois informations plutôt inquiétantes. D'abord, alors que le ministère grec de l'économie confirme qu'il pourrait y avoir un rééchelonnement du remboursement des créances que détient la BCE sur son pays, surtout qu'il vient de finaliser un nouveau plan d'économies pour continuer à bénéficier du secours de l'UE et du FMI (d'où d'ailleurs le déclenchement d'une grève générale), la BCE réagit immédiatement en précisant qu'il n'en est pas question parce que cela voudrait dire que la Banque centrale financerait un État membre par création monétaire. Ensuite, l'Allemagne, les Pays-Bas et la Finlande publient un communiqué commun qui conteste la recapitalisation directe des banques en difficulté, ce qui peut remettre en cause le fonctionnement du MES, et par conséquent le traitement de la crise de la dette en Europe. Enfin, le gouvernement espagnol continue à retarder sa demande officielle d'une aide financière de l'UE-FMI. Pour gérer les crises financières de la zone euro, est créé le jeudi 27 est créé le **Mécanisme européen de stabilité, ou MES**, en remplacement à la fois du MESF et du FESF créés en 2010. Le MES affiche un capital de 700 milliards d'euros, dont 80 payables en 5 annuités égales et 620 sont sous forme de capital et garanties appelables.

Le vendredi 28, présentation en Conseil des ministres du premier projet de loi de finances du gouvernement socialiste français. Comme déjà indiqué plus haut, l'objectif reste bien de parvenir à un déficit de 3% maximum dès 2013 et il s'agit de trouver 30 milliards d'euros par des économies de dépenses publiques de 10 et par des hausses d'impôts de 20. L'hypothèse de croissance pour 2013 retenue par le gouvernement est de 0,8%. Le Premier ministre affirme que l'objectif fixé est « réaliste et atteignable » ; et qu'il faut tout faire pour y parvenir, pour éviter que les marchés financiers nous imposent des taux plus élevés, parce que cela pourrait conduire la France sur le même chemin que l'Italie ou l'Espagne.

Il n'empêche que la plupart des économistes conjoncturistes tablent sur une croissance significativement plus faible. Et comme il est difficile de penser que le gouvernement est partisan de la méthode Coué, on peut penser que ses affichages visent en priorité les marchés pour préserver auprès d'eux la crédibilité de notre pays, quitte à devoir plus tard leur expliquer pourquoi le seuil des 3% est dépassé. Revoir à ce sujet nos remarques faites à la date du 9 de ce mois.

La dernière semaine du mois de septembre se solde sur les marchés financiers par des baisses généralisées causées essentiellement par les conséquences pour toute la zone euro des attermoissements de l'Espagne à demander une aide financière (les taux qu'on lui demande retrouvent d'ailleurs le niveau qu'ils avaient avant les mesures décidées par la BCE en début de mois) : -4,98% pour le CAC40 (à 3355 points), -3,16% pour le DAX30, -1,89% pour le Footsie, -1,05% pour le Dow Jones, -2% pour le Nasdaq et -2,63% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2859\$.

• Octobre 2012 ->

Le jeudi 4, la BCE ne modifie pas ses taux et n'annonce pas de nouvelles mesures non-conventionnelles. Son Président rappelle que l'OMT est opérationnel : pour que le dispositif fonctionne, encore faut-il que les gouvernements en expriment le besoin.

Sur les marchés financiers, la première semaine du mois se termine plutôt sur des performances haussières, en particulier grâce à de bonnes nouvelles sur la situation macroéconomique des États-Unis : +3,05% pour le CAC40 (à 3457 points), +2,52% pour le DAX30, +2,25% pour le Footsie, +1,29% pour le Dow Jones, +0,64% pour le Nasdaq et -0,08% pour le Nikkei.

Le lundi 8, en remplacement du FESF, lancement officiel du « MES » à Luxembourg, avec une enveloppe globale de 500 milliards d'euros. Les MES constitue une sorte de FMI à l'échelle de la zone euro.

À cette occasion, l'Eurogroupe exige de la Grèce que lors du Conseil européen des 18 et 19 octobre elle se montre déterminée à tenir ses engagements et n'a pas envisagé de lui consentir des délais supplémentaires. Et la troïka ne cesse de repousser la publication de son rapport dont dépend le versement à la Grèce de la tranche d'aide de 31,5 milliards d'euros en novembre, dont elle a absolument besoin.

Le mardi 9, les députés français votent à une large majorité le « traité européen » - traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) - (477 voix pour et 70 contre), signé à Bruxelles le 2 mars 2012 (voir à cette date), et qui doit entrer en vigueur début 2013. Les sénateurs l'adopteront le jeudi 11 (306 voix pour et 32 contre).

Extraits du TSCG (<http://www.consilium.europa.eu/media/20386/st00tscg26-fr-12.pdf>) :

(...)

ARTICLE 3

1. Outre leurs obligations au titre du droit de l'Union européenne et sans préjudice de celles-ci, les parties contractantes appliquent les règles énoncées au présent paragraphe :

- a) la situation budgétaire des administrations publiques d'une partie contractante est en équilibre ou en excédent ;
- b) la règle énoncée au point a) est considérée comme respectée si le solde structurel annuel des administrations publiques correspond à l'objectif à moyen terme spécifique à chaque pays, tel que défini dans le pacte de stabilité et de croissance révisé, avec une limite inférieure de déficit structurel de 0,5 % du produit intérieur brut aux prix du marché. Les parties contractantes veillent à assurer une convergence rapide vers leur objectif à moyen terme respectif. Le calendrier de cette convergence sera proposé par la Commission européenne, compte tenu des risques qui pèsent sur la soutenabilité des finances publiques de chaque pays. Les progrès réalisés en direction de l'objectif à moyen terme et le respect de cet objectif font l'objet d'une évaluation globale prenant pour référence le solde structurel et comprenant une analyse des dépenses, déduction faite des mesures discrétionnaires en matière de recettes, conformément au pacte de stabilité et de croissance révisé ;
- c) les parties contractantes ne peuvent s'écarter temporairement de leur objectif respectif à moyen terme ou de la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation qu'en cas de circonstances exceptionnelles, telles que définies au paragraphe 3, point b) ;
- d) lorsque le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut aux prix du marché est sensiblement inférieur à 60 % et lorsque les risques pour la soutenabilité à long terme des finances publiques sont faibles, la limite inférieure de l'objectif à moyen terme telle que définie au point b) peut être relevée pour atteindre un déficit structurel d'au maximum 1,0 % du produit intérieur brut aux prix du marché ;
- e) un mécanisme de correction est déclenché automatiquement si des écarts importants sont constatés par rapport à l'objectif à moyen terme ou à la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation. Ce mécanisme comporte l'obligation pour la partie contractante concernée de mettre en œuvre des mesures visant à corriger ces écarts sur une période déterminée.

2. Les règles énoncées au paragraphe 1 prennent effet dans le droit national des parties contractantes au plus tard un an après l'entrée en vigueur du présent traité, au moyen de dispositions contraignantes et permanentes, de préférence constitutionnelles, ou dont le plein respect et la stricte observance tout au long des processus budgétaires nationaux sont garantis de quelque autre façon. Les parties contractantes mettent en place, au niveau national, le mécanisme de correction

visé au paragraphe 1, point e), sur la base de principes communs proposés par la Commission européenne et concernant en particulier la nature, l'ampleur et le calendrier des mesures correctives à mettre en œuvre, y compris en cas de circonstances exceptionnelles, ainsi que le rôle et l'indépendance des institutions chargées, au niveau national, de vérifier le respect des règles énoncées au paragraphe 1. Ce mécanisme de correction respecte pleinement les prérogatives des parlements nationaux.

3. Aux fins du présent article, les définitions énoncées à l'article 2 du protocole (n° 12) sur la procédure concernant les déficits excessifs, annexé aux traités de l'Union européenne, sont applicables.

Par ailleurs, les définitions suivantes sont également applicables aux fins du présent article :

- a) le "solde structurel annuel des administrations publiques" signifie le solde annuel corrigé des variations conjoncturelles, déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires ;
- b) les "circonstances exceptionnelles" font référence à des faits inhabituels indépendants de la volonté de la partie contractante concernée et ayant des effets sensibles sur la situation financière des administrations publiques ou à des périodes de grave récession économique telles que visées dans le pacte de stabilité et de croissance révisé, pour autant que l'écart temporaire de la partie contractante concernée ne mette pas en péril sa soutenabilité budgétaire à moyen terme.

ARTICLE 4

Lorsque le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut d'une partie contractante est supérieur à la valeur de référence de 60 % visée à l'article 1er du protocole (no 12) sur la procédure concernant les déficits excessifs, annexé aux traités de l'Union européenne, ladite partie contractante le réduit à un rythme moyen d'un vingtième par an, à titre de référence, ainsi que le prévoit l'article 2 du règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs, modifié par le règlement (UE) n° 1177/2011 du Conseil du 8 novembre 2011. L'existence d'un déficit excessif dû au non-respect du critère de la dette sera décidée conformément à la procédure prévue à l'article 126 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

ARTICLE 5

Une partie contractante qui fait l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs en vertu des traités sur lesquels l'Union européenne est fondée, met en place un programme de partenariat budgétaire et économique comportant une description détaillée des réformes structurelles à établir et à mettre en œuvre pour assurer une correction effective et durable de son déficit excessif. Le contenu et la forme de ces programmes sont définis dans le droit de l'Union européenne. Leur présentation pour approbation au Conseil de l'Union européenne et à la Commission européenne ainsi que leur suivi auront lieu dans le cadre des procédures de surveillance existantes en vertu du pacte de stabilité et de croissance.

(...)

Un passage important du TSCG est l'article 3, 1-b) : paradoxalement, à un moment où les États membres ont beaucoup de mal à respecter la règle du 3%, le TSCG durcit le PSC en obligeant les pays non seulement à avoir un déficit structurel inférieur à 0,5% mais aussi à inscrire cette nouvelle règle comme dans le marbre. C'est une façon d'affirmer encore plus fortement le principe, tant défendu par l'Allemagne, d'une « communauté de stabilité budgétaire », le PSC hier et le TSCG aujourd'hui devant théoriquement permettre d'éviter un véritable fédéralisme budgétaire, avec un budget commun digne de ce nom et un mécanisme de transferts entre régions et pays. Il s'agit d'un type particulier de fédéralisme, que l'on peut qualifier d'ordolibéral ou, pour reprendre l'expression de Michel Dévoluy, de « tutélaire » puisque l'équilibre budgétaire est défini par des règles et contrôlé par des institutions indépendantes, et que, par conséquent, les parlements nationaux perdent de leur souveraineté budgétaire et que n'existe aucun mécanisme de solidarité fondé sur un budget européen digne de ce nom. Mais si le TSCG ne devient pas un substitut efficace au fédéralisme budgétaire, cela signifie que les « pays du Sud » devront appliquer les actuelles politiques de « dévaluation interne » sur longue période, ce qui peut les conduire à la catastrophe économique et sociale ; à moins de sortir de la zone euro pour pouvoir appliquer une vraie dévaluation ; mais, n'est-ce pas devoir choisir entre la peste et le choléra ? Par ailleurs, sur un plan technique et non plus politico-économique, et comme le note Ph. Askenazy dans sa chronique dans Le Monde du 16 octobre, intitulée « vous avez compris le traité, vous ? », il faut savoir comment est calculé le solde structurel. L'auteur rappelle qu'il y a deux modes de calcul, avec d'ailleurs pour chacun beaucoup de variantes, l'un qui consiste à traiter statistiquement les données expérimentales pour en extraire la composante structurelle, l'autre qui se fonde sur la fonction macroéconomique de production pour évaluer la production potentielle du pays considéré. « Depuis un conseil européen de 2002, c'est la seconde méthode qui prévaut. Mais rien ne prouve sa supériorité par rapport à la première ».

Le hasard du calendrier veut que ce mardi 9 A. Merkel soit en Grèce pour y défendre le principe de politiques de rigueur et de structures et que le FMI fasse paraître des prévisions relativement sombres de croissance pour l'économie mondiale en mettant en garde contre les politiques d'austérité qui peuvent aggraver la situation dans les pays où la croissance n'est pas suffisante.

Le mercredi 10, l'Assemblée nationale française adopte la loi organique mettant en application le traité européen qui vient d'être ratifié.

L'EURO

« La loi organique met en place un Haut Conseil des finances publiques qui donnera son avis sur les prévisions macroéconomiques sous-jacentes au Projet de Loi de Finances, au Projet de Loi de Financement de la Sécurité Sociale, aux Projets de Loi de Finances rectificatives, au Programme de stabilité que la France doit fournir aux instances européennes, à la Loi de programmation. Il évaluera le respect des engagements européens de la France ; il vérifiera que le PLF est conforme à la trajectoire annoncée dans la loi de programmation. Il donnera son avis sur l'évocation de « circonstances exceptionnelles ». Présidé par le Président de la Cour des comptes, le Haut conseil comprendrait quatre magistrats de la Cour des comptes et quatre membres désignés en raison de leur compétence en matière de finances publiques par les présidents de l'Assemblée nationale, du Sénat et des deux commissions des finances. Cette prédominance de la Cour des comptes est problématique. Les magistrats de la Cour des comptes ne sont pas a priori des experts en macroéconomie ; ils sont souvent, par fonction, plus attachés à l'équilibre des finances publiques qu'à la croissance et à l'emploi ». (Blog de l'OFCE du 12 octobre).

Le même jour, l'agence S&P dégrade de 2 crans la note de la dette publique espagnole, de BBB+ à BBB-, ce qui la place à un seul cran de la catégorie des obligations « pourries ».

Le jeudi 11, A. Merkel semble adoucir sa position en reconnaissant que son pays pourrait jouer en quelque sorte le rôle de « locomotive » pour l'économie européenne en évoquant une possible politique de relance par la consommation intérieure.

La deuxième semaine se termine sur les marchés boursiers par des reculs non négligeables, à cause tout à la fois de la situation de l'Espagne (dont la note vient d'être portée à la limite des investissements « pourris » et dont on attend toujours une demande officielle d'aide) et de la Grèce (qui finit sa cinquième année consécutive de baisse de son PIB et pour laquelle se développe un consensus pour lui accorder un délai supplémentaire pour la réalisation des objectifs qu'on lui impose pour ses finances publiques), ainsi que de résultats d'entreprises qui expriment le profond climat d'incertitudes dans lequel on se trouve : -1,97% pour le CAC40 (à 3389 points), -2,24% pour le DAX30, -1,32% pour le Footsie, -2,07% pour le Dow Jones, -2,94% pour le Nasdaq et -3,29% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2951\$.

Le mercredi 17 octobre, la « troïka » publie un communiqué annonçant qu'un accord est intervenu avec le gouvernement de la Grèce pour que puissent être versés les 31,5 milliards dont ce pays a besoin : ainsi se termine positivement un feuilleton commencé il y a plusieurs mois. Reste que la Grèce souhaite toujours avoir un délai supplémentaire pour réaliser les objectifs qu'on lui a dictés pour son déficit et sa dette car elle est loin d'être sortie des difficultés comme le prouvent sa récession qui perdure et son chômage qui s'aggrave.

Le jeudi 18 octobre donne la démonstration des divergences entre la France et l'Allemagne puisque ce même jour paraît un entretien important du Président français et une déclaration non moins marquante est faite par la Chancelière allemande.

Dans son édition du 18 octobre, le journal Le Monde fait paraître un entretien donné par le Président Hollande. On peut en retenir les points suivants :

- Le Président de la République française considère que le débat Europe des Nations-Euroe fédérale était d'actualité quand l'Europe était à 6 mais qu'il ne l'est plus avec une Europe à 27 : il se prononce pour une Europe qui avance à plusieurs vitesses.
- F. Hollande veut substituer aux « sommets prétendument de la dernière chance » une réunion mensuelle des chefs d'État et de gouvernement de la zone euro : ce conseil « permettra de mieux coordonner la politique économique et de prendre pays par pays les décisions appropriées ».
- En ce qui concerne l'UE, il la définit comme « un espace politique de solidarité, un grand marché, une volonté de convergence économique, sociale, culturelle » (...) mais cette union large ne doit pas empêcher des coopérations renforcées (...) ce sera le cas avec la taxe sur les transactions financières ».
- « L'union politique, c'est après, c'est l'étape qui suivra l'union budgétaire, l'union bancaire, l'union sociale. Elle viendra donner un cadre démocratique à ce que nous aurons réussi de l'intégration solidaire ».
- Concernant l'échéance possible pour une telle union politique, F. Hollande répond : « Après les élections européennes de 2014. L'enjeu de cette consultation, ce sera l'avenir de l'Union ».
- À propos du comportement de l'Allemagne face au sauvetage des pays en

difficulté : « Cessons de penser qu'il n'y aurait qu'un pays qui paierait pour tous les autres. C'est faux ! En revanche, je sais la sensibilité de nos amis allemands au problème de la surveillance. Qui paie doit contrôler, qui paie doit sanctionner. Je suis d'accord. Mais l'Union budgétaire doit être parachèvement par une mutualisation partielle des dettes, à travers de eurobonds ».

De son côté, la Chancelière Merkel demande lors de son intervention au Bundestag la désignation d'un super-commissaire européen qui aurait un droit de veto sur les budgets nationaux des États membres, autrement dit un droit d'ingérence dans leurs finances publiques.

Par conséquent, à la veille de la réunion du Conseil européen, on constate une sorte de dialogue de sourds entre l'un qui veut l'accélération de l'union bancaire et l'autre qui veut le durcissement du contrôle budgétaire. A. Merkel oppose à la volonté française d'accélérer l'union bancaire le souci de privilégier « la qualité à la vitesse » et F. Hollande s'oppose à la volonté allemande de durcir le contrôle budgétaire en rétorquant que « le sujet du conseil n'est pas l'union budgétaire, c'est l'union bancaire » et qu' « un super-commissaire avec des superpouvoirs, c'est un nouveau traité ». Et d'ajouter que « s'il était mis en commun des ressources supplémentaires ou créé des eurobonds, alors assez légitimement il y aurait des contrôles plus stricts à introduire. Mais nous n'en sommes pas là ». C'est donc aussi pour le président français une question de calendrier...

Les jeudi 18 et vendredi 19, réunion à Bruxelles du Conseil européen.

Dans la nuit de jeudi à vendredi, un compromis –spécialement entre la France et l'Allemagne- est trouvé sur l'union bancaire pour que la BCE assure la supervision des 6 000 banques de la zone euro (le contrôle quotidien serait assuré par les banques centrales nationales mais la BCE aurait la possibilité d'intervenir de manière discrétionnaire sur tout établissement bancaire). Ainsi, toutes les banques de la zone euro seraient concernées –y compris les banques régionales allemandes- et pas seulement les plus importantes d'entre elles (celles qui sont dites « systémiques »). Le cadre légal sera arrêté en fin d'année pour une mise en œuvre progressive au cours de 2013, pour que la supervision par la BCE soit totale au début 2014. Ce calendrier fait que la recapitalisation des banques directement par le fonds de secours ne pourra pas se faire dès le début de 2013, ce qui retarde en particulier le sauvetage des banques espagnoles, d'où l'alourdissement prévisible de la dette de l'État espagnol ; c'est également un « coup dur » pour l'Irlande, le Portugal et la Grèce (notons ici que les dettes bancaires pèsent trois fois plus que les dettes souveraines). *Paradoxalement, la question de la recapitalisation était un point de discordance entre la France et l'Allemagne, celle-ci faisant de la supervision bancaire un préalable alors qu'en même temps elle voulait que cette supervision ne concerne que les banques systémiques, en prenant la taille comme argument majeur. En réalité, l'Allemagne ne souhaitait pas que la supervision puisse concerner ses caisses d'épargne et ses banques régionales (les « Landersbanken ») parce que bon nombre d'entre elles sont dans une situation financière délicate ; de plus, son argument est contestable dans la mesure où les banques les plus importantes sont en général celles qui sont le mieux contrôlées : la crise peut plutôt venir des banques de taille plus réduite. Au total, le résultat du Conseil est bien un compromis : toutes les banques seront a priori concernées par la supervision de la BCE mais le dispositif va être mis en place de manière graduelle, en commençant par les banques des pays qui bénéficient d'un programme d'aide ; et il sera prêt début 2014, c'est-à-dire après les élections législatives allemandes. La BCE a d'ailleurs donné un argument facilitant le compromis en précisant que la mise en place du dispositif lui demandera entre 6 mois et un an.*

Cela dit, le résultat de ce Conseil européen constitue malgré tout une avancée, non seulement parce que la supervision bancaire est une importante étape vers l'union bancaire mais aussi parce qu'il s'agit d'un progrès dans la gestion fédérale de la zone euro, surtout lorsqu'on y ajoute les décisions de début septembre de la BCE qui font d'elle pratiquement un PDR. D'ailleurs, les marchés ne s'y trompent pas puisque la prime de risque sur la dette espagnole diminue aussitôt. En effet, comme la recapitalisation des banques va pouvoir être assurée directement par le MES, la marche vers l'union bancaire va permettre à la fois de dissocier les dettes souveraines et les dettes bancaires et de ne pas alourdir le ratio de endettement public des pays en difficulté.

Les marchés boursiers pensent-ils que les conclusions du Conseil européen sont encourageantes ? En tous les cas, ils terminent l'avant-dernière semaine du mois sur des performances très satisfaisantes : +3,41% pour le CAC40, (à 3505 points), +2,05% pour le DAX30, +1,77% pour le Footsie, +0,71% pour le Dow Jones, -1,26% pour le Nasdaq, +5,49% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3024\$.

Mais, inquiétés par les mauvaises performances des grandes entreprises américaines, dues d'ailleurs essentiellement aux difficultés de l'économie européenne, les marchés financiers terminent le mois sur des scores négatifs : -1,98% pour le CAC40 (à 3435 points), -2,02% pour le DAX30, -1,52% pour le Footsie, -1,77% pour le Dow Jones, -0,59% pour le Nasdaq et -0,77% pour le Nikkei. L'euro cote

1,2939\$.

- Novembre 2012 ->

Lors de la première semaine du mois de novembre, les marchés boursiers continuent leurs mouvements de « yo-yo » puisqu'ils terminent plutôt sur des gains, après les résultats négatifs de la semaine précédente : +1,67% pour le CAC40 (à 3492 points), +1,83% pour le DAX30, +1,06% pour le Footsie, -0,11% pour le Dow Jones, -0,69% pour le Nasdaq, +1,32% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2832\$.

À partir du « *rapport Gallois* » sur le « Pacte pour la compétitivité de l'industrie française », demandé en juillet et remis le 5, le Premier ministre français détaille le mardi 6 les mesures décidées au titre du « pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi ». Parmi ces mesures, il y en a particulièrement une qui tout à la fois surprend les observateurs et suscite de fortes réactions au sein de la majorité présidentielle, c'est l'augmentation de la TVA à compter du début 2014 pour compenser la réduction des charges sociales pesant sur le travail (taux normal : 19,6% -> 20%, taux intermédiaire : 7% -> 10% mais taux réduit : 5,5% -> 5%). Car, même si les trois taux évoluent de manière ciblée, c'est d'une certaine façon le retour de la TVA sociale, mise en place par la précédente majorité et abrogée par l'actuelle au printemps... Le pacte prévoit aussi de diminuer les dépenses publiques de 10 milliards € supplémentaires !

Pratiquement au même moment, donc sans pouvoir tenir compte des ces dernières mesures annoncées par Paris, la Commission européenne fait paraître des prévisions de croissance pour la France en 2013 : 0,4%, alors que le gouvernement avait, il y a peu, révisé à la baisse les siennes en prévoyant 0,8% pour élaborer son projet de budget 2013... On peut aussi se poser la question de savoir si l'Allemagne va porter sur ce pacte un avis positif susceptible de lui redonner confiance dans les chances de la France d'honorer ses engagements.

Le mercredi 7, le Président américain B. Obama remporte les élections et va donc commencer son deuxième –et dernier- mandat. Dans son discours, Obama déclare que « le meilleur reste à venir ». Il est souhaiter que l'avenir lui donne raison car, au même moment, plusieurs observateurs évoquent le risque d'un « remake » de la crise des subprimes, non plus avec l'endettement privé pour l'accession à la propriété mais avec l'endettement privé des étudiants pour le financement de leurs études.

C'est également ce mercredi 7 que le Parlement grec adopte un programme d'austérité supplémentaire (de 18 milliards € d'économies d'ici à 2016) pour pouvoir recevoir la prochaine tranche d'aide (de 31 milliards) sans laquelle la Grèce serait rapidement en cessation de paiement (notons que quelques jours auparavant, la Banque mondiale a indiqué qu'elle va fournir une assistance technique à la Grèce).

C'est aussi ce mercredi 7 qu'est signé entre la Banque européenne d'investissement (BEI) et la Commission européenne l'accord créant les obligations de projet (project bonds) : <http://www.eib.org/products/project-bonds/index.htm>.

Le jeudi 8, lors de la réunion mensuelle de son Conseil des Gouverneurs, la BCE ne change rien à sa politique actuelle : statu quo pour ses taux directeurs et elle reste prête à utiliser son OMT (mais on apprend que l'Espagne vient de réussir à boucler plus tôt que prévu son programme de financement pour 2012, ce qui lui évite de demander de l'aide, tout au moins pour l'instant).

Une décision de la BCE doit être cependant notée : le *renouvellement des billets*. La nouvelle série, baptisée « Europe », a pour but de remplacer des billets qui datent maintenant d'un peu plus de 10 ans et elle va permettre de renforcer les systèmes de sécurité. Les nouveaux billets vont être mis en circulation à partir de mai 2013 et ils coexisteront un certain temps avec les anciens ; les coupures des nouveaux correspondront au départ à celles des anciens avant d'être progressivement renouvelées par ordre croissant selon un calendrier non encore annoncé.

Le lundi 12, le parlement grec adopte le budget pour 2013 qui entérine le nouveau programme d'austérité et c'est ce même jour que l'Eurogroupe se réunit pour décider si la Grèce remplit les conditions pour recevoir l'aide sur laquelle elle compte (elle doit faire face dès ce vendredi à un remboursement de 5 milliards €...). Mais cette réunion donne lieu à une opposition entre les positions du FMI, représenté par sa Directrice générale Ch. Lagarde, et celle des responsables de la zone euro. Les créanciers de la Grèce ne sont pas d'accord sur les façons de financer le coût supplémentaire (de

32,6 milliards d'euros) du report de 2 ans la réalisation des objectifs de désendettement : le FMI propose une restructuration de la dette grecque détenue par les États membres de la zone euro et par la BCE mais les uns et les autres ne veulent pas payer davantage. L'Allemagne exige même la mise en place d'un « compte séquestre » pour gérer les finances publiques grecques (un compte séquestre est une forme de compte bloqué, crédité des sommes correspondant à l'aide internationale accordée, de façon à s'assurer qu'elles servent bien au remboursement des intérêts de la dette : c'est une forme de mise sous tutelle économique).

La deuxième semaine se termine sur toutes les principales places avec des évolutions négatives : -1,97% pour le CAC40 (à 3424 points), -2,72% pour le DAX30, -1,68% pour le Footsie, -2,12% pour le Dow Jones, -2,59% pour le Nasdaq et -3,24% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2710\$.

La situation en Europe (situation de la Grèce et de l'Espagne, inquiétude de l'Allemagne sur la celle de la France, mauvaises perspectives économiques pour toute la zone euro) et l'approche du risque de « falaise fiscale » aux États-Unis sont les principales explications. L'expression « falaise fiscale » vise la situation de blocage qui pourrait exister à la fin de l'année en ce qui concerne les décisions à prendre en matière de réduction du déficit public entre le Président Obama –démocrate- et le Congrès –à majorité républicaine- ; car si aucun accord n'est trouvé, il y aurait application automatique d'un programme de coupes budgétaires et d'annulation d'exemptions fiscales.

Le mercredi 14, à l'initiative de la Confédération européenne des syndicats, se déroulent dans les divers États-membres des manifestations importantes et parfois même violentes pour protester contre la politique d'austérité. Et pendant ce temps-là, la Chancelière allemande multiplie les contacts avec de nombreux responsables européens pour défendre les deux thèmes pour elle essentiels : la discipline budgétaire et les réformes structurelles.

Le samedi 17, « The Economist » prend le relais des inquiétudes allemandes sur les perspectives de l'économie française en considérant celle-ci comme « la bombe à retardement au cœur de l'Europe ». Il n'empêche que la France continue à bénéficier sur les marchés financiers de taux d'intérêt très bas : ainsi, notre pays vient d'emprunter sur 2 et 5 ans respectivement à 0,10% et 0,76%, taux jamais enregistrés auparavant. L'explication est que notre dette continue à apparaître aux yeux des investisseurs comme le « deuxième meilleur choix » après la dette allemande : le pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi décidé très récemment par le gouvernement vient d'ailleurs de renforcer cette appréciation positive, mais l'évolution à venir des taux va directement dépendre du respect des différents engagements qu'il a pris et qu'il ne cesse de réaffirmer.

La troisième semaine se termine sur les places boursières par des performances négatives parce que les investisseurs ont leur horizon bouché, bouché d'un côté par la falaise fiscale américaine et bouché d'un autre côté par l'incapacité des créanciers de la Grèce à se mettre d'accord pour résoudre le problème de sa dette publique, sans parler des autres difficultés de la zone euro : -2,40% pour le CAC40 (à 3342 points), -2,97% pour le DAX30, -2,84% pour le Footsie, -1,77% pour le Dow Jones, -1,78% pour le Nasdaq mais +3,04% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2743\$.

Dans la nuit du lundi 19 au mardi 20, l'agence Moddy's dégrade d'un cran la dette souveraine française, qui passe ainsi de Aaa à Aa1, en la maintenant sous perspective négative, comme elle l'avait déjà décidé le 13 février, ce qui est peut-être le plus grave puisque cela laisse la porte ouverte à une nouvelle dégradation, et que cette annonce intervient pourtant 15 jours après que le gouvernement français ait annoncé le pacte de compétitivité. Ainsi, c'est la deuxième agence de notation, après Standard & Poor's le 13 janvier, qui dégrade la dette publique de la France (actuellement, l'agence Fitch a seulement placé notre dette sous perspective négative). Moddy's motive sa décision essentiellement par la perte « graduelle et soutenue » de compétitivité, par le manque de réformes structurelles importantes, notamment en matière de marché du travail, et par des perspectives peu favorables concernant la croissance à moyen et long terme, ce qui rend les « perspectives budgétaires incertaines ».

Dans la nuit du mardi 20 au mercredi 21, la nouvelle réunion sur le sauvetage de la Grèce de l'Eurogroupe avec le FMI se termine encore sur un échec, après 11 heures de négociations, et un rendez-vous est pris pour le lundi suivant...

La Grèce approche donc de plus en plus du moment fatidique ; elle est de fait insolvable et il est de plus en plus évident que le passage de la dette grecque en dessous du niveau de 120% du PIB, considéré comme le niveau permettant à la dette d'être à peu près soutenable, ne pourra pas avoir lieu avant 2022 et non en 2020 comme prévu. La restructuration

L'EURO

de la dette grecque s'avère incontournable à plus ou moins brève échéance. C'est d'ailleurs ce que préconise le FMI mais c'est ce à quoi se refuse l'Eurogroupe parce que ce serait cette fois-ci au détriment des créanciers publics (États membres et BCE). Notons que l'on écarte ici d'office une solution de type argentin consistant à faire défaut (la cessation de paiements est déclarée le 23 décembre 2001, suivie quelques jours plus tard par une brutale dévaluation). Certes cette solution a plutôt réussi à l'Argentine mais la Grèce est dans une bien plus mauvaise situation que l'Argentine à l'époque, que ce soit pour sa balance extérieure, sa compétitivité, ses capacités exportatrices (l'industrie grecque ne représente que 6% de son PIB) ou encore pour ses finances publiques. De plus, la sortie de la zone euro de la Grèce qui serait alors inévitable mettrait à mal toute la zone euro, en particulier au niveau de son système bancaire.

Comme l'écrit Romaric Godin dans *La Tribune* du 21 de ce mois, « Depuis deux ans, l'habitude s'est ancrée de voir les dirigeants européens chercher péniblement des consensus qui, une fois qu'ils sont atteints, ne conduisent qu'à gagner du temps et à repousser les problèmes à plus tard. Le cas de la Grèce, sur lequel ont achoppé une nouvelle fois les ministres des Finances de la zone euro est très parlant. En mai 2010, on a refusé de prendre l'ampleur réelle du problème de la dette grecque. On a pensé que des crédits bilatéraux régleraient l'affaire le temps de réaliser les "ajustements nécessaires". Cet aveuglement devant le montant démesuré de la dette hellénique, devant la réalité de l'administration grecque et devant les effets d'une politique d'ajustement budgétaire n'a jamais vraiment quitté les Européens. (...) Les programmes d'aides aux pays en difficulté de la zone euro sont multiples et engagent les investisseurs, les États et les institutions internationales à des niveaux différents. Pour le moment, la facture potentielle pour les États approche déjà les 380 milliards d'euros. Difficile d'établir une facture globale de la crise de l'euro. En grande partie parce que la crise elle-même n'est pas terminée... Une chose est en tout cas certaine : pour le moment, si l'on exclut son coût social, le « sauvetage de la monnaie unique » n'a pas coûté un centime aux pouvoirs publics. Les seuls à avoir perdu de l'argent sont les détenteurs privés de dette grecque qui ont « volontairement » dû réduire la valeur nominale de leurs créances de 105,4 milliards d'euros en mars dernier ».

Le vendredi 23, les discussions du Conseil européen à Bruxelles sur le budget européen échouent rapidement, en particulier à cause des positions de Paris et de Londres radicalement opposées (F. Hollande défend le financement de la PAC et veut remettre en cause les avantages dont bénéficie en particulier le Royaume-Uni, ce dont D. Cameron ne veut pas entendre parler, en demandant de surcroît des économies budgétaires.

L'avant-dernière semaine du mois se termine sur les places boursières sur des hausses paradoxalement très fortes : +5,50% pour le CAC40 (à 3529 points), +5,16% pour le DAX30, +3,81% pour le Footsie, +3,35% pour le Dow Jones, +3,99% pour le Nasdaq et +6,08% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2909 \$.

Comme prévu, l'Eurogroupe, le FMI et la BCE se retrouvent le lundi 26 pour traiter le cas grec. Après 13 heures de négociations, une solution est enfin trouvée pour éviter à la Grèce un défaut de paiement : elle va recevoir l'aide reportée depuis juin, et même davantage : 34,4 milliards en décembre et 12 milliards en 2013, par tranches. Mais, contrairement à ce que préconise le FMI, il n'est pas décidé de restructurer la dette grecque et la solution résulte d'un ensemble complexe de mesures : la réduction des taux d'intérêt et l'allongement de la durée des prêts bilatéraux et des prêts accordés par le FESF, le rachat par la Grèce, à un prix décoté, de ses titres obligataires détenus par des investisseurs privés et l'abandon à la Grèce des profits réalisés par la BCE sur le SMP (Securities Market Program). Toutes ces mesures devraient permettre de ramener le ratio de dette publique de la Grèce à 124% du PIB en 2020, comme le veut le FMI.

Ces mesures sont bien jugées par les investisseurs : sur les places boursières, le mois de novembre se termine par des scores positifs : +0,81% pour le CAC40 (à 3557 points), +1,32% pour le DAX30, +0,82% pour le Footsie, +0,12% pour le Dow Jones, +1,46% pour le Nasdaq et +0,85% pour le Nikkei.

C'est également le 30 novembre que l'agence Moody's dégrade d'un cran le FESF et le MES (mécanisme européen de stabilité), de Aaa à Aa1, avec « perspectives négatives ». Autrement dit, le FESF et le MES perdent leur « triple A ». Cette décision de Moody's est la conséquence de la dégradation de la France il y a une dizaine de jours (la France entre pour 20,4% dans le MES, et l'Allemagne pour 27,1%). Les responsables européens admettent d'autant moins cette décision pour le MES que celui-ci bénéficie d'une structure de capital plus sûre que le FESF.

Comme le dira Norbert Gaillard dans un entretien donné à « *La Tribune* » le 1^{er} décembre, « Concernant le FESF, il faut noter que paradoxalement, il avait besoin de cette dégradation pour pouvoir emprunter ! En effet, les statuts du Fonds européen de stabilité financière précisent bien que ses émissions doivent être couvertes à 100% par les États ayant une note supérieure ou égale à la sienne. Après calcul, cela veut dire que le FESF est en mesure d'emprunter dès lors qu'un

L'EURO

peu plus de 60% des États garants de la zone euro ont une note supérieure ou égale à la sienne. Mais avec la dégradation de la France, ce n'était plus le cas ! On voit que la dépendance aux agences de notation est véritablement ubuesque. Cela devient délirant ».

• Décembre 2012 ->

Le dimanche 2, la chancelière allemande semble accepter, lors d'un entretien, l'idée d'une restructuration à terme de la dette grecque, alors qu'elle considérait jusque là que cette solution est pour l'Allemagne inenvisageable.

Le mercredi 5, l'agence S&P place la Grèce en « défaillance partielle » (en la faisant passer de CCC à SD), c'est-à-dire à un cran seulement du défaut de paiement.

Le jeudi 6, la BCE laisse inchangés ses taux directeurs, mais après une réunion du Conseil des Gouverneurs où il n'y a pas eu unanimité selon les propos de son Président (d'où une fébrilité chez les investisseurs et chez les cambistes). La BCE a été sans doute très près de baisser ses taux. Il faut dire que ses services viennent de revoir à la baisse leurs prévisions pour la conjoncture de la zone euro en 2012 et 2013 : -0,5% et -0,3% pour l'évolution du PIB de la zone, qui sont des chiffres plus bas que ceux à la fois de la Commission européenne, de l'OCDE et du FMI ; et que l'inflation est bien inférieure à la limite des 2% à moyen terme.

C'est ce même jeudi 6 que le Président du Conseil européen, Herman Van Rompuy, fait connaître les trois grands thèmes qui devraient être au centre des discussions du prochain Conseil, les 13 et 14 décembre, à savoir et en allant du court au moyen-long terme : la supervision intégrée bancaire, la mise en place d'un fonds et d'une autorité de résolution des crises bancaires et un budget propre à la zone euro.

La première semaine se termine sur les places boursières avec des performances emplies d'optimisme : + 1,36% pour le CAC40, ce qui l'amène à plus de 3605 points, valeur jamais atteinte depuis fin juillet 2011, +1,52% pour le DAX30, +0,81% pour le Footsie, +0,99% pour le Dow Jones, -1,07% pour le Nasdaq et +0,86% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2950\$.

Le samedi 8, le Président du Conseil italien M. Monti annonce sa démission après que S. Berlusconi ait pris la décision de ne plus soutenir le gouvernement et même de se représenter au poste de Président du Conseil. Les marchés réagiront dès le début de la semaine qui suit par une élévation du rendement des emprunts publics italiens.

Le lundi 10, les principaux responsables européens se retrouvent à Oslo pour la remise du Prix Nobel de la Paix à l'UE.

Les 12 et 13, réunions extraordinaires à Bruxelles de l'Écofin et de l'Eurogroupe. Il en ressort deux avancées importantes.

D'abord, la décision de verser à la Grèce une aide de 34,3 milliards d'euros, première tranche d'un prêt global de 49,1 milliard. Cette décision, entérinée par le FMI qui considère que la dette grecque est désormais soutenable à l'horizon 2020, va permettre à la Grèce de recevoir des fonds qu'elle attend depuis plusieurs mois.

Ensuite, un accord est enfin obtenu –après une nuit de négociations- sur le premier étage de l'union bancaire : la supervision des banques centralisée par la BCE. Il y avait un différend entre la France qui voulait que toutes les banques entrent dans le périmètre de cette supervision centralisée et l'Allemagne qui ne voulait que ne soient l'objet de la supervision que les plus grandes banques. Le compromis trouvé fait que la supervision centralisée au niveau de la BCE ne concernera que les 200 plus grandes banques (sur les 6200 que compte la zone euro), c'est-à-dire celles dont l'actif bilantiel dépasse 30 milliards d'euros et/ou représentent au moins 20% du PIB de leur pays ; les autres restent soumises aux superviseurs nationaux. Les pays de l'UE non membres de la zone euro peuvent adhérer au mécanisme ; et pour être en conformité avec les textes sur la BCE, il est prévu que le pilotage de ce mécanisme soit assuré par un Conseil de supervision distinct du Conseil de gouverneurs et au sein duquel les pays non membres de la zone euro pourront siéger. Par ailleurs l'Angleterre, qui, comme la Suède et la République tchèque, ne participera pas au mécanisme, craignait ne plus avoir tellement voix au chapitre en matière de régulation financière : elle obtient en sa faveur la réforme des droits de vote au sein de l'Autorité bancaire européenne (ABE).

Les 13 et 14, donc immédiatement dans la foulée de la réunion des ministres de l'économie, se réunissent les chefs d'État et de gouvernement. Mais les résultats font l'effet d'une douche écossaise :

alors que la réunion de l'Écofin et de l'Eurogroupe marque un progrès important avec le lancement de la supervision bancaire centralisée au niveau de la BCE, celle du Conseil européen est décevante. Il n'y a aucune avancée sur la mutualisation des dettes, sur les eurobonds, sur le budget propre à la zone euro ou sur la réforme des traités, et il est demandé à H. Van Rompuy de faire d'ici juin 2013 un calendrier moins ambitieux que celui qu'il avait conçu lors de la préparation de cette réunion. Deux seuls points positifs sont un accord de principe sur la mise en place de contrats voulus par l'Allemagne pour encadrer les réformes structurelles dans les différents pays et la décision de passer à la deuxième phase de l'union bancaire avec la mise au point d'un mécanisme unique de résolution des crises bancaires.

Le jeudi 13, la Fed décide non seulement de maintenir ses taux à leur niveau plancher mais surtout de lier sa politique monétaire au taux de chômage : elle ne la modifiera pas tant que le taux de chômage ne descend pas à 6,5%, à condition bien sûr que l'inflation reste sous contrôle. Dans le même temps, il est question que la Banque d'Angleterre prenne comme objectif de sa politique monétaire non plus taux d'inflation mais un taux de croissance du PIB en termes nominaux.

Ainsi, face à la Fed et à la Banque d'Angleterre qui sont sur le point de redéfinir en profondeur les objectifs de leur politique monétaire, la BCE apparaît encore une fois en retrait, attachée qu'elle reste à son objectif d'inflation sur le moyen terme, même si ses dernières décisions marquent une nette évolution puisqu'elles font clairement d'elle un PDR.

Sur les places boursières, la deuxième semaine se termine sur des résultats plutôt positifs, malgré l'incertitude née de la situation politique italienne et de l'évolution de l'économie espagnole : +1,04% pour le CAC40 (à 3643 points), +1,05% pour le DAX30, +0,12% pour le Footsie, -0,15% pour le Dow Jones, -0,23% pour le Nasdaq et +2,21% pour le Nikkei. L'euro cote un peu plus de 1,30\$.

La trêve de Noël se traduit sur les marchés boursiers par des résultats positifs : +0,50% pour le CAC40 (à 3661 points), +0,52% pour le DAX30, +0,3#% pour le Footsie, +0,43% pour le Dow Jones, +1,67% pour le Nasdaq et +2,08% pour le Nikkei.

Sur l'ensemble de l'année 2012, le CAC40 a progressé de +15,23% (contre une chute de 16,95% en 2011), le DAX30 de 29,06%, le Footsie de 5,84%, le Dow Jones de 7,31% et le Nikkei de 22,94%. Autant dire que l'année 2012 se termine bien sur les places boursières. Le fait que le risque d'implosion de la zone euro s'éloigne y est pour beaucoup. Comme le dira dans tous les premiers jours de 2013 le Président de la Commission européenne M. Barroso, « l'année 2012 a terminé sur une note positive pour l'UE. Je pense qu'il est légitime de dire que la perception de risque dans la zone euro a disparu ».

ANNEXE SUR LA SITUATION DE LA ZONE EURO FIN 2012

La zone euro est très malade, au point même que l'on se pose la question de savoir si elle va pouvoir survivre. Les questions d'établir le diagnostic et de forger un pronostic sont forcément très difficiles, la seconde d'ailleurs encore bien davantage que la première. Cela dit, ces deux questions ont le mérite d'être pédagogiques dans la mesure où elles vont nous permettre d'essayer de mieux comprendre cette crise et de nous convaincre que le destin s'enracine dans l'histoire. Comme le dit Sénèque, « c'est le passé qui doit conseiller l'avenir » (60 ans environ avant J.C.).

Pour traiter ces deux questions, il faut faire preuve d'une grande humilité : en économie, c'est d'abord et avant tout l'histoire des faits économiques et sociaux qui tient lieu de méthode expérimentale pour tester les analyses théoriques et les politiques économiques. D'une certaine façon, il y a toujours un lien étroit entre les crises économiques et les crises de la science économique. De plus, l'économie n'embrasse pas, loin de là, tous les facteurs explicatifs de la réalité, même lorsqu'on porte sur elle un regard qui met au devant de la scène les problèmes économiques et sociaux. Ainsi, quand on regarde l'Allemagne et la Grèce, qui, peut-on dire, ont des situations opposées sur l'échiquier de la zone euro, on s'aperçoit que ces situations ne s'expliquent pas seulement par l'orthodoxie ou le laxisme budgétaire mais aussi par des caractéristiques historiques, culturelles et mêmes idéologiques.

Cela dit, tentons d'établir d'abord le **diagnostic de la crise de la zone euro**.

Comme pour toute maladie grave, les facteurs sont nombreux et ils jouent depuis longtemps.

On peut distinguer parmi ces facteurs ceux qui viennent de l'extérieur de la zone euro et concernent donc l'évolution générale de l'économie internationale et ceux qui viennent de l'intérieur même de la zone euro et concernent donc son fonctionnement propre.

Il y a donc d'un côté des causes exogènes et de l'autre des causes endogènes.

LES CAUSES EXOGÈNES DE LA CRISE DE LA ZONE EURO.

Il faut remonter assez loin dans notre histoire économique contemporaine.

Dès l'immédiat après-guerre, on est entré dans une période économique relativement faste, appelée « les trente glorieuses » (1945-1975), caractérisée essentiellement par une forte croissance, une inflation douce, un quasi-plein emploi et une réduction des inégalités, donc une nette amélioration du bien-être.

De nombreux facteurs expliquent le miracle des trente glorieuses.

Il y a les importants gains de productivité réalisés, d'abord pour redresser les économies ravagées par la seconde guerre mondiale et ensuite pour défendre le capitalisme occidental dans la guerre froide engagée avec le communisme du bloc soviétique.

Il y a aussi ce que l'on appelle aujourd'hui la social-démocratie de marché, qui se traduit par l'extension de l'économie mixte, qui va du capitalisme rhénan chez nos voisins à la planification indicative chez nous.

Et pour se limiter à l'essentiel, il y a enfin un triptyque dont la parfaite cohérence explique l'efficacité : une norme fordienne pour la consommation, une norme taylorienne pour la production, une norme keynésienne pour la régulation économique (interventionnisme étatique ; politique de relance) et une norme béveridgienne pour la cohésion sociale (État-providence ; welfare state).

Durant ces trente glorieuses, il n'y a pas eu de crise majeure alors qu'après j'en ai compté pas moins de 25, dont plusieurs ont été systémiques en ce sens qu'elles ont mis à mal le système économique et financier mondial dans sa globalité. Le hasard veut d'ailleurs que les deux premières crises furent d'abord celle de 1974 concernant la faillite d'une banque allemande (Herstatt) qui renvoie à la faillite de la banque Lehmann-Brothers (crise des subprimes), puis celle de 1982 qui est une crise des dettes souveraines dans plusieurs pays latino-américains, qui renvoie à la crise des dettes souveraines dans la zone euro !

Que s'est-il donc passé après les trente glorieuses ?

Pour résumer, et extraire les facteurs les plus explicatifs de ce qui se passe aujourd'hui, je procéderai par grandes décennies :

Années 1970, années de bouleversements : deux chocs pétroliers (1973, suite à la guerre du Kippour, et 1979 à cause de la révolution iranienne), implosion du SMI de Bretton Woods, développement de l'épisode stagflationniste (flambée des taux d'inflation, rupture de la dynamique des gains de productivité, chute des taux de croissance, donc envolée du chômage).

La fin des années 1970 marque la fin de la domination de la pensée keynésienne et la montée en puissance du monétarisme de Milton Friedman et de l'ordolibéralisme de l'école de Fribourg. Plus précisément, ce revirement théorico-idéologique intervient après le second choc pétrolier. En effet, la crise due au premier choc pétrolier a été traitée au moyen de politiques d'inspiration keynésienne et, quand le second choc pétrolier est survenu, on a considéré – de manière très exagérée – que l'aggravation de la situation était la preuve de la faillite du keynésianisme. Sur le plan théorique, le revirement se lit dans les lectures faites de la courbe de Phillips par le monétarisme et la nouvelle école classique.

Le monétarisme réhabilite la TQM (théorie quantitative de la monnaie). La fameuse phrase de Friedman, selon laquelle « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire en ce sens qu'elle est qu'elle ne peut être générée que par une augmentation de la quantité de la monnaie plus rapide que celle de la production », devient le crédo du nouveau catéchisme libéral : obtenons le taux d'inflation le plus bas possible et on aura automatiquement la stabilité financière, la croissance et le plein emploi. Et la politique monétaire devient donc prééminente, au point d'en faire une politique structurelle, avec l'adoption de règles telle que celle du ciblage d'inflation. C'est de cette conception que résultent l'indépendance et les statuts des banques centrales, et de la BCE tout spécialement.

Quant à l'ordolibéralisme, qui est toujours la dimension idéologique de la position allemande actuelle, il date du lendemain de la seconde guerre mondiale.

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

Le Chancelier Adenauer restera au pouvoir jusqu'en 1963. Il aura tout au long de cette longue période le même ministre de l'économie, Ludwig Ehrhard, qui prendra d'ailleurs sa succession à la chancellerie. C'est à L. Ehrhard, considéré comme le « père du miracle allemand », que revient le mérite d'avoir lancé « l'économie sociale de marché » qui se propose d'assurer à la fois la liberté économique et la justice sociale. L. Ehrhard est partisan de l'**ordolibéralisme**, thèse économique née entre les deux guerres sous l'égide d'un côté de l'économiste W. Eucken et du juriste F. Böhm, tous deux de l'Université de Fribourg, et de l'autre de l'économiste W. Röpke qui aura une grande influence sur L. Ehrhard. Cette thèse réfute à la fois la philosophie utilitariste des libéraux et celle, matérialiste, des marxistes, pour y préférer les valeurs sociales chrétiennes et les principes de la philosophie idéaliste allemande. Selon cette école, c'est l'inflation galopante des années 1920 qui a détruit la République de Weimar après avoir laminé les classes moyennes, et qui a en définitive permis la montée du nazisme. L'ordolibéralisme défend l'initiative individuelle et les mécanismes du marché : il s'oppose à l'interventionnisme dirigiste (non seulement à la planification impérative à la soviétique mais aussi à la planification indicative à la française), et même à l'interventionnisme conjoncturel de type keynésien. Mais il préconise en même temps l'instauration d'un certain nombre de règles et d'institutions pour promouvoir des valeurs jugées supérieures à l'économie qui n'en est que le fondement matériel et qui doit elle-même respecter deux principes, la prééminence du droit de propriété et une concurrence libre et non faussée pour que soit assurée la liberté d'entreprise et de marché. D'où l'importance de la Constitution et des lois. L'ordolibéralisme se méfie de l'État et a fortiori de l'interventionnisme : il s'agit pour lui de régler le capitalisme plutôt que de le réguler. L'ordolibéralisme aura une portée très importante dans deux domaines en particulier : le développement d'une forme performante de capitalisme appelée souvent « le capitalisme rhénan », et une trilogie, dont les deux premiers éléments vont profondément influencer l'histoire de la construction européenne à venir, à savoir une banque centrale indépendante du pouvoir politique pour assurer la stabilité des prix, une politique budgétaire orthodoxe sous la responsabilité du gouvernement pour assurer l'équilibre des finances publiques, et une politique sociale menée sous la forme d'une cogestion entre les partenaires sociaux.

Les Allemands parlent toujours d'une économie sociale de marché. Rappelons ce que Lionel Jospin avait souvent répété : « oui à l'économie de marché, non à la société de marché ». Tout cela renvoie à la question traitée par Karl Polanyi dans la Grande Transformation sur l'encastrement, de fait, des relations sociales dans le système économique. Et il faut

L'EURO

souligner que dans son article 2 du Titre 1, le *Traité de Lisbonne* donne pour objectif à l'UE d'instaurer une « économie sociale de marché ».

Le traité sur l'Union européenne, dans l'article 3 de son titre 1 prévoit :

« L'Union établit un marché intérieur. Elle œuvre pour le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la stabilité des prix, une économie sociale de marché hautement compétitive, qui tend au plein emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement. Elle promeut le progrès scientifique et technique ».

Années 1980 : années de transformations radicales. Un mot peut résumer ces transformations, celui de *libéralisation*.

Pour simplifier, on passe de l'interventionnisme des trente glorieuses au libéralisme économique.

Ce libéralisme économique, dont les monétaristes et les nouveaux économistes classiques sont les théoriciens, se traduit dans les faits par la révolution conservatrice en Angleterre et aux États-Unis avec les politiques menées respectivement par M. Thatcher (devenue Premier ministre en 1979 et qui va lancer en octobre 1986 le « big bang » financier) et R. Reagan (élu en 1980 et dont le slogan « America is back » va se traduire dans la réalité grâce à la révolution industrielle des NTIC née en Californie et dans la région de Boston).

Les années 80 sont aussi celles de la *mondialisation des échanges et de la globalisation de la finance*.

Et ces transformations jettent notre vieux continent dans la tourmente. Nous passons de force, toujours pour résumer, de *4 « ismes » à 4 D*.

Les 4 « ismes » qui régissaient l'Europe étaient, pour reprendre ce qui a été dit plus haut, le fordisme (norme de consommation), le taylorisme (norme de production), le keynésianisme (norme de régulation macroéconomique) et le beveridgisme (norme de régulation sociale).

Les 4 D qui se sont imposés à nous sont le désengagement de l'État, la désintermédiation des financements, la déréglementation des institutions et des activités financières, et le décloisonnement des marchés. Et on est passé en peu de temps d'une économie financière d'endettement à une économie financière de marchés de capitaux, d'une économie relativement administrée à une économie libéralisée.

Pour notre pays, la décennie 1980 est bien une période de profondes transformations. D'abord, au tout début, un brusque tournant est pris en 1982-1983 avec l'adoption d'une politique de « désinflation compétitive » et de franc fort qui rompt clairement avec le « programme commun de la gauche ». Ensuite, avec la loi bancaire de 1984 commence la seconde moitié des années 1980 qui est une période de grande libéralisation de notre système financier, laquelle concerne les marchés de capitaux (réforme profonde du marché monétaire, amélioration du fonctionnement de la Bourse, création des marchés de produits dérivés), la suppression de l'encadrement du crédit et la suppression du contrôle de changes.

Au niveau mondial, la décennie 1980 se termine par l'éclatement du bloc communiste dont l'effondrement du mur de Berlin est le symbole. Cela donne l'occasion à Francis Fukuyama de reprendre le thème de la fin de l'histoire en considérant qu'il y a maintenant, et définitivement, une suprématie totale de la démocratie libérale.

Toujours au niveau mondial, la décennie 1980 est marquée par le début d'un phénomène nouveau, qui va jouer un rôle important dans les crises à venir : l'accroissement des inégalités dans les pays « riches », principalement les pays anglo-saxons. Aux États-Unis, la part des 10% de revenus les plus élevés est passée de 34% du total des revenus à la fin des années 1970 à 50% en 2007, autrement dit la moitié du revenu national ! Plus encore, on constate à partir de cette décennie le creusement de l'écart entre les taux de rendement de la richesse privée et les taux de croissance des économies, parce que les revenus de l'accumulation d'actifs plus ou moins spéculatifs se mettent à croître plus vite que les revenus tirés de l'activité économique, ce qui correspond au développement d'une économie de rentiers. Et s'ajoute à cela que cette décennie voit se mettre en place un système fiscal-social de moins en moins distributif : les prélèvements obligatoires pèsent donc relativement davantage sur les classes moyennes et modestes (et la redistribution se fait, spécialement en France, davantage par les dépenses publiques que par les prélèvements obligatoires).

Années 1990 : la nouvelle économie. Cette expression recouvre deux réalités : les NTIC et la réalisation du carré magique de Kaldor (croissance, plein emploi, stabilité des prix et équilibre extérieur).

Les NTIC sont toujours là mais pas la nouvelle économie qui a fait croire que l'on avait trouvé la formule magique et que c'était la fin de l'histoire, pour reprendre l'expression de Francis Fukuyama, qui correspondait d'ailleurs pour beaucoup au triomphe du capitalisme, et plus précisément du capitalisme libéral.

Et c'est à la fin des années 90 qu'est créée la zone euro (la BCE fonctionne depuis le 1^{er} janvier 1999).

Cette naissance est l'aboutissement d'une très longue période de gestation. Déjà, le traité de Rome, signé en mars 1957 et qui crée la Communauté économique européenne, prévoit dans son article 105 la coordination des politiques monétaires.

L'EURO

Et toute l'histoire de la construction européenne est parsemée de rapports proposant d'une manière ou d'une autre la création d'une union monétaire et d'une monnaie unique : cela commence en 1960 avec le rapport Triffin, puis le rapport Marjolin en 1962, les plans Barre en 1968 et 1969, le rapport Werner en 1970, qui considère que « l'Union économique et monétaire est un objectif réalisable dans le courant de la décennie », et ce en 3 étapes. Ce rapport donne le vrai départ à l'Union économique et monétaire puisqu'il est adopté par les 6 pays de la CEE en février 1971.

En 1973, création du FECOM (Fonds européen de coopération monétaire), embryon d'une banque centrale communautaire ; en 1975, création de l'UCE, Unité de compte européenne, qui deviendra l'ECU, l'ancêtre de l'euro en 1979 lors de la création du SME, le système monétaire européen. La création du SME est la réponse de l'Europe à la désorganisation du SMI ; le SME est un îlot de stabilité dans un océan de flottement des monnaies.

1986 : signature de l'Acte unique européen pour réaliser la libre circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes, et ainsi constituer le « grand marché unique ». La construction de l'UEM que programme l'important rapport de J. Delors en 1989 est la suite monétaire logique du marché unique. Et c'est en 1990 que démarre la 1^{ère} étape de la construction de l'UEM. 1992 est une autre date importante, et doublement, puisque c'est l'année du traité de Maastricht, qui officialise le calendrier précis de la construction de l'UEM et qui précise les « critères de convergence » qui doivent être respectés pour pouvoir faire partie de la zone euro ; c'est aussi l'année de l'achèvement du marché unique. En 1993, le traité de Maastricht entre en vigueur : l'UE est née, et la 1^{ère} étape de l'UEM est achevée.

Années 2000 : multiplication des crises. *Ce n'est donc pas de chance pour la zone euro naissante : dès qu'elle est née, on lui fait subir un « crash test » ! (un économiste a dit : c'est quand il y aura une crise que l'on verra si l'euro est solide. On est servi !)*

Cela commence dès le début de la décennie avec l'éclatement de la bulle Internet, suivi par les attentats du 11 septembre 2001, eux-mêmes suivis de l'intervention en Irak : tout cela porte un coup très sévère au dynamisme de l'économie américaine. En plus, comme les États-Unis sont obsédés par le chômage depuis la crise de 1929 et des années 30, les pouvoirs publics font tout pour relancer l'activité économique : politique budgétaire expansive (forte hausse des dépenses publiques) et politique monétaire accommodante (taux d'intérêt bas). Ce Policy mix suscita une forte croissance mais sans hausse des prix des biens et des services parce que l'action désinflationniste de la mondialisation a plus que compensé les effets potentiellement inflationnistes du boom des crédits.

Le Président démocrate des E-U, Bill Clinton, termine son second mandat (janvier 2001) en ayant réalisé ses objectifs de réduction de l'inflation et de rétablissement de l'équilibre du budget de l'État. Il a certes poursuivi la libéralisation financière (en mettant fin à la distinction entre banques de dépôts et banques d'investissement), mais il a aussi réussi à relancer la machine économique en ne négligeant pas certains objectifs sociaux et en particulier l'accession à la propriété de leur logement des ménages les plus modestes. D'ailleurs, le soutien du secteur du bâtiment a joué un rôle important dans la relance économique. Cette position politique a été relayée par la Fed au moyen d'un abaissement des taux et par une politique de crédit agressive, en particulier avec les fameux crédits « subprimes » qui se sont adressés aux ménages à faible revenu, donc les plus fragiles, donc les plus risqués.

D'où un endettement privé considérable, qui va prendre des proportions d'autant plus importantes que les banques utilisent la technique de la titrisation pour continuer à octroyer des crédits en contournant la discipline des ratios prudentiels. La titrisation fait partie de ces techniques de transfert de risques qui se sont multipliées pendant toutes ces années de libéralisation financière : comme le dit Martin Wolf, « la finance moderne se résume à ôter les risques des épaules qui sont capables de les porter pour les mettre sur les épaules de ceux qui sont incapables de les comprendre ». Notons que ce « déversement » de risques est une illustration importante, parmi d'autres, du dysfonctionnement de la finance qui transforme notre économie en « économie casino » : la finance n'est plus au service de l'économie réelle. Sphère réelle et sphère financière sont toujours interdépendantes. Normalement, la sphère financière doit être subordonnée à la sphère réelle. Les crises surviennent quand il n'en est plus ainsi, quand la sphère financière fonctionne de manière autonome et prédatrice, et aussi quand la sphère réelle connaît des déséquilibres qui exacerbent les comportements pervers des financiers.

Non seulement les ménages s'endettent de plus en plus pour pouvoir accéder à la propriété de leur logement mais des comportements de spéculation se développent, et tout cela pousse les prix de l'immobilier à la hausse ; et l'effet richesse qui en découle encourage les banques à prêter à des ménages très fragiles. Bref, une bulle immobilière gonfle de plus en plus. C'est une véritable inflation (du latin inflare, enfler). Toute bulle est une enflure ! Et toute bulle a pour destin d'éclater (les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel).

Ce qui va faire éclater la bulle au cours de l'été 2007, c'est plusieurs facteurs, dont deux sont importants :

- d'abord, l'augmentation des taux directeurs de la Fed, qui s'explique par le souci de lutter contre l'inflation attisée par la croissance et par la hausse du prix des hydrocarbures ; cette hausse des taux va rendre insolubles tous les ménages modestes qui s'étaient endettés à taux variables et elle va aussi déprimer progressivement le marché de l'immobilier, par la réduction de la demande, d'où la chute des prix ;

L'EURO

- ensuite, les banques commerciales et autres établissements financiers ne se font plus confiance pour se prêter de la liquidité, craignant de recevoir en contrepartie des titres pourris (d'où l'asphyxie du marché interbancaire), ce qui est la conséquence directe de l'utilisation abusive de la titrisation. Les autres établissements financiers, c'est-à-dire en particulier les institutions de titrisation, les banques d'investissement, les compagnies hypothécaires, constituent un système bancaire fantôme (shadow banking system) en ce sens qu'il est opaque et qu'il n'est pas ou très peu régulé. En particulier sous la pression des comportements spéculatifs, ce système bancaire parallèle a pris une dimension équivalente à celle du système bancaire « normal », ce qui en fait une cause déterminante du déclenchement et du développement de la crise ; surtout que des relations plus ou moins obscures se sont progressivement nouées entre les deux systèmes.

Cet éclatement de la bulle immobilière entraîne donc ce que l'on va appeler la crise des subprimes ; dont le développement se nourrit du surendettement privé et de l'effondrement du crédit immobilier.

L'effondrement du crédit immobilier, qui se propage aux autres secteurs de la finance, nécessite dès le mois d'août 2007 l'intervention des grandes banques centrales pour qu'elles apportent massivement des liquidités au secteur bancaire.

Et l'économie réelle est de plus en plus contaminée par cette crise financière : on passe ainsi d'une crise immobilière à une crise bancaire et financière puis à une crise macroéconomique. La croissance et donc l'emploi s'en trouvent de plus en plus négativement affectés, surtout que le prix du pétrole va de records en records (de même d'ailleurs que l'or). Le dollar chute (ce qui propulse l'euro à des sommets, avec toutes les conséquences qu'a une surévaluation). La crise est donc aussi une crise de change.

Cette évolution conjoncturelle particulièrement négative conduit la Fed à changer son fusil d'épaules en se mettant à baisser ses taux ; et l'État américain à soutenir comme il peut une croissance qui faiblit de plus en plus.

C'est dans un tel contexte où chaque jour la situation s'envenime que le traité de Lisbonne est signé le 13 décembre 2007, ce qui efface plus ou moins bien l'échec du projet de traité constitutionnel.

Début 2008, la crise devient également boursière : à cause du plongeon que font les valeurs bancaires et financières, on assiste à un véritable krach.

Durant toute l'année 2008, la crise des subprimes s'approfondit et s'élargit aussi : la globalisation financière fait que la crise concerne non seulement d'autres acteurs que les banques et établissements de crédit hypothécaire, comme les fonds d'investissement, mais aussi d'autres pays que les États-Unis : les pays européens sont également touchés (n'oublions pas que le surplus de croissance aux États-Unis avait été financé à 40% par des investisseurs européens). Cela oblige les grandes banques centrales, y compris bien sûr la BCE, à intervenir à plusieurs reprises pour fournir des liquidités de manière à suppléer un marché monétaire complètement défaillant. Surtout que de grandes banques de plus en plus nombreuses sont en grosse difficulté, faisant naître le risque d'effets dominos, donc un risque systémique de grande ampleur. Ces interventions publiques sont tellement massives que Martin Wolf nous demande de nous rappeler du 14 mars 2008 car, pour lui, le capitalisme libéral mondial est mort ce jour-là. La propagation de la crise des subprimes, avec ses effets délétères sur l'économie réelle, fait craindre un épisode stagflationniste généralisé (la BCE élève substantiellement ses taux en milieu d'année 2008).

Septembre 2008 marque une subite accélération de la crise avec la faillite de Lehman-Brothers et le sauvetage in extremis du mastodonte de l'assurance, AIG. Avec le cas de Lehman-Brothers, la crise passe en quelque sorte à une vitesse supérieure. Les Banques centrales, qui continuent et même accentuent leurs efforts pour empêcher les établissements financiers de sombrer, et les États, qui étaient eux-aussi jusque là concentrés sur des opérations de sauvetage financier, développent maintenant ensemble (BC et États) des politiques ayant pour but de soutenir l'économie réelle qui entre en récession (baisse des taux directeurs de 6 BC en même temps, plans de relance partout).

Il est évident que ces plans de sauvetage du secteur financier et de soutien de l'activité réelle ont un coût important pour les finances publiques : cela grève les budgets et fait s'accumuler les dettes souveraines.

De plus, en considérant l'économie mondiale tout entière et en distinguant pour simplifier d'un côté les économies matures (les pays développés occidentaux et en particulier les États-Unis) et les économies émergentes (les BRIC, avec plus spécialement la Chine), ce qui caractérisait le fonctionnement de l'économie mondiale avant la crise c'est que les économies matures dépensaient plus qu'elles ne gagnaient, d'où un déficit extérieur et un besoin de financement externe alors que les économies émergentes dépensaient moins qu'elles ne gagnaient et par conséquent étaient à la fois en excédent extérieur et en capacité de financement : l'épargne des économies émergentes servait au financement du déficit des économies matures. L'économie mondiale avait trouvé ainsi son équilibre. Mais depuis la crise, les économies matures, à cause du choc de la crise des subprimes, se mettent elles aussi à consommer moins qu'elles ne gagnent et se servent de leur épargne pour se désendetter.

Conclusion : les deux catégories de pays dépensent en deçà de leurs revenus, ce qui est potentiellement un facteur puissant de déflation généralisée : l'équilibre antérieur est rompu.

Moralité : le risque de déflation aurait été terrible au niveau de toute l'économie mondiale si la dépense publique n'avait pas pris le relais de la dépense privée : heureusement qu'il y a eu gonflement des déficits publics ! Et ce qui a permis à la

L'EURO

croissance mondiale de ne pas s'effondrer, c'est que les déficits publics se sont creusés un peu partout en même temps, même si les décisions n'étaient pas pour autant coordonnées. Soulignons que l'aggravation des inégalités de revenus et de patrimoines joue ici un rôle dont on ne parle pas assez. La responsabilité des inégalités dans la crise est double : d'un côté, les inégalités, en ce qu'elles réduisent la part des revenus les moins importants, pèsent sur la demande globale et de l'autre, en ce qu'elles accroissent la part des plus fortunés, elles alimentent des bulles spéculatives ; il en découle un double risque, de crise financière et de déflation, qui est d'ailleurs d'autant plus important que la mondialisation a un effet désinflationniste.

C'est donc à ce moment là que commence la substitution du problème de l'endettement public au problème de l'endettement privé. On peut dire que le problème de l'endettement public va être à l'origine de la crise de la zone euro tout comme le problème de l'endettement privé a été à l'origine de la crise des subprimes ; et on comprend que la crise de la zone euro trouve sa source dans la lutte contre la crise des subprimes (la crise de la zone euro est une crise des dettes souveraines, lesquelles sont des dettes de crise !). On peut donc dire que la crise actuelle est multidimensionnelle : elle a été au départ immobilière, elle est très rapidement devenue une crise financière et bancaire, puis elle s'est transformée en une crise des dettes souveraines, pour devenir une crise économique et sociale globale, avec même dans bien des cas des conséquences politiques.

Pourquoi va-t-il y avoir alors un problème de l'endettement public ? La question mérite d'être posée parce qu'il ne faut pas croire que les deux types d'endettement, privé et public, se ressemblent. La grande différence entre un État et un agent privé tel qu'une famille ou une entreprise, c'est qu'un État est immortel : il peut s'endetter continuellement en ce sens qu'il peut constamment emprunter pour rembourser ses dettes qui arrivent à échéance, et ainsi de suite. Il n'empêche que l'on ne peut pas laisser indéfiniment s'accroître le montant des intérêts que l'on doit payer, surtout si la dette est essentiellement entre les mains de non-résidents car cela place les États sous la dépendance des marchés financiers internationaux. La France est en dépendance financière puisque près des 2/3 de sa dette est actuellement entre les mains de « non-résidents » contre moins du 1/4 en 1998. Au Japon, la dette publique qui représente 225% du PIB est entre les mains des résidents à hauteur de 92% (c'est ce qui explique que l'on ne parle pas de la gravité de l'endettement de l'État nippon). Le taux de détention de la dette publique par les résidents est actuellement de 71% au Royaume-Uni, de 66% aux États-Unis et de 50% en Allemagne, comme en moyenne dans la zone euro. La dépendance de la France à l'égard des marchés est donc relativement importante, et donc inquiétante pour l'avenir ; alors que, et c'est paradoxal, le taux d'épargne des Français atteint le record de 17% du revenu disponible et qu'ils détiennent un important patrimoine financier qui représente 1,75 fois le PIB. Cette dépendance est le résultat tout à la fois de la création de l'euro et de la libéralisation financière (augmentation des mouvements internationaux de capitaux, désintermédiation, déréglementation et spéculation), et sa gravité explique que plusieurs experts et responsables demandent une « renationalisation » de notre dette publique pendant que les taux sont encore bas pour nous.

Cela étant précisé, le problème de l'endettement public se pose pour les économies matures, spécialement en Europe (les États-Unis sont un cas particulier), parce que la situation de leurs finances publiques était déjà bien dégradée avant la crise des subprimes (la France est en continuel déficit budgétaire depuis 1974...).

Et il se pose aussi parce que la soutenabilité d'une dette dépend directement de la croissance future. Or, à cause du ralentissement démographique, du vieillissement de leur population, de la faiblesse des gains de productivité et du coût de leur protection sociale, les pays développés ne peuvent pas espérer des taux de croissance élevés dans l'avenir et ils ne peuvent donc pas espérer avant longtemps une amélioration induite et endogène de leurs finances publiques.

Et comme il sera difficile de baisser fortement les dépenses budgétaires et aussi d'augmenter substantiellement les recettes, la marge de manœuvre est particulièrement étroite. Mais en plus, cette marge de manœuvre est différente d'un pays à l'autre, et il y a de ce point de vue hétérogénéité au sein de la zone euro.

En effet, cette marge de manœuvre dépend

- d'abord du niveau du déficit public au début de la crise de subprimes (qui est d'autant plus important que le manque de dépense privée à combler est important),
- ensuite du stock de dette publique accumulée,
- et enfin de l'écart entre le taux d'intérêt à payer sur cette dette et le taux de croissance de l'économie (c'est une chance que les taux soient pour l'instant en général très bas).

Il faut ajouter à cela deux remarques de bon sens et qui, hélas, ne se concrétisent pas dans la réalité de ce qui se passe :

- d'abord, il serait logique que les pays où la soutenabilité de la dette est la plus facile soient les derniers à chercher à réduire leur déficit – ce qui signifie que ce sont des pays comme l'Allemagne qui devraient faire preuve en dernier d'orthodoxie budgétaire ;
- ensuite, il faudrait que les déficits publics perdurent tant que les agents privés n'augmentent pas leur propension à dépenser – ce qui signifie que la réduction des déficits publics à marche forcée que l'on fait aujourd'hui n'est pas raisonnable – Et elle l'est d'autant moins qu'il y a peu de chances que les agents privés se mettent rapidement à dépenser

L'EURO

plus et à épargner moins : l'incertitude est trop grande, les banques sont encore très fragiles pour prêter, et de toute façon les agents cherchent plutôt à se désendetter qu'à emprunter, les taux de la BC ne peuvent pas être plus bas, ce qui d'ailleurs nous met dans la trappe monétaire où la politique budgétaire peut être efficace.

Un autre argument renforce cette remarque : on pourrait croire que l'austérité budgétaire peut relancer la dépense privée (raisonnement ricardien : la baisse des dépenses fait anticiper aux ménages une baisse prochaine des impôts, d'où une augmentation de leurs dépenses de consommation), mais en réalité les recherches actuelles prouvent le contraire ; et la situation est aggravée quand le gouvernement ne respecte pas son engagement de stabiliser la pression fiscale dans la mesure où cela conduit les ménages à accroître leur épargne. Le seul avantage qu'une économie peut retirer d'un désendettement à la fois de ses agents privés et de ses administrations publiques, qui a potentiellement un effet déflationniste sur toute l'économie mondiale, c'est le rétablissement de sa balance courante (puisque leurs dépenses croissent moins vite que leurs revenus) : la demande étrangère devient alors le moteur principal de la croissance du pays, mais quid de la vigueur de cette demande étrangère, d'où l'importance du dynamisme des économies émergentes et de leur dépense intérieure.

Idéalement, il faudrait que l'économie mondiale change complètement d'équilibre : alors que jusqu'à la crise de subprimes, c'étaient les économies émergentes qui épargnaient et donc étaient excédentaires et les économies matures qui consommaient et donc étaient déficitaires, il faudrait aujourd'hui que ce soit l'inverse : que les économies émergentes soient déficitaires et que les économies matures soient excédentaires ! Mais ce renversement de perspective nécessite du temps et l'idéal serait que le timing pour l'augmentation de la demande intérieure des uns soit compatible avec le timing des restrictions budgétaires des autres.

Ce qu'il faut constater aussi avec regret, c'est que si les pays occidentaux ont su faire preuve de cohésion et de solidarité pour « gérer » la crise des subprimes, les pays européens en particulier n'en font plus preuve quand ils ont à gérer la sortie de crise de la zone euro. Ce « chacun pour soi » fait partie des causes de la gravité et du prolongement de la crise de la zone euro.

LES CAUSES ENDOGÈNES DE LA CRISE DE LA ZONE EURO.

Transition avec ce qui a été dit précédemment :

1) Le niveau initial de déficit et de dette.

On a dit que la soutenabilité d'une dette publique dépend du montant initial de cette dette et donc de la lourdeur des déficits qui l'alimentent. La crise de l'euro a donc quelque chose d'inattendu dans la mesure où en principe le PSC (Pacte de stabilité et de croissance, adopté en juin 1997 à l'occasion du Conseil d'Amsterdam) aurait dû contenir la dégradation des comptes publics.

Mais on sait que la réalité est différente. Parce que ce PSC n'a pas été correctement appliqué, à commencer par les grands pays, dont l'Allemagne et la France, qui pourtant avaient été à l'origine de sa mise en place pour forcer tous les États membres à respecter une discipline budgétaire stricte, laquelle discipline budgétaire apparaissait comme le volet complémentaire indispensable à la politique monétaire unique

Il n'empêche que, comparée à celle de nombreux pays industrialisés, la situation des finances publiques des pays de la zone euro n'est pas catastrophique au point d'expliquer complètement l'extrême fragilité de notre situation.

Déjà là apparaît comme explication essentielle un défaut de constitution, dans les deux sens principaux du mot si l'on peut dire : la zone euro serait d'une constitution fragile et manquerait, pour justement être plus robuste, d'une véritable Constitution.

2) L'équilibre entre deux zones :

On a dit qu'entre les économies matures et les économies émergentes, la crise de subprimes imposait un renversement de situation.

C'est finalement la même chose entre les pays du Nord de la zone euro et ceux du Sud. En effet, avant la crise des subprimes, les pays du Nord sont dans la même situation que les économies émergentes : ils sont en excédent courant parce qu'ils consomment moins qu'ils ne gagnent, et c'est l'inverse pour les pays du Sud. Et l'épargne des pays du Nord sert à financer les dépenses de ceux du Sud (on peut dire en quelque sorte que l'épargne des Allemands sert à financer l'endettement des Espagnols pour le marché immobilier). Mais la crise des subprimes impose, spécialement aux pays du Sud, de réduire leurs dépenses privées : il faut alors que les déficits publics prennent le relais. La crise des subprimes se transforme en crise de la zone euro parce que celle-ci n'est pas beaucoup plus **homogène** que l'économie mondiale simplifiée en deux types de pays comme on l'a fait tout à l'heure. Et, comme pour la crise des subprimes, il faudrait pour

L'EURO

que la crise de la zone euro se résolve que les pays du Nord se mettent à consommer davantage et soient en situation de déficit courant et qu'au contraire les pays du Sud se mettent à épargner et voient leur balance courante devenir excédentaire. Ajoutons une date dans le calendrier de la crise : Le 16 octobre 2009, le Premier ministre grec Georges Papandréou annonce qu'en arrivant aux affaires en succédant à Kostas Karamanlis il a constaté que les statistiques concernant le déficit et la dette de l'Etat sont fausses. Cette déclaration marque le **début de la « crise de la dette souveraine grecque »** qui va empoisonner la zone euro jusqu'à mettre en cause sa survie. Comme l'écrit Jean Pisani-Ferry « c'est le 16 octobre que l'euro cessa d'être ennuyeux » parce que « la monnaie, en effet, est là pour se faire oublier », ce qui s'est effectivement passé pendant les 10 premières années d'existence de l'euro.

Posons-nous deux questions à propos de l'hétérogénéité qui est au cœur de la crise de la zone euro (pour ce qui suit, nous nous inspirons des réflexions que font P. Artus et I. Gravet dans leur livre : « La crise de l'euro », Armand Colin, octobre 2012) :

I- Pourquoi la zone euro est-elle à ce point hétérogène ?

Et cette hétérogénéité est la cause essentielle de la non convergence entre les PIB/tête des États membres.

Poser cette question signifie d'emblée deux choses :

d'une part, c'est reconnaître que la zone euro n'est pas une ZMO (zone monétaire optimale) ; et d'autre part, si la zone euro est en crise, cela veut dire que ces hétérogénéités ont été mal gérées.

(Note : une zone monétaire est optimale quand elle n'est ni trop petite pour que les économies de coûts de transaction et de conversion soient suffisamment importantes, ni trop grande pour éviter la multiplication des hétérogénéités, ce qui augmente les risques de chocs asymétriques).

1^{ère} source d'hétérogénéité : des configurations structurelles différentes selon les pays.

Cela met déjà en question la nature des critères de convergence qui ont été choisis pour accepter ou non l'entrée des pays dans la zone euro. On critique en effet souvent la nature seulement financière et monétaire de ces critères

(1. Stabilité des prix : le taux d'inflation d'un État membre donné ne doit pas dépasser de plus de 1,5 point celui des trois États membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix.

2. Situation des finances publiques : a. Interdiction d'avoir un déficit public annuel supérieur à 3 % du PIB [N-1]. b. Interdiction d'avoir une dette publique supérieure à 60 % du PIB [N-1].

3. Taux de change : interdiction de dévaluer sa monnaie ; ceci fut rendu obsolète avec le passage à l'euro pour les pays de la zone euro. En outre, l'État membre doit avoir participé au mécanisme de taux de change du système monétaire européen (SME) sans discontinuer pendant les deux années précédant l'examen de sa situation, sans connaître de tensions graves.

4. Taux d'intérêt à long terme : ils ne doivent pas excéder de plus de 2 % ceux des trois États membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix).

Or, les pays de la zone euro sont très différents les uns des autres en matière

- d'évolution démographique (contrairement à la France, l'Allemagne est très préoccupée par le vieillissement de sa population et donc par le problème du financement des retraites, d'où une préférence légitime à accumuler plutôt des actifs que des dettes, notamment en dégageant des excédents ; alors que la France cherche à lutter contre son chômage massif et persistant par la relance budgétaire, ce qui lui fait accepter déficits et dette pour nourrir une croissance indispensable),

- de structures productives (place de l'industrie dans l'appareil productif, poids des activités manufacturières dans le PIB ; contrairement à la France, l'Allemagne a un système productif centré sur des produits à haute valeur ajoutée et sur une compétitivité hors-prix, ce qui ne la rend pas très sensible à un niveau élevé du taux de change de l'euro),

- de l'effort d'innovation,

- de l'évolution des gains de productivité,

- du coût salarial unitaire, de marge des entreprises,

- de structures institutionnelles économiques et sociales (en particulier le fonctionnement du marché du travail – rôles des syndicats, caractère plus ou moins centralisé des négociations sociales, degré de flexisécurité, ... et la générosité du système de protection sociale), etc...

- de stratégies exportatrices : de part et d'autre de la zone euro on a l'Allemagne (pour le Nord) et l'Espagne (pour le Sud) qui ont choisi chacune ses créneaux d'activités exportatrices privilégiées ; et au milieu, la France, qui n'a défini pour l'instant aucune stratégie digne de ce nom. Une fois de plus, elle est « entre deux ».

En tenant compte de ce type de facteurs, seuls 5 pays pourraient constituer une zone suffisamment homogène : Allemagne, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Finlande.

2^{ème} source d'hétérogénéité : une politique monétaire unique qui paradoxalement accroît l'hétérogénéité.

La BCE détermine sa politique monétaire, autrement dit sa politique de taux directeurs, en fonction du taux d'inflation moyen dans la zone et ces taux directeurs sont les mêmes pour tous les pays membres. Or, les pays ont des taux d'inflation différents, notamment en fonction de leurs structures productives et institutionnelles.

Par conséquent, cela débouche sur une hétérogénéité des taux d'intérêt réels (« critique de Walters ») : quand un pays a une inflation supérieure à l'inflation moyenne, ses taux d'intérêt réels sont plus bas que ceux des pays dont le taux d'inflation est plus bas que la moyenne, et cela fait que les résidents de ce pays ont tendance à s'endetter et à dépenser plus, ce qui peut accélérer le rythme d'inflation. Cet accroissement des crédits et des dépenses entraîne une dégradation de la balance courante de ce pays, surtout si rien n'est fait pour faire évoluer sa structure productive.

Cette dégradation est d'ailleurs accentuée par le fait que l'écart d'inflation a un impact aussi sur le taux de change réel : quand l'inflation est plus élevée que la moyenne, le taux de change réel devient en effet surévalué, ce qui est défavorable pour la balance extérieure.

Le raisonnement que l'on vient de tenir en termes d'écarts de taux d'inflation par rapport à l'inflation moyenne peut être transposé au niveau des écarts de taux de croissance par rapport à la croissance moyenne : quand un pays a une croissance supérieure à la moyenne, le taux directeur de la BCE est relativement trop bas, d'où un encouragement à l'endettement et à la dépense, ce qui accentue l'écart de croissance. Et c'est le cas inverse quand la croissance du pays est inférieure à la moyenne de la zone : sa demande intérieure a tendance à faiblir. Avant 2009, la Grèce était dans le cas où sa croissance était supérieure à la moyenne, et l'Allemagne dans le cas opposé ; et depuis 2009, les situations se sont inversées.

(Ce raisonnement est fondé sur deux principes : d'abord, celui qu'une croissance équilibrée nécessite le plus faible écart possible entre le taux d'intérêt de long terme et le taux de croissance, et ensuite celui que la politique de taux courts de la banque centrale a en définitive pour but d'agir sur les taux longs).

Bref, que l'on raisonne en écarts de taux d'intérêt réels ou en écarts de croissance, la politique monétaire unique est un facteur de divergence cumulative. Pour résister à ce mécanisme négatif, il faudrait utiliser la politique budgétaire en contrepoint et en contrepoids. Mais comment faire contrepoids de manière adaptée à la situation spécifique du pays si les politiques budgétaires doivent être harmonisées et a fortiori si elles sont fortement encadrées par un dispositif tel que le PSC ? Tout se passe donc ici comme s'il fallait choisir entre une politique monétaire unique et une politique budgétaire harmonisée.

Enfin, on peut constater que la politique monétaire n'a pas totalement homogénéisé les systèmes bancaires et financiers : les conditions de crédit aux ménages et aux PME diffèrent toujours d'un pays à l'autre. Cela a inévitablement des conséquences sur la dynamique de la demande intérieure, et donc aussi sur le solde de la balance courante.

3^{ème} source d'hétérogénéité : la disparition des taux de change.

La création de la zone euro a entraîné la disparition des taux de change et donc du risque de change : c'est en cela que l'UEM apparaît comme un prolongement naturel du grand marché unique. Grâce à ce couplage, il y a une réelle intégration des différents pays dans l'ensemble que constitue la zone euro et même l'UE. Mais si les économies européennes sont devenues plus interdépendantes (le commerce intra-zone s'est considérablement développé), elles sont devenues aussi plus fragiles. La synchronisation des cycles conjoncturels, qui est souhaitable pour la définition de la politique monétaire unique, est aussi un facteur de fragilité.

La disparition des taux de change va avoir deux effets qui constituent en eux-mêmes des causes d'hétérogénéité.

1^{er} effet de la disparition du taux de change : cela permet a priori aux pays de mener une stratégie de spécialisation, et essentiellement de spécialisation inter-branches en fonction des théories classique et néoclassique du commerce international (avantages comparatifs de Ricardo et théorie des dotations factorielles quantitatives et qualitatives avec le théorème HOS et le paradoxe de Leontiev). Et contrairement à la spécialisation intra-branche, la spécialisation interbranche modifie le poids des différents secteurs dans l'appareil productif. En conséquence de quoi, intervient un effet qui va accroître considérablement la divergence entre les économies nationales, c'est l'effet d'agglomération et de polarisation des activités dans des territoires bien déterminés, d'où la nécessité d'une politique régionale avec les fonds structurels et les fonds de cohésion pour préserver la cohésion régionale (dont le budget est supérieur à celui de la PAC). Ces effets d'agglomération et de polarisation amènent clairement à distinguer les pays du cœur de la zone euro (le couple franco-allemand

L'EURO

essentiellement) et ceux de la périphérie. En ce qui concerne le couple franco-allemand, il faut insister sur l'avantage comparatif dont dispose très tôt l'Allemagne dans le domaine industriel, et qui perdure encore aujourd'hui, ce qui est essentiel pour comprendre les performances différentes en matière avant tout de commerce extérieur mais aussi de l'emploi. En effet, l'Allemagne a eu en quelque sorte la chance de réaliser sa révolution industrielle seulement au milieu du 19^{ème} siècle, après la France qui a réalisé la sienne au début du 19^{ème} siècle. Or, c'est de la moitié du 19^{ème} siècle que date la révolution industrielle de la machine à vapeur, ce qui a transformé les modes de transport (chemin de fer et navigation à vapeur) ainsi que les modes de fabrication, d'où le développement des grandes usines pour profiter au maximum des économies d'échelle et des économies de coûts logistiques en jouant en particulier sur la proximité des sous-traitants. Restons sur ce thème de la différenciation entre l'Allemagne et la France pour compléter le tableau de deux façons. D'abord, il faut noter que, philosophiquement, la France, patrie de la révolution de 1789 est aussi celle d'un romantisme révolutionnaire alors que l'Allemagne est plutôt celle d'un romantisme conservateur, ce qui peut expliquer l'esprit du syndicalisme en France, par opposition au dialogue social de type coopératif en Allemagne. Ensuite, le journaliste à la BBC Chris Bowlby a raison d'évoquer, pour expliquer les différences de comportements au sein de la zone euro, spécialement en matière d'endettement, une ligne de rupture de type religieux entre les « pays latins », restés catholiques, et les pays dans lesquels le protestantisme s'est développé. On en arrive alors au thème souvent abordé ici, celui de l'ordolibéralisme allemand. On peut illustrer notre réflexion par l'opposition au début des années 1990, après la chute du mur de Berlin, entre le Français Michel Albert, catholique, qui militait en faveur de l'union monétaire européenne et l'allemand Karl Otto Pöhl, qui présida la Buba de 1980 à 1991 et fut l'auteur de la fameuse métaphore sur l'inflation (« l'inflation, c'est comme le dentifrice, il faut éviter de trop appuyer sur le tube car on ne peut y faire rentrer ce qui en est sorti »). Il s'est opposé aux chanceliers Schmidt sur la gouvernance monétaire et Kohl à propos de l'unification monétaire allemande ; il finit par démissionner !

Par ailleurs, il semble que l'analyse de Paul Krugman est en train de se vérifier en ce sens que les pays de la périphérie sont obligés d'accentuer leur spécialisation inter-branches alors que les pays du cœur voient leur position se conforter et peuvent pratiquer aussi une spécialisation intra-branche.

Ces spécialisations méritent d'être accompagnées par les pouvoirs publics. Seulement, selon les pays, les interventions gouvernementales sont plus ou moins adaptées et judicieuses, ce qui rejait fatalement sur la qualité de la spécialisation. Entre bien évidemment dans cette réflexion le problème de la désindustrialisation, et, plus largement, celui de la compétitivité.

Pour finir sur ce point, remarquons que, par rapport à la spécialisation géographique et sectorielle des activités, la suppression des taux de change ne fait qu'aggraver ce qui a été le moteur initial des effets d'agglomération et de polarisation, à savoir l'Acte unique de février 1986 qui a eu pour effet d'étendre la liberté de circulation aux facteurs de production, jusque-là réservée aux biens et services.

2^{ème} effet de la disparition du taux de change : les transferts d'épargne entre le Nord et le Sud.

Nous avons déjà évoqué cet effet en transposant au niveau de la zone euro entre les pays du Nord et ceux du Sud ce qui se passe au niveau mondial entre les économies matures et les économies émergentes. Mais grâce à l'euro les transferts d'épargne sont beaucoup plus faciles puisqu'il n'y a pas de risque de change. Le fait qu'ils pouvaient compter sur le financement apporté par les investisseurs du Nord a conduit les pays du Sud à augmenter considérablement leurs dépenses (par exemple, l'Espagne en achats immobiliers et le Portugal en dépenses de consommation). Et quand les investisseurs du Nord ont craint pour le remboursement de leurs prêts, ils se sont arrêtés de prêter : la crise de la zone euro devient alors une crise de balance des paiements et de financement extérieur, et comme les emprunteurs sont en réalité des États, cette crise de balance des paiements et de financement extérieur est une crise des dettes souveraines.

3 remarques sur ces effets de la suppression du taux de change :

- Dans ce contexte de crise de dettes souveraines, les autorités européennes n'ont pas fait clairement la distinction entre les pays atteints par une crise de solvabilité et ceux atteints « seulement » par une crise de liquidité. La Grèce a été très vite un pays insolvable mais les autres non. Ce manque de discernement explique la transmission de la crise, de proche en proche, à d'autres pays du Sud que la Grèce.
- Quand il y a un déséquilibre durable de la balance des paiements, on sait qu'un remède de court terme peut être la dévaluation. Sauf qu'avec la monnaie unique, les pays membres ne peuvent plus y recourir. Il leur faut donc trouver un substitut à la dévaluation de la monnaie, et c'est ce que l'on appelle justement la **dévaluation interne** ! Pour donner un coup de fouet à la compétitivité de l'économie nationale et faute de pouvoir le faire en modifiant le cours de la monnaie, on fait le maximum pour peser tout à la fois sur les coûts de production, donc sur les salaires, et sur la demande intérieure. Il s'agit en clair des politiques d'austérité. Pour à la fois réduire leur endettement public et pour restaurer leur compétitivité, les pays du Sud sont ainsi obligés de mener

L'EURO

des politiques très agressives qui réduisent le bien être de leur population. Par dessus le marché, la dévaluation interne n'a pas la même efficacité sur les gains de compétitivité que la dévaluation externe : parce que les prix sont peu flexibles, les prix des biens produits par le pays varient peu, que ce soit pour la demande étrangère ou pour la demande domestique, ce qui diminue d'autant les salaires réels (puisque les salaires baissent alors que les prix ne répercutent pas cette baisse). Notons que la dévaluation interne peut prendre une dimension spécifique que l'on qualifie de dévaluation fiscale quand on augmente les impôts pour pouvoir réduire les charges sociales qui pèsent sur le travail de façon à diminuer le coût de celui-ci ; cela dans le but d'accroître la compétitivité-coût des produits nationaux. Et quand l'augmentation d'impôts concerne la TVA, on parle de « TVA sociale », cette stratégie présentant l'avantage de renchérir les biens importés et d'augmenter la compétitivité-prix des exportations, ce qui peut au total améliorer le solde extérieur. La dévaluation fiscale sert à la fois la compétitivité et l'emploi.

- La crise de balances des paiements et de financement extérieur des pays a joué un rôle important dans la genèse de la crise de la zone euro en 2008-2009 mais elle explique aussi l'enlisement de l'économie de toute la zone euro au cours des années suivantes. Avant les années 2008-2009, les « pays du Sud » vivaient largement au-dessus de leurs moyens et finançaient leurs déficits extérieurs grâce aux capitaux privés apportés par les « pays du Nord », qui au contraire accumulaient des excédents extérieurs (les déficits des uns sont les excédents des autres). Ces mouvements de capitaux du Nord vers le Sud étaient favorisés par la libéralisation financière ambiante et par la mise en place de l'euro qui a supprimé le risque de change. Seulement, ils n'ont pas financé que des projets efficaces et porteurs de productivité et de rentabilité ; ils ont souvent favorisé la formation de bulles spéculatives dans les secteurs non exposés à la concurrence internationale et donc relativement moins productifs, d'où le dérapage des salaires, ce qui a aggravé le problème de balance des paiements courants. Et ces apports de capitaux ont été stoppés par les craintes des conséquences de la crise des subprimes et suite à la prise de conscience par les investisseurs des difficultés financières des pays du Sud. Il restait donc à ceux-ci de tout faire pour résoudre leur crise de balance des paiements et de financement extérieur. Deux solutions seulement sont concevables : les mouvements des capitaux publics entre pays excédentaires (« Nord ») et pays déficitaires (« Sud ») prennent le relais de ceux des capitaux privés qui sont stoppés, et la politique d'austérité. La substitution des capitaux publics aux capitaux privés suppose une solidarité sans faille entre les États du Nord et ceux du Sud ; or, une telle solidarité n'existe pas, pas encore. La seule solution est alors aux pays du Sud d'éliminer par eux-mêmes le déficit extérieur, ce qui impose de diminuer la demande intérieure : diminution du déficit public (« austérité budgétaire ») et/ou baisse des salaires (« dévaluation salariale » : les salaires réels ont baissé depuis 2010 de 7% en Espagne et de plus de 20% en Grèce) et/ou diminution de l'investissement des entreprises et des ménages. Et s'il n'y a pas d'austérité budgétaire, il faut que la réduction de la demande intérieure porte totalement sur ses composantes privées : autrement dit, il y a de toute façon austérité. Comme les conséquences de la crise des subprimes ont nécessité des plans publics de soutien de l'activité et de sauvetage des banques, ce qui a fait exploser les déficits budgétaires et les dettes souveraines, beaucoup de pays sont confrontés à une forte austérité globale qui n'est pas que budgétaire, et cela avec des effets dépressifs directs importants sur la demande globale et sur l'activité générale via les multiplicateurs. Et on est loin d'être sûr que les « réformes structurelles » dont on parle tant ne soient pas elles-mêmes un facteur supplémentaire d'austérité régressive.

4^{ème} source d'hétérogénéité : les divergences de politiques économiques et sociales des différents pays membres.

Il y a deux types de divergences : des divergences quant à la nature et au contenu des politiques menées, notamment en matière de gestion de la fiscalité et du système de protection sociale (exemple fameux de la TVA sociale), ce qui rend possible une concurrence socio-fiscale très préjudiciable, et des divergences quant au caractère plus ou moins bien adapté des stratégies retenues et des mesures prises par rapport à la situation.

II- Pourquoi aux EU les hétérogénéités n'ont-elles pas le même impact que dans la zone euro ?

Les différents États qui forment les États-Unis d'Amérique ont autant d'hétérogénéités entre eux que ce qui peut exister au sein de la zone euro. Il y a même des États américains qui sont potentiellement en faillite (Minnesota, Californie par exemple), et sur 50 États il y en a 46 qui sont nettement en déficit. Ce qui différencie les États-Unis de la zone euro dans le traitement des hétérogénéités, c'est qu'il y a un fédéralisme budgétaire aux États-Unis qui fait cruellement défaut à la zone euro. Il y a un budget fédéral qui compense toutes les hétérogénéités, à commencer par celles que crée la politique

L'EURO

monétaire de la banque centrale fédérale, la Fed. Le budget fédéral américain représente environ 20% du PIB du pays, ce qui lui permet de jouer efficacement le rôle d'amortisseur automatique.

La zone euro a donc un fonctionnement bancal : elle fonctionne en matière monétaire comme une fédération alors qu'elle fonctionne en matière budgétaire comme une confédération. Et cette confédération se montre souvent aux prises avec des stratégies opposées, par exemple entre la France qui prône surtout la solidarité vis-à-vis de la Grèce et l'Allemagne qui prône la rigueur. Plus fondamentalement, l'Allemagne a interrogé la France à trois reprises pour savoir si elle est favorable ou non à une union politique de l'Europe et à chaque fois la France s'est dérobée : fin 1989 (avec la 2^{ème} lettre de Kohl à Mitterrand), en 1994 à l'occasion d'une démarche de plusieurs parlementaires allemands, et en mai 2000 avec le discours du ministre des affaires étrangères allemand de l'époque, Joschka Fischer. M. Rocard n'hésite pas à parler de culpabilité de la France en la matière.

Deux remarques ici :

- 1) Il faut comprendre pourquoi l'Allemagne défend ainsi le principe de la rigueur. D'abord, elle-même a eu à faire des efforts colossaux après la réunification des 2 Allemagne et elle ne désire pas aujourd'hui payer pour les autres. Ensuite et surtout, ce principe de rigueur est inscrit depuis la fin de la seconde guerre mondiale dans sa philosophie politique et économique. C'est l'**ordolibéralisme** (voir plus haut), qui tient en 3 mots : banque centrale indépendante, politique budgétaire orthodoxe et cogestion sociale (« économie sociale de marché »).
- 2) La France et l'Allemagne ont adopté lors de la préparation du dernier Conseil européen pour des raisons tactiques des postures inverses à leurs positions historiques puisque la France a défendu l'union bancaire alors que l'Allemagne disait vouloir aller plus loin avec une union budgétaire.

Cela dit, le Traité de stabilité, de coordination et de convergence, le TSCG, ratifié par la France le 9 octobre, est pour l'Allemagne un bon substitut à un budget fédéral puisqu'il force les États membres à une discipline budgétaire tellement sévère qu'il ne doit pas y avoir besoin de budget fédéral (le TSCG est plus rigoureux que le PSC puisqu'il fixe une limite basse de 0,5% au déficit structurel ; d'ailleurs, c'est paradoxal puisque l'on n'a pas été capable de respecter ce PSC...). Il faut savoir aussi que le président de l'UE, Herman Van Rompuy, est en train de réfléchir à la proposition d'un véritable budget pour la seule zone euro. Mais non seulement cela pose un problème par rapport au budget de l'UE, mais surtout il est difficile d'imaginer que les Allemands y soient favorables.

C'est comme la mutualisation des dettes dont on parle beaucoup avec les eurobonds. Comme il s'agit en réalité de mutualiser les risques, l'Allemagne s'y oppose parce qu'elle craint constamment le risque d'aléa moral (c'est le thème des fourmis et des cigales).

On retrouve sur ce dossier l'opposition entre la France et l'Allemagne à la fois sur leur vision de la construction de l'Europe et sur son calendrier : la France voudrait avec les eurobonds faire jouer la solidarité d'abord pour nourrir la confiance nécessaire aux avancées de l'Union tandis que l'Allemagne veut d'abord que tous les pays soient gérés avec toute la rigueur nécessaire pour pouvoir envisager, après et dans la confiance, la mutualisation des dettes.

À côté de la solution d'un budget fédéral (la France en verrait bien un de 4% à 5% du PIB de la zone, de celle du TSCG et de celle des eurobonds, il y a aussi la solution d'un mécanisme de stabilisation dans lequel chaque pays jouerait le rôle de contributeur ou de bénéficiaire selon la phase du cycle conjoncturel dans laquelle il se trouve, mais la détermination de cette phase n'est pas forcément très fiable. En somme, il y a plusieurs solutions pour remédier à l'hétérogénéité de la zone euro mais aucune n'est sans coût ni risque ; et le choix de l'une d'elles nécessite qu'il y ait volonté politique et consensus démocratique.

Le pronostic : Ça empire ou ça va mieux ? S'est-on trompé de traitement pour sauver la zone euro ?

La zone euro est-elle sur la voie de la guérison ? Si cela va un peu mieux, ne s'agit-il que d'une rémission ? Ou alors, doit-on craindre le pire ?

Les réponses à ces questions sont précisément en ce moment en train de se dessiner.

En effet, nous sommes actuellement à un moment charnière de la crise de la zone euro, et cela sur deux plans :

D'abord sur le plan institutionnel : en l'espace des deux mois de septembre et d'octobre, cinq événements décisifs changent la face de la zone euro :

L'EURO

- la décision de la BCE, début septembre, faisant d'elle pratiquement un PDR puisqu'avec son nouveau dispositif, l'OMT –outright monetary transactions-, elle va pouvoir acheter sur le marché secondaire des titres publics des États en difficulté sans limite de temps ni de quantité, à condition toutefois de demander expressément l'intervention du MES, le mécanisme européen de stabilité ; ce dispositif aboutit d'une certaine façon à la mutualisation des dettes publiques ;
- la Cour constitutionnelle allemande donne son feu vert pour l'adoption du MES : sans cette décision, la zone euro aurait été dans la pire situation ;
- la Fed décide un nouvel assouplissement monétaire, ce qui montre que les 2 grandes banques centrales font en ce moment passer l'objectif de soutien de l'activité avant celui de la stabilité des prix. Une étude très récente du FMI, fondée sur une analyse de longue période de l'évolution des pays qui ont connu une dette publique d'au moins 100% de leur PIB, montre que la consolidation budgétaire ne peut pas réussir si les banques centrales ne l'accompagnent pas en créant un environnement monétaire particulièrement favorable, avec des taux d'intérêt bas et une monnaie plutôt sous-évaluée ;
- la ratification par la France le 9 octobre du TSCG, signé le 2 mars (traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) appelé plus couramment pacte budgétaire européen ;
- la supervision bancaire décidée lors du Conseil des 18 et 19 octobre, qui annonce l'union bancaire. C'est cette union bancaire qui permettra de dissocier crise des dettes souveraines et crise bancaire.

Ces 5 événements donnent incontestablement à la zone euro des moyens puissants pour se remettre d'aplomb.

Ensuite, sur le plan des faits et des idées, on sent monter non seulement chez les peuples mais aussi chez les économistes eux-mêmes une contestation de plus en plus forte des politiques d'austérité actuellement menées. Mais en même temps, les données statistiques récentes deviennent un peu contradictoires sur les évolutions à attendre pour les prochains mois et par conséquent sur les jugements que l'on peut porter sur ces politiques d'austérité.

En effet, si on est pessimiste on va privilégier les statistiques de croissance et de chômage des différents pays de la zone : même l'Allemagne semble voir s'essouffler son dynamisme, pendant que les pays du Sud s'enfoncent encore davantage dans les difficultés économiques, sociales et même politiques.

Un consensus semble actuellement se former pour critiquer les politiques de contraction budgétaire forte et rapide, qu'il s'agisse de celles qui augmentent la pression fiscale parce qu'elles diminuent le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises, ou de celles qui réduisent les dépenses publiques parce cela porte atteinte à la qualité des services publics. Il faut en effet tenir compte de la valeur des multiplicateurs keynésiens qui est d'autant plus élevée que l'on est dans une phase dépressive, que les politiques restrictives sont menées en même temps par plusieurs pays et que l'on est dans la zone de trappe monétaire : toute consolidation budgétaire, surtout par les impôts, réduit la consommation des ménages et met à mal les marges des entreprises, d'où un fort effet récessif, avec la baisse de la demande globale et l'augmentation du chômage, ce qui réduit encore plus les rentrées fiscales et les possibilités de réduire les dépenses publiques. D'où un cercle vicieux qui est cumulatif, une spirale récessive qui est infernale. Les efforts demandés à la population sont de plus en plus coûteux et le taux de croissance ne cesse de diminuer. Or, en France par exemple, il faut une croissance d'au moins 1,5% pour que le chômage diminue !

Une première façon de réduire l'impact récessif du redressement des finances publiques serait que ce soit les pays les moins en difficulté qui commencent à réduire leurs déficits et il faudrait l'étaler dans le temps.

À ce propos, deux études importantes sont parues au cours de ces derniers mois de 2012.

D'abord, fin novembre, trois organismes indépendants d'experts économiques, l'OFCE en France, l'IMK en Allemagne et l'ECLM au Danemark, publient le premier « Independent Annual Growth Survey Project » dans lequel ils préconisent l'étalement des programmes d'austérité suite au constat que la situation conjoncturelle, économique et sociale empire.

Ensuite, tout début décembre, une étude de l'INSEE insiste elle aussi sur l'impact négatif des politiques actuellement menées (<http://www.insee.fr/fr/ffc/iana/iana7/iana7.pdf>) : «Après 2% de croissance en 2010, l'activité de la zone euro a ralenti en 2011 (+1,4 %) et se contracterait en 2012 (-0,5 % prévu). Deux facteurs particuliers auraient freiné l'activité ces deux dernières années : la hausse des prix du pétrole et des matières premières et la crise des dettes souveraines en zone euro. (...)

La hausse des prix du pétrole et des matières premières aurait ainsi réduit l'activité d'un quart de point de produit intérieur brut (PIB) en zone euro (un peu plus en France ou en Allemagne), aussi bien en 2011 qu'en 2012.

La crise des dettes souveraines en zone euro s'est manifestée par l'augmentation des taux souverains dans les pays du Sud de l'Europe. Ceci pénaliserait l'investissement via la progression associée des taux privés. La hausse des taux ferait ainsi perdre 0,9 et 1,4 point de PIB en 2012 à l'Italie et à l'Espagne. En revanche, les mouvements de taux auraient un peu soutenu la croissance en France et surtout en Allemagne, leurs dettes publiques ayant statut de valeur refuge.

L'EURO

Face aux hausses des taux souverains, les pays européens ont engagé une consolidation budgétaire ambitieuse. À court terme, de tels ajustements budgétaires ont un effet négatif sur l'activité, car ils pèsent sur la demande. On estime pour 2012 qu'ils auraient réduit la croissance de plus d'un point de PIB en Italie et en Espagne et de 0,8 point en France. Les différents plans de consolidation auraient eu surtout des effets internes aux pays dans lesquels ils sont menés et peu d'influence sur la croissance des autres pays de la zone.

Au total, en France, l'ensemble de ces chocs aurait freiné l'activité à hauteur de 0,7 et 1,1 point de croissance en 2011 et 2012, l'effort de consolidation y contribuant pour moitié en 2011 et aux trois quarts en 2012".

Faisons une rapide *simulation*. Supposons que le gouvernement français veuille réduire d'un point de PIB le déficit public, c'est-à-dire d'environ 20 milliards d'euros, et tablons sur un multiplicateur de 1,2 ; ces deux hypothèses sont proches de la réalité française actuelle (le multiplicateur de 1,2 correspond bien à la situation française actuelle selon l'OFCE, ce qui correspond d'ailleurs aussi à la moyenne pour la zone euro, sachant que le multiplicateur *ex post* estimé pour l'Allemagne est de 0,1). Cette réduction du déficit va donc entraîner a priori une diminution du PIB d'1,2 point. Mais cette réduction va à son tour réduire les impôts de 0,6 point, en considérant que les recettes fiscales représentent environ 50% du PIB. Par conséquent, le déficit public ne sera pas réduit de 1 point mais seulement de 0,4 point. Si bien que, si l'on veut bel et bien diminuer in fine le déficit d'un point de PIB, il faut en réalité tabler au départ sur une diminution des dépenses et/ou sur une augmentation des prélèvements représentant 2,5 points de PIB (1/0,4), soit 50 milliards ! En effet, on aura alors, certes, une baisse du PIB de 1,2 fois plus, donc de 3 points de PIB, ce qui signifie récession, mais la réduction des rentrées fiscales qui s'ensuivra sera de la moitié, donc de 1,5 points de PIB ; et au total, on aura bien une diminution du déficit de 1 point de PIB (2,5 - 1,5). Si cette réduction de 50 milliards n'est pas faite, on ne cessera pas de courir après la résorption du déficit. On tire de ce raisonnement la conclusion forte qu'il ne faut pas tellement tenir compte du multiplicateur "ex ante" mais bien plutôt du multiplicateur "ex post" : voir sur ce point la remarque faite à propos du théorème d'Haavelmo dans notre document sur les modélisations schématiques de l'équilibre macroéconomique. Ce raisonnement fait comprendre en quoi la politique de rigueur budgétaire fait courir le risque d'une spirale récessionniste et même déflationniste, et cela à très court terme. Et c'est pire potentiellement à long terme puisque la politique de rigueur se traduit par des coupes dans les dépenses publiques. Or, comme les coupes les plus simples à faire concernent les dépenses d'investissement public, c'est la croissance à long terme qui est compromise.

Une autre inquiétude peut apporter de l'eau au moulin des pessimistes : le TSCG va-t-il mieux fonctionner que le PSC ? S'il ne fonctionne pas mieux, ira-t-on alors enfin vers le fédéralisme budgétaire avec par conséquent un budget digne de ce nom et des transferts permanents entre les régions et les pays de la zone euro ?

Si oui, la zone euro sera sauvée et elle pourra aller de l'avant et peut-être même continuer sa route vers l'union politique. Sinon, tous ses États membres seront condamnés à réaliser leur équilibre extérieur, ce qui risque de bloquer tout processus de spécialisation, donc les empêcher de s'insérer efficacement dans la compétition internationale ; et les pays qui sont actuellement en difficulté devront continuer, et encore longtemps, à pratiquer des politiques de dévaluation interne, avec tous les risques sociaux et politiques que cela comporte.

Une façon d'éviter un tel recours catastrophique à la dévaluation interne serait que la BCE aille plus loin qu'avec son OMT actuel : il faudrait qu'elle mutualise les dettes publiques en les monétisant carrément. Mais, en dehors du fait que l'Allemagne s'y opposerait sans aucun doute, une telle monétisation n'est sérieusement envisageable que sur une période limitée (alourdissement excessif de son bilan avec des titres pourris et risque de dérapage inflationniste).

Enfin, une autre piste serait l'évolution du taux de change de l'euro. Il a été très longtemps nettement surévalué par rapport au taux de 1,20\$ environ que beaucoup estiment être son taux d'équilibre de long terme. Un taux de change plus bas serait une manière d'apporter des gains de compétitivité-change à la zone euro tout entière (en ce moment, 1€ = 1,29-1,30\$).

Si on est optimiste, on peut l'être de deux façons :

- La première consiste à rester dans l'orthodoxie financière absolue et on peut alors remarquer qu'il y a actuellement des frémissements positifs. Selon certains conjoncturistes en effet, il y aurait trois tendances favorables mais encore très timides : d'abord la réduction du déficit intra-zone des pays en difficulté, ensuite un certain rebond conjoncturel des pays du Nord, ce qui permettrait aux pays du Sud de bénéficier d'une dynamique moins négative et enfin l'amélioration de la compétitivité des pays « périphériques » comme le montre une certaine reprise des IDE et la réduction de leur déficit extérieur global. Celui de la Grèce passe à 6% du PIB cette année contre 15% avant sa crise de la dette publique, celui de l'Espagne tombe à 2% contre 10% en 2007 et l'Irlande affiche même un excédent courant de 2% contre un déficit de presque 8% en 2008). L'Irlande voit même sa conjoncture se rétablir nettement au point de devenir un exemple à suivre pour les pays en difficulté de la zone euro.

Lors d'un entretien donné à la revue allemande Focus à la mi-décembre, Klaus Regling, Directeur général du MES, considère que pour le sauvetage de la zone euro « la moitié du travail a été fait (...) et que cela va prendre encore deux ou

L'EURO

trois ans pour que tous les pays de la zone euro aient un déficit public inférieur à 3% de leur PIB, et pour qu'ils soient sur le bon chemin pour un budget équilibré ».

Cette vision optimiste et orthodoxe trouve au moins en partie sa justification théorique dans l'analyse faite par Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, dans leur livre « Cette fois, c'est différent ; huit siècles de folie financière » paru en 2009 et traduit en français l'année suivante. Au moyen de statistiques traitées avec le logiciel Excel, les auteurs montrent qu'une dette souveraine supérieure à 90% du PIB débouche finalement sur une récession. Mais, mi-avril 2014, grâce aux calculs faits par l'un de leurs étudiants – Thomas Herndon-, Michael Ash et Robert Pollin, professeurs à l'Université d'Amherst dans le Massachusetts, critiquent la méthode employée et contestent donc la conclusion qui en est tirée. C. Reinhart et K. Rogoff répondront que « ce bug regrettable ne remet pas en cause le message central de l'étude », et pour Olivier Blanchard, chef économiste du FMI, la barre de 90% semble malgré tout un bon point de référence.

Dans cette première vision optimiste, le mariage de mesures de rigueur budgétaire et de mesures pour améliorer la compétitivité semble être le bon Policy mix. Certes, la rigueur budgétaire concerne le secteur public tandis que la compétitivité concerne le secteur privé, mais la compétitivité a pour but de compenser, par une augmentation des exportations, la réduction de la demande intérieure qu'entraîne la rigueur budgétaire ; de manière à augmenter la demande globale pour, tout à la fois, réduire le déficit public et augmenter la croissance, donc l'emploi.

Seulement, le problème est que, lorsqu'un pays mène ces deux politiques, celles-ci produisent des externalités négatives : la rigueur budgétaire diminue les importations, et donc les exportations des autres, ce qui réduit leur propre compétitivité, et cela d'autant plus que les gains de compétitivité réalisés par le pays considéré sont importants. Et lorsque plusieurs pays mènent ensemble ces deux politiques, surtout de manière non coordonnée, donc non coopérative, les effets sont globalement négatifs. On comprend bien que, pour qu'il n'en soit pas ainsi, il faudrait que l'ajustement soit pris en charge davantage par les pays en bonne santé que par ceux qui sont en difficulté. Ainsi, en caricaturant à peine le raisonnement, il faudrait que l'Allemagne accepte d'augmenter ses salaires, et d'être un peu plus souple par rapport à son inflation, et qu'elle défende un peu moins sa compétitivité. Il est clair que l'Allemagne n'est pas prête à adopter de tels comportements. D'abord, on sait que la crise de l'hyperinflation des années 1920 l'a rendue définitivement allergique au risque inflationniste. Ensuite, elle a deux bonnes raisons de vouloir continuer à engranger des gains de compétitivité. Ces deux raisons correspondent à des difficultés que l'Allemagne doit gérer : d'une part, il faut qu'elle finisse de « digérer » les difficultés qu'a entraînées la réunification (d'où « l'agenda 2010 » de Gerhard Schröder) et d'autre part il faut qu'elle se prépare aux difficultés que va lui poser durablement son déclin démographique. Par conséquent, si l'Allemagne, et les autres pays créditeurs, n'acceptent pas de participer activement à l'ajustement, celui-ci est imposé de fait aux pays débiteurs. Et c'est là que réside en définitive l'origine de l'impasse dans laquelle on se trouve actuellement : la rigueur budgétaire entraîne les pays dans une spirale récessive infernale et tous s'épuisent dans la course à la compétitivité. Pour l'instant, ce sont les pays déjà en difficulté qui font les frais de ces politiques mais cela peut rejaillir progressivement sur les autres pays.

Faisons ici une remarque sur la situation de l'Allemagne. Ce pays était considéré au début des années 2000 « l'homme malade de l'Europe », à cause essentiellement du coût de la réunification. Et, très souvent, on attribue le redressement de l'économie allemande pour en faire la plus puissante de l'Europe à « l'agenda 2010 », donc au chancelier G. Schröder et aux réformes du marché du travail que lui a inspirées Peter Hartz, alors directeur du personnel de Volkswagen. Mais en réalité, ces réformes ont largement bénéficié d'un alignement de certaines planètes : reprise dans le secteur du bâtiment, très « labor using », la forte croissance des économies émergentes, la réorganisation des processus de production poussée par des délocalisations dans les PECO. Il convient donc de réfléchir avant de « copier » les réformes Hartz...

Tout cet argumentaire montre que cette vision optimiste est fondée sur une illusion, et en prendre conscience devrait nous la faire abandonner pour adopter une autre façon d'être optimiste ; sinon, on serait amené tôt ou tard à rejoindre le camp des pessimistes.

- La seconde façon d'être optimiste est radicalement opposée à la première. Elle donne plus d'importance à l'avenir de l'Europe et de ses peuples qu'à la discipline budgétaire. Et que ce soit les mesures de rigueur budgétaire ou les mesures en faveur de la compétitivité, surtout à partout du moment où tous les pays les prennent en même temps, elle doute non seulement de leur efficacité mais elle estime même qu'elles peuvent être contreproductives, comme on vient de l'analyser.

La situation actuelle ne s'explique pas essentiellement par l'incurie passée mais par un défaut de constitution de la zone euro et par un déficit de démocratie. La légitimité se trouve dans les États-nations, dont les responsables sont élus, mais qui ont été dépouillés de tous les instruments de politique économique, et les instances de pilotage économique de la zone euro (BCE, PSC, Commission) n'ont aucune légitimité. « Les pays membres de la zone euro se retrouvent dans la situation d'États fédérés orphelins d'un État fédéral (...) Ce qui revient à mettre la démocratie sous tutelle technocratique » (J.-P. Fitoussi). Et en plus, il semble que l'on réduise toujours un peu plus la souveraineté des pays sans pour autant augmenter celle de l'Europe. Et de surcroît, de nombreuses occasions ont prouvé que la gouvernance européenne est défaillante : non seulement, l'idéologie libérale qui inspire la Commission européenne lui fait adopter des directives

L'EURO

contestables, mais de plus les situations de crise montrent que le chacun pour soi l'emporte et guide systématiquement les comportements de nos dirigeants. La division en 2 de la zone euro se traduit par un conflit ouvert entre efficacité, voulue par les pays du Nord, et solidarité, demandée par les pays du Sud.

Il faudrait donc que la crise actuelle soit pour l'Europe l'occasion d'un progrès supplémentaire pour qu'elle devienne plus forte, comme cela a d'ailleurs été souvent le cas au cours de son histoire.

Ce progrès doit porter en priorité sur un fédéralisme budgétaire : le bon fonctionnement de la zone euro nécessite que le fédéralisme ne soit pas uniquement dans le domaine monétaire, avec la BCE, mais aussi dans le domaine budgétaire. Un budget européen digne de ce nom permettrait de financer un « New Deal » privilégiant les dépenses d'investissements en matière d'innovation, d'infrastructures et de défense de l'environnement, pour soutenir la transition écologique (un tel New Deal est la solution que défend Michel Aglietta dans son tout dernier ouvrage, coécrit avec Th. Brand ; c'est aussi la solution qu'avanceront ensemble des ministres français et allemands dans un article du Monde du 29 mai 2013). Cela serait un bon moyen de sortir de l'impasse où nous mène la conjonction de politiques restrictives qui dépriment la demande intérieure des pays, et donc le bien être de leur population, et des politiques centrées sur l'offre. Certes, toute économie marche sur ses deux jambes, la demande et l'offre ; et c'est vrai que les politiques de l'offre n'expriment leurs effets que sur le long terme. Mais quand on est en crise et que les mesures prises sont restrictives, ces mesures ont pour effet à court terme de détruire du capital à la fois physique et humain (progression du chômage et aggravation des inégalités), ce qui entre totalement en contradiction avec la logique des politiques de l'offre qui visent en principe l'augmentation de la productivité, de la rentabilité, de la compétitivité et de l'attractivité de l'économie nationale. D'ailleurs, cette contradiction s'explique par le fait que les politiques de l'offre actuellement menées ont en réalité pour but de relancer... la demande... venant de l'étranger. Et si tout le monde faisait pareil... ? ! Finalement, les politiques actuellement menées sont en réalité des politiques keynésiennes, mais ce ne sont pas les bonnes. Au lieu de laisser chaque pays tirer sa croissance par les exportations, il faut, comme on vient de le dire, relancer la croissance au niveau de l'Europe tout entière par des investissements publics.

Par ailleurs, un gouvernement économique pour la zone euro est indispensable non seulement pour piloter la politique budgétaire qui serait commune mais aussi pour fixer à la BCE des objectifs clairs de politique de change. Car il ne faut pas que l'euro perde la guerre des monnaies.

Et, de manière plus générale, il ne faut pas que la zone euro et l'Europe tout entière perdent leur place dans l'économie mondiale ; et, surtout, il ne faut pas que les peuples européens aient à souffrir d'une baisse de leur bien-être.

• **JANVIER 2013 (L'UE AURA UN 28^{ÈME} MEMBRE LE 1^{ER} JUILLET) ->**

1^{er} janvier : pour les États-Unis, l'année 2013 commence plutôt bien : ils échappent à la « falaise budgétaire » puisque les deux chambres adoptent un compromis avec l'exécutif.

À partir de ce début d'année 2013, tous les nouveaux emprunts publics des États membres de la zone euro vont être dotés de clauses d'action collective (CAC). En a décidé ainsi un comité européen pour éviter les défauts désordonnés et pour que fonctionne mieux le marché de la dette souveraine. Il s'agit de fixer le cadre des négociations entre un État en difficulté et ses créanciers quand il doit y avoir restructuration de sa dette publique. Ainsi, quand cette négociation aboutit à ce que $\frac{3}{4}$ des créanciers votent pour l'allongement de maturité de la dette et/ou la réduction de son montant, l'accord vaut pour tous. Ce dispositif va concerner 55% des emprunts émis en 2013 et concernera la totalité des dettes souveraines de la zone euro dans une dizaine d'années.

L'année 2013 commence bien aussi pour la dette française : le jeudi 3, l'État français emprunte sur 10 ans au taux de 2,07%, qui est un plus bas historique.

Sur les places boursières, encouragées par l'événement de la falaise fiscale aux États-Unis et par l'éloignement du risque d'implosion de la zone euro, la première semaine se termine sur de bons scores : +2,44% pour le CAC40 (à 3730 points), -0,03% pour le DAX30, +3,26% pour le Footsie, +2,53% pour le Dow Jones, +2,72% pour le Nasdaq et +2,82% pour le Nikkei. L'euro cote 1,306\$.

À la fin de la deuxième semaine, les performances sont un peu moins homogènes : -0,64% pour le CAC40 (à 3706 points), -0,78% pour le DAX30, +0,52% pour le Footsie, +0,40% pour le Dow Jones, +0,77% pour le Nasdaq et +1,06% pour le Nikkei. L'euro cote 1,334\$.

La troisième semaine se termine quant à elle sur des résultats globalement positifs : +0,96% pour le CAC40 (à 3742 points), -0,17% pour le DAX30, +0,54% pour le Footsie, +1,20% pour le Dow Jones, +0,29% pour le Nasdaq et +1,03% pour le Nikkei.

Le lundi 21, élection du ministre de l'économie néerlandais Jeroen Dijsselbloem (prononcer : Yé-roun deille-seul-bloum) à la tête de l'Eurogroupe pour prendre la suite, pendant 2 ans et demi, de Jean-Claude Juncker qui en aura été le Président depuis sa création en 2005.

En ce début de quatrième semaine, la banque centrale japonaise répond aux nombreux appels que lui adresse le premier ministre qui voudrait que la politique monétaire aide davantage le pays à sortir de la déflation : la BoJ prend plusieurs mesures d'assouplissement et élève à 2% son objectif d'inflation. On constate aussitôt une dépréciation du yen, ce qui fait craindre à plusieurs responsables occidentaux un retour de la guerre des monnaies. D'ailleurs, l'euro monte ces temps-ci face non seulement au dollar mais également par rapport au yen et au franc suisse : la force de l'euro handicape beaucoup les pays de la zone euro dans la mise en œuvre de leur stratégie de croissance. Comme le dit Charles Wyplosz, « la zone euro est le dindon de la farce, coincée qu'elle est entre les politiques non conventionnelles des États-Unis et du Japon qui dévaluent de facto leurs monnaies et le refus de l'Allemagne d'emboîter le pas, ce qui a pour effet de faire monter le cours de l'euro et de nuire à nos exportations. Nous ne sommes pas sortis de l'auberge ! » (voir Le Monde du 21 février).

Le 22 janvier, F. Hollande et A. Merkel fête à Berlin les 50 ans du traité de l'Élysée signé par le Général de Gaulle et K. Adenauer pour sceller l'amitié franco-allemande.

Le mercredi 23, le premier ministre britannique David Cameron annonce, lors d'un discours fait au siège londonien du groupe Bloomberg, que si les conservateurs emportent les élections législatives en 2015 il proposera à ses concitoyens un referendum pour savoir s'ils souhaitent ou non rester dans l'UE. Cette annonce s'inscrit en définitive dans la logique du comportement du Royaume-Uni vis-à-vis de l'Union européenne : depuis longtemps, ce pays ne conçoit l'UE comme un grand marché et tente toujours d'obtenir un traitement privilégié au sein de l'UE. Entre autres responsables européens, le Président français F. Hollande réagit aussitôt : « ce que je dis au nom de la France, en tant qu'Européen, c'est qu'il n'est pas possible de négocier l'Europe pour faire faire ce referendum (...) On ne peut pas l'abaisser, la diminuer, sous prétexte de proposer d'y rester ».

D'une certaine façon, si le Royaume-Uni décidait de quitter l'UE, ce serait peut-être redonner une grande chance à la construction politique de l'Europe et de retrouver ainsi le chemin tracé par les pères fondateurs...

Le jeudi 24, 19 économistes de pays européens - dont quatre Français (B. Granville, J.-J. Rosa, J. Sapir et J.-P. Vesperini) - signent un « Manifeste pour la solidarité européenne » qui propose une solution radicale pour sauver l'Union européenne et plus précisément la zone euro.

En voici le texte, dans notre traduction :

« La solidarité européenne face à la crise de la zone euro :
« Segmentation contrôlée de la zone euro afin de préserver les réalisations les plus précieuses de l'intégration européenne

La crise de la zone euro mine l'existence de l'Union européenne et du marché commun

La création de l'Union européenne et du Marché commun européen figure parmi les plus grandes réalisations politiques et économiques de l'Europe de l'après-guerre. Le succès remarquable de l'intégration européenne est le résultat d'un modèle de coopération qui a profité à tous les États membres sans menacer aucun d'entre eux.

L'euro était considéré comme un autre pas important sur la voie d'une plus grande prospérité en Europe. Au lieu de cela, la zone euro, dans sa forme actuelle, constitue désormais une menace sérieuse pour le projet d'intégration européenne.

Les pays du sud de la zone euro sont pris au piège de la récession et ne peuvent pas restaurer leur compétitivité en dévaluant leurs monnaies. D'autre part, les pays du nord de la zone euro sont invités à compromettre leurs valeurs de politique financière prudente et à agir comme des "poches profondes" censées financer le Sud par le biais de plans de sauvetage sans fin. Cette situation risque de provoquer de graves troubles sociaux dans le sud de l'Europe et mine profondément le soutien du public à l'intégration européenne dans les pays du nord de l'Europe. Au lieu de renforcer l'Europe, l'euro génère des divisions et des tensions qui sapent les fondements mêmes de l'Union européenne et du Marché commun.

Une stratégie sous les auspices de la solidarité européenne

Nous estimons que la stratégie qui offre les meilleures chances de sauver l'Union européenne, l'atout le plus précieux de l'intégration européenne, est une segmentation contrôlée de la zone euro via une sortie négociée des pays les plus compétitifs. L'euro pourrait alors rester - pendant un certain temps - la monnaie commune des pays les moins compétitifs. Cela signifierait en définitive un retour aux monnaies nationales ou à des monnaies différentes desservant des groupes de pays homogènes.

Cette solution serait une expression de la solidarité européenne. Un euro plus faible améliorerait la compétitivité des pays de l'Europe du Sud, les aiderait à sortir de la récession et à connaître la croissance économique. Cela réduirait également le risque de panique bancaire et l'effondrement des systèmes bancaires des pays de l'Europe du Sud, ce qui se produirait s'ils étaient contraints de quitter la zone euro ou décidaient de le faire en raison de la pression publique interne préalable à la sortie de la zone euro des pays les plus compétitifs.

La solidarité européenne serait en outre soutenue par un accord sur un nouveau système de coordination monétaire européen visant à prévenir les guerres monétaires ainsi que les fluctuations monétaires excessives entre les pays européens.

De toute évidence, au moins dans certains pays du sud, des réductions de la dette seraient nécessaires. L'ampleur de ces réductions et les coûts pour les créanciers seraient toutefois moins importants que dans une situation où ces pays sont restés dans la zone euro actuelle et où leur économie a connu une croissance inférieure au potentiel et un taux de chômage élevé. De cette manière, la sortie de la zone euro ne signifie pas que les économies les plus compétitives ne supporteront pas le coût de la réduction du fardeau de la dette des pays en crise. Cela se produira toutefois dans les cas où cette assistance leur aiderait à connaître une croissance économique, contrairement aux plans de sauvetage actuels, qui ne nous mènent nulle part.

Pourquoi cette stratégie est-elle si importante ?

Il va sans dire que nous avons tous intérêt à ce que l'Union européenne revienne sur la voie de la croissance économique - la meilleure garantie de la stabilité et de la prospérité de l'Europe. La stratégie d'une segmentation contrôlée de la zone euro permettrait un tel scénario de la manière la plus rapide possible ».

À la fin de la 4^{ème} semaine, et en considérant le contexte du moment, les marchés sont plutôt en très bonne forme au point que l'idée de bulle financière fait sa réapparition : +0,98% pour le CAC40 (à 3778 points), +2,02% pour le DAX30, +2,11% pour le Footsie, +1,80% pour le Dow Jones, +0,45% pour le Nasdaq, +0,12% pour le Nikkei. Et l'euro cote plus de 1,34\$.

• Février 2013 ->

Au tout début du mois, les places financières enregistrent des performances très mitigées mais meilleures que ne pourraient les justifier les mauvaises situations que connaissent de grandes banques européennes, à commencer par le Crédit agricole en France : -0,12% pour le CAC40 (à 3774 points), -0,31% pour le DAX30, +1,00% pour le Footsie, +0,82% pour le Dow Jones, +0,93% pour le Nasdaq et +2,42% pour le Nikkei.

L'euro est haut puisqu'il cote plus de 1,37\$. D'ailleurs, plusieurs responsables de la zone euro, à commencer par le Président de la République française, s'en émeuvent ouvertement. Se pose ainsi la sempiternelle question du taux de change d'équilibre d'une monnaie et on sait qu'il n'y pas de réponse univoque à cette question (voir sur ce site notre document sur le taux de change). *En effet, étant donné l'hétérogénéité de la zone, si taux de change d'équilibre il y avait, il dépendrait des circonstances économiques générales et surtout il ne serait pas le même selon les pays : des experts estiment par exemple que l'Allemagne peut supporter un euro à près de 1,80\$ tandis que la France commence à souffrir avec un euro à 1,24 et l'Italie avec un euro à 1,17\$ (remarquons toutefois que les exportations, françaises en particulier, ont un contenu en importations de plus en plus important : il ne faut donc pas forcément compter sur une baisse de l'euro pour rééquilibrer les comptes extérieurs). De plus, on constate que, dans une zone euro globalement peu ouverte (environ à 25%), ce qui signifie que globalement elle n'est pas trop sensible aux mouvements du taux de change, le rééquilibrage de la situation des pays du Sud par rapport à ceux du Nord passe par une montée en régime de leur moteur « extérieur » (celui de leurs exportations). Or, un euro trop fort pour eux empêche cette montée en régime. Lors d'une intervention faite le mercredi 20 à Berlin devant des économistes, A. Merkel considérera qu'un euro compris entre 1,30 et 1,40 \$ lui semble tout à fait normal.*

Comme tous les premiers jeudis de chaque mois, le Conseil des gouverneurs de la BCE se réunit le jeudi 7 : les taux directeurs sont maintenus. Mais, lors de sa conférence de presse, le Président Draghi se montre certes convaincu que la crise de la zone est bel et bien endiguée mais il est aussi moins optimiste que le mois précédent sur la situation d'ensemble. Cela suffit pour faire baisser fortement l'euro qui perd ainsi en un jour ce qu'il avait gagné en 10 séances, en cotant moins de 1,34\$ (1,3365\$). Par ailleurs, il estime qu'un lien existe entre le taux de change et la stabilité des prix. Autant dire qu'il lance un pavé dans la marre puisqu'il établit un lien entre l'objectif interne et l'objectif externe, alors qu'il y a depuis la création de la BCE une primauté absolue de l'objectif interne. Cela dit, les grands argentiers du G7, juste avant la tenue du G20 le 15, réaffirmeront leur « engagement de longue date pour des taux de change déterminés par le marché ».

Le vendredi 8, réunion à Bruxelles du Conseil européen pour arrêter le budget de l'UE pour les 7 années à venir. Après 34 heures de négociations, le compromis débouche sur une réduction des crédits d'engagements, de 993 milliards d'euros pour 2007-2013 à 960 milliards pour 2014-2020 : « nous ne pouvions simplement pas ignorer les réalités économiques extrêmement difficiles » dit le Président du Conseil. Il n'empêche qu'aussitôt les eurodéputés, toutes tendances confondues, menacent de ne pas voter ce budget en l'état.

Sur la semaine qui s'achève, avec un discours prudent du Président de la BCE et des péripéties politiques en Espagne et en Italie, les places boursières enregistrent des résultats négatifs, surtout en Europe : -3,29% pour le CAC40 (à 3649 points), -2,31% pour le DAX30, -1,31% pour le Footsie, -0,12% pour le Dow Jones, +0,46% pour le Nasdaq et -0,34% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3361\$.

Le mercredi 13, le premier ministre français J.-M. Ayrault reconnaît que l'objectif de 3% de déficit ne pourra pas être atteint comme annoncé fin 2013 mais réaffirme l'objectif de 0% pour la fin du quinquennat. « Ce qui compte, c'est la trajectoire ». Et c'est bien sur ce point que vont se battre les responsables français à Bruxelles. Point positif : Olli Rehn, le Commissaire aux affaires économiques, déclare qu'il est prêt à analyser les situations des pays au cas par cas et que « en cas de détérioration de la conjoncture, un pays peut recevoir plus de temps pour corriger son déficit excessif, s'il a fourni les efforts structurels ». Il n'empêche que la France est placée sous surveillance accrue, vu que le déficit prévu pour 2013 atteint au moins 3,6%.

Remarque : quand le Président français reconnaîtra-t-il qu'il va être pratiquement impossible d'honorer son engagement d'inverser la courbe du chômage d'ici la fin de cette année ? La Commission européenne prévoit pour la France un taux de chômage de 10,7% en 2013 et de 11% en 2014...

Sur les marchés financiers, la troisième semaine, se termine sur des performances très moyennes : +0,30% pour le CAC40 (à 3660 points), -0,77% pour le DAX30, +1,03% pour le Footsie, -0,08% pour le Dow Jones, -0,06% pour le Nasdaq et -1,61% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3361\$.

Les 15 et 16 février, réunion à Moscou du G20 ; qui, pourrait-on dire une fois de plus, est une réunion « en vain » car, d'une part, l'opposition entre ceux qui souhaitent que l'on modère les assainissements budgétaires et ceux qui voient en cela du laxisme reste entière et, d'autre part, tous les participants promettent haut et fort de ne pas pratiquer de « dévaluation compétitive » alors qu'il semble assez évident qu'une guerre des monnaies est d'ores et déjà ouverte quand on regarde les comportements monétaires des États-Unis, du Japon et de la Chine.

Le mercredi 20, compromis entre le Parlement européen et le Conseil européen sur le « two-pack » : le PSC, déjà renforcé en octobre 2011 avec le « six-pack » (ensemble de 5 règlements et d'une directive ; voir ici à la date de fin septembre 2011), est complété par la possibilité donnée au Commissaire chargé des affaires économiques de demander aux gouvernements dont les finances publiques sont en déficit excessif de modifier leur projet de budget avant que celui-ci ne passe devant le parlement national.

La Commission européenne rendra publics les deux règlements compris dans ce « two-pack » le 27 mai : règlements UE nos 472/2013 et 473/2013.

C'est également ce mercredi 20 que l'agence S&P fait un commentaire positif sur la situation économique française, au vu d'une part des efforts en matière de compétitivité et d'autre part de la réforme annoncée du marché du travail : l'agence estime donc que la France peut rester pour l'instant à sa note actuelle AA+.

Le vendredi 22, l'agence Moody's dégrade d'un cran le Royaume-Uni, de Aaa à Aa1, à cause d'une croissance trop faible, d'où de gros risques pour sa dette qui pourrait approcher les 100% du PIB au milieu de la décennie.

Sur les marchés financiers, la dernière semaine du mois est marquée par de fortes fluctuations, essentiellement à cause de divergences au sein du staff de la Fed révélées dans les « minutes » de sa réunion de janvier qui viennent d'être publiées : certains de ses membres souhaitent que la Fed cesse ses rachats d'actifs, et par conséquent sa stratégie de création monétaire à tout va. Les marchés craignent un retour brutal à une stratégie orthodoxe. +1,25% pour le CAC40 (à 3706 points), +0,90% pour le DAX30, +0,12% pour le Footsie, +0,13% pour le Dow Jones, -0,95% pour le Nasdaq et 1,90% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3192\$.

La fin du mois de février est principalement marquée par le déclenchement d'une crise politique en Italie puisque, suite aux élections législatives qui ont donné la victoire à l'anti-euro et à l'anti-rigueur, la 3^{ème} économie de la zone euro est sans gouvernement !

Également en cette fin de mois, et faute d'un accord entre les Républicains et les Démocrates, des coupes budgétaires automatiques –et non sélectives– d'un montant de 85 milliards de dollars vont s'appliquer aux États-Unis. Ce dispositif, dit du « séquestre », appelé aussi « falaise budgétaire », prévu par une loi d'août 2011, va avoir de graves conséquences tout particulièrement sur la qualité des services publics et sur le niveau de la croissance, non seulement aux États-Unis mais aussi, par contrecoup, dans le monde entier.

• Mars 2013 ->

À cause des incertitudes politiques italiennes et de la catastrophe budgétaire américaine, le mois

commence sur les places boursières par des résultats volatiles et mitigés : -0,17% pour le CAC40 (à 3700 points), +0,60% pour le DAX30, +0,68% pour le Footsie, +0,64% pour le Dow Jones, +0,25% pour le Nasdaq et 1,94% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3023\$.

La réunion de l'Eurogroupe du 4 mars est agitée par deux dangers importants : le cas chypriote et la situation italienne.

Lors de sa réunion mensuelle, la BCE a maintenu le jeudi 7 mars le statu quo de ses taux directeurs. Comme la situation de la zone euro est très préoccupante (révision à la baisse du taux de croissance de la zone euro en 2013 de -0,3% à -0,5% et progression du chômage), et bien que le risque de spirale déflationniste ne soit pas exclu (une inflation de 1,6% est prévue pour 2013), cette décision peut s'expliquer par la pression que la BCE veut exercer sur les gouvernements pour qu'ils réalisent les réformes structurelles nécessaires et continuent à réduire leurs déficits publics. M. Draghi a cependant confirmé que la BCE aurait une politique monétaire accommodante aussi longtemps qu'il le faudra. Sur les marchés boursiers, la première semaine de mars se termine sur de très bons résultats, boostés par de fortes progressions à Wall Street qui enchaîne les séances haussières et bat des records, et lui font effacer 5 années de crise grâce aux bonnes nouvelles sur le front de l'emploi et à la politique monétaire accommodante de la Fed : +3,79% pour le CAC40 (à 3840 points), +3,61% pour le DAX30, +1,65% pour le Footsie, +2,18% pour le Dow Jones (à 14397 points), +2,35% pour le Nasdaq et +5,84% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3005\$.

Le mardi 12, lors d'un déplacement à Dijon et dans sa région, le Président F. Hollande indique, pour la première fois, que le déficit public sera « sans doute à 3,7% en 2013 ». Notons qu'il a l'occasion d'insister sur les blocages qui handicapent l'action de l'État en France, qu'il résume par trois mots : lenteur (des actions et réactions des acteurs économiques), lourdeur (des procédures) et torpeur générale. Le hasard veut que le même jour, le gouverneur de la Buba considère que la crise n'est pas finie dans la zone euro, et c'est lui qui avait quelques jours plus tôt, devant les élèves d'HEC, estimé que « le cours des réformes semble piétiner en France »...

Le mercredi 13, le Parlement européen « rejette sous sa forme actuelle » le projet de budget de l'UE pour la période 2014-2020 tel qu'il a été mis au point - difficilement - lors du Conseil européen du 8 février.

Les jeudi 14 et vendredi 15, le Conseil européen se réunit, avec pour principal ordre du jour la stratégie permettant d'assurer la compatibilité entre l'austérité qu'impose la situation des finances publiques et la croissance que nécessite l'aggravation considérable du chômage. Il y a bien consensus sur l'urgence à trouver une telle stratégie mais peu de décisions sont prises : celles-ci semblent renvoyées au Conseil qui doit se tenir le 23 mai...

Notons que ce problème de « Policy mix » entre austérité budgétaire et relance macroéconomique est en ce moment commun à la zone euro et aux États-Unis, lesquels en effet sont aux prises avec des coupes sombres dans les dépenses publiques et désireux en même temps de lutter contre le chômage en relançant la consommation au moyen en particulier d'une augmentation du salaire minimum.

Le samedi 16, un accord est trouvé pour financer **Chypre** entre l'Eurogroupe et le FMI avec un plan de sauvetage de 10 milliards d'euros maximum : 9 pour la zone euro et 1 pour le FMI, alors que la demande porte sur 17 milliards, c'est-à-dire l'équivalent d'une année de PIB. Chypre est ainsi le 5^{ème} pays de la zone euro à bénéficier d'une aide internationale, après la Grèce, le Portugal, l'Irlande et l'Espagne pour ses banques, comme c'est le cas pour Chypre dont les établissements financiers sont au bord de la faillite à cause de la restructuration de la dette grecque. Mais, comme Chypre serait incapable de rembourser une dette de 17 milliards, l'Eurogroupe et le FMI demandent que Chypre apporte les 7 milliards complémentaires : pour compléter les recettes tirées d'une hausse du taux de l'impôt sur les sociétés (de 10 à 12% !), d'une taxe sur les plus-values et de privatisations, il faut trouver 5,8 milliards. Il est envisagé pour cela, par le FMI et quelques États membres comme l'Allemagne, de réaliser une « faillite ordonnée » des deux principales banques en situation de faillite, mais la solution proposée par la Commission européenne, soutenue par la BCE et par des États membres, dont la France, est préférée. Ce sera une taxation des dépôts bancaires, taxation à 6,75% pour les dépôts jusqu'à 100 000 euros et à 9,9% au-delà (le Président chypriote aurait refusé une seule taxation, à 2 chiffres, des dépôts supérieurs à 100 000 euros pour ne pas entrer en conflit en particulier avec les déposants russes qui sont majoritaires dans les non-résidents dont les comptes de dépôt représentent 45% du total). L'exigence de l'Eurogroupe et du FMI s'explique aussi par le souci

d'obliger Chypre à se réformer pour ne plus être un paradis bancaire et fiscal. Notons que le secteur bancaire chypriote présente deux caractéristiques spécifiques : il est hypertrophié puisqu'il pèse 8 fois le PIB et les dépôts représentent 90% du bilan bancaire consolidé, ce qui signifie que son sauvetage ne peut pas passer uniquement par des sacrifices demandés aux actionnaires et aux porteurs des obligations bancaires. Mais, même si elle est présentée comme une taxe exceptionnelle sur le patrimoine, cette taxation est comprise comme une remise en cause du principe européen de la garantie des dépôts jusqu'à 100 000 euros et il est évident qu'elle va toucher les petits épargnants, même si l'objectif sous-jacent est de lutter contre le blanchiment d'argent (notons que le président Poutine juge cette décision « injuste, non professionnelle et dangereuse »). Cette décision entraîne bien évidemment à Chypre une « course aux guichets » mais ceux-ci sont fermés rapidement et pour plusieurs jours, et une forte colère sociale. Et les Bourses européennes mais aussi asiatiques, et l'euro, baissent dès le lundi.

La fin de la semaine se termine sur les marchés boursiers par des performances positives, entraînées par celles de Wall Street qui ne cesse de monter (le CAC40 est de son côté au plus haut depuis l'été 2011) : +0,10% pour le CAC40 (à 3844 points), +0,71% pour le DAX30, +0,09% pour le Footsie, +0,81% pour le Dow Jones, +0,14% pour le NASDAQ et +2,26% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3076\$.

Le lundi 18, devant l'accumulation des réactions négatives et étant donné les risques de contagion, l'Eurogroupe réajuste le tir en proposant à Chypre de ne pas taxer les comptes dont le solde est inférieur à 100 000 euros, façon de rester conforme avec le principe européen de garantir jusqu'à cette somme les dépôts en cas de faillite (cette volte face de l'Eurogroupe peut légitimement inquiéter sur la qualité de son mode de gouvernance). Mais le gouvernement chypriote décide de taxer à 6,75% tous les dépôts compris entre 20 000 et 100 000 euros et à 9,9% au-delà. Face à cette crise, la BCE, qui était présente lors de la réunion du FMI et de l'Eurogroupe, affirme de son côté qu'elle fournira autant que nécessaire des liquidités aux banques chypriotes.

Remarque : c'est la loi du 25 juin 1999 qui régit en France l'indemnisation des déposants jusqu'à 100 000 euros, par déposant et par banque, en cas de faillite de leur établissement financier, avec la création du Fonds de garantie des dépôts -FGD (la loi prévoit un plafond de 70 000 euros pour les titres ; un autre mécanisme couvre les contrats d'assurance-vie, avec un plafond de 70 000 euros par contrat et par société d'assurances ; les fonds déposés sur les livrets A, LDD et LEP sont garantis par l'État à 100%, indépendamment du FDG). C'est depuis le 1^{er} janvier 2011 que le plafond de garantie de 100 000 euros par déposant s'applique à toute l'Union européenne.

Le mardi 19, le parlement chypriote rejette en bloc le projet de loi sur la taxation des dépôts bancaires. Mais alors, comment trouver les 5,8 milliards ? Le FMI et les Allemands affirment qu'il n'y a pas de « plan B » ... Et tout le monde attend que le « plan B » soit trouvé par Chypre elle-même. La situation entraîne une chute brutale des Bourses.

Le mercredi 20, Chypre cherche en vain à obtenir une aide la Russie.

Le jeudi 21, la BCE met les autorités chypriotes en demeure de trouver un plan B avant le lundi suivant en les menaçant de priver les banques de ses liquidités, façon pour elle de combattre le risque d'aléa moral, et l'agence Standard & Poor's dégrade la dette de Chypre d'un cran à CCC en mettant en garde contre une faillite de l'île. De son côté, le Président de l'Eurogroupe considère que la crise chypriote est de type systémique ; mais la faillite du pays pourrait-elle emporter effectivement toute la zone euro alors que Chypre ne pèse que 0,2% du PIB ?

La crise financière de Chypre s'approfondit donc et peut s'élargir par contagion, qui est le risque le plus important que fait craindre tout phénomène de crise chez l'un des États membres. Et comme pour toute crise de dette souveraine, qui est de type financier, les répercussions possibles de la crise chypriote sont macroéconomiques, puis sociales et politiques.

Le vendredi 22, le parlement chypriote vote une restructuration du secteur bancaire.

En fin de semaine, les Bourses enregistrent certes des baisses, mais pas très fortes car elles se rétablissent un peu après la chute de mardi : -1,92% pour le CAC40 (à 3770 points), -1,63% pour le DAX30, -1,49% pour le Footsie, -0,01% pour le Dow Jones, -0,13% pour le Nasdaq et -0,34% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2819\$.

Le lundi 25, fin de l'ultimatum de la BCE, qui pourra continuer à soutenir le système bancaire chypriote parce qu'un compromis est trouvé in extremis. L'essentiel de ce compromis tient en les

décisions concernant les deux principales banques de l'île, « Bank of Cyprus » et « Laiki Bank », qui rassemblent à elles seules 80% des avoirs bancaires. La banque Laiki est démantelée (d'où de fortes pertes pour ses actionnaires et ses créanciers obligataires) et ses bons actifs, en particulier les dépôts inférieurs à 100 000 euros, sont transférés à Bank of Cyprus ; les dépôts supérieurs à 100 000 de Laiki sont gelés et utilisés pour régler ses dettes et pour recapitaliser l'autre banque par conversion en capital. Mais Bank of Cyprus doit absorber ce que Laiki doit à la BCE (9 milliards) et les dépôts de plus de 100 000 euros qu'elle a seront taxés à 40% contre des actions pour conforter sa recapitalisation (ceux faits chez Laiki seront taxés à 60%). Cette taxation prendra la forme d'une retenue à la source lors de la réouverture des banques. Par ailleurs, il y aura la cession des filiales et des succursales que les banques chypriotes ont en Grèce pour diminuer d'environ 40% la taille du système bancaire, de façon à ce que celle-ci se rapproche de la moyenne européenne.

À la suite de cette solution apportée au cas chypriote, le Président de l'Eurogroupe crée beaucoup d'inquiétude en disant que cette solution pourrait servir d'exemple pour le traitement de cas analogues : se sentent alors visés la Slovaquie qui a un système bancaire également malade et le Luxembourg ainsi que Malte dont les systèmes bancaires sont également hypertrophiés.

Le mercredi 25, et pour que l'ouverture des guichets bancaires prévue le lendemain ne s'accompagne pas de sorties de capitaux massives, Nicosie instaure pour un temps un contrôle des mouvements internationaux de capitaux, c'est-à-dire un contrôle des changes.

Cette mesure, qui est très grave parce qu'elle est contraire au fonctionnement interne de la zone euro, donne lieu à toute une série de commentaires, et certains vont jusqu'à annoncer la sortie de Chypre de la zone euro. On peut en effet considérer que cette mesure crée de fait deux euros, l'euro communautaire et l'euro chypriote dont la circulation ne sera plus libre. Et d'après le triangle d'impossibilité de Mundell, comme la liberté de circulation des capitaux est supprimée, Chypre doit retrouver la souveraineté de sa politique monétaire, ce qui revient à une sortie de la zone euro... Selon certains, une sortie de l'euro serait d'ailleurs peut-être une bonne solution pour Chypre, qui aurait ainsi la possibilité de dévaluer pour contrer l'affaiblissement de son économie que vont lui causer l'amputation d'une partie importante de son système bancaire et les faillites probables de nombreuses entreprises. En tous les cas, à quand l'harmonisation fiscale ? Et vivement l'union bancaire ! Mais en milieu de ce mois, l'Allemagne demande un changement des traités pour que soit mise en place l'union bancaire. Autant dire que celle-ci va être encore retardée alors que la BCE ne cesse de dire qu'elle est cruciale pour la stabilisation de la zone euro.

Au total, la crise semble écartée pour la zone euro mais les difficultés économiques et sociales commencent pour Chypre...

Sur les places boursières, la fin du mois se traduit par des performances, marquées par la crise chypriote : -1,03% pour le CAC40 (à 3731 points), -1,47% pour le DAX30, +0,29% pour le Footsie, +0,46% pour le Dow Jones, +0,69% pour le Nasdaq et +2,23% pour le Nikkei. L'euro est orienté à la baisse et cote 1,2818 \$.

Bien que ses finances publiques aient dérapé en 2012 (déficit de 4,8% du PIB au lieu des 4,5% visés par le gouvernement et une dette qui dépasse les 90% du PIB), la France a encore la confiance des marchés puisqu'elle vient d'emprunter à un taux historiquement bas : comparativement à beaucoup d'autres pays de la zone euro, notre pays reste encore une valeur sûre aux yeux des investisseurs.

• Avril 2013 ->

Le 2, annonce d'un plan d'assistance à Chypre (9 milliards sont prêtés par le MESF et 1 milliard par le FMI).

Le jeudi 4 avril, la BoJ (Banque centrale du Japon) décide une importante modification de sa politique monétaire, pour essayer à nouveau de sortir de la déflation que le pays connaît depuis 15 ans : laissant bien sûr ses taux au plus bas, elle va mener dorénavant une politique de base monétaire et accroître ainsi sa création monétaire. Alors que l'objectif de la BCE est de ne pas dépasser sur le moyen terme une inflation de 2%, celui de la BoJ est d'atteindre au contraire ce niveau d'inflation de 2%, et ce dans les deux ans. Il en est attendu une relance, essentiellement par les exportations grâce à une dépréciation du yen. D'ailleurs, sitôt l'annonce faite de ce changement de politique monétaire, la monnaie japonaise est en effet nettement orientée à la baisse.

Ce même jour, la BCE décide le maintien de ses taux directeurs (l'inflation est à 1,7%) et M. Draghi se montre peu optimiste concernant le calendrier de la reprise de l'activité dans la zone euro et se dit prêt à agir pour soutenir l'économie : il se pourrait donc que la BCE baisse ses taux dans les mois prochains, mais de toute façon le taux de change de l'euro s'en ressent immédiatement.

Sur les marchés financiers, la 1^{ère} semaine se termine sur des performances négatives, après des hauts et des bas en cours de semaine : -1,82% pour le CAC40 (à 3663 points), -1,75% pour le DAX30, -2,53% pour le Footsie, -0,09% pour le Dow Jones, -1,95% pour le Nasdaq et +3,51% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2992\$.

Le mercredi 10, la Commission européenne publie une étude consacrée aux déséquilibres macroéconomiques dont souffre la France, en mettant l'accent sur ses problèmes de compétitivité, donc de déséquilibre extérieur et sur l'importance de son endettement public. Elle préconise en particulier des politiques en faveur de la rentabilité des entreprises, de la recherche et de l'innovation. Le jeudi 11, les responsables de Chypre révèlent que le sauvetage économique de l'île va en fait coûter 23 milliards au lieu des 17 prévus initialement parce que la récession est plus forte que prévu, d'où des besoins financiers accrus. Le sur-coût va peser sur les gros déposants, il y aura des augmentations d'impôts et des privatisations, et la Banque centrale chypriote va vendre une partie de son or : l'avenir économique de Chypre va encore s'assombrir. Cette perspective de vente d'or, à laquelle s'ajoutent des perspectives défavorables pour la croissance mondiale, amplifiées par de mauvais résultats pour l'économie chinoise, affecte durement le cours de l'or qui connaîtra le 15 avril une chute jamais enregistrée depuis 1983.

Ce même jeudi, le FMI exprime ses inquiétudes, essentiellement sur deux points : d'une part, sur l'importance que prend le « shadow banking » parce qu'il y a de plus en plus de transferts de risques vers lui venant du système bancaire « normal », et d'autre part, sur la nécessité d'intensifier l'assainissement des bilans des banques de la zone euro, en priorité de celles qui sont très soumises aux dettes souveraines et qui accumulent beaucoup de créances douteuses, provenant en particulier du monde de l'immobilier.

Au cours de cette deuxième semaine, un débat s'instaure au sein même du gouvernement français à propos de la politique économique suivie : C. Duflot, A. Montebourg et B. Hamon pointent les dangers de la politique de rigueur : selon le ministre du redressement productif, « le sérieux budgétaire, s'il tue la croissance, n'est plus sérieux mais absurde et dangereux. (...) Il est plus que temps d'ouvrir le débat sur cette politique européenne qui conduit l'Union à la débâcle ». Le nouveau ministre du budget (B. Cazeneuve), le premier ministre puis même le Président de la République, qui considère que la politique actuellement menée n'est pas une politique d'austérité et qu'il n'est pas question de changer de cap. Notons que lors du conseil national du PS qui se tiendra à Paris le 13 avril, de très nombreux participants ont applaudi la cinquantaine de salariés grévistes de l'usine de PSA à Aulnay-sous-Bois venus manifester contre ce qu'ils appellent « la trahison » du gouvernement. La deuxième semaine se termine sur les places boursières par des performances en hausse : +1,80% pour le CAC40 (à 3729 points), +1,12% pour le DAX30, +2,15% pour le Footsie, +2,06 pour le Dow Jones, +2,74% pour le Nasdaq et +5,08% pour le Nikkei, ces résultats, et bien évidemment en particulier le dernier, montrent l'effet qu'a la récente décision de la BoJ. L'euro cote 1,3113\$.

Au cours de la troisième semaine, des prévisions contradictoires sont faites pour la croissance de l'économie française en 2013. D'un côté, le gouvernement prévoit une croissance de 0,1% pour 2013 et de 1,2% pour 2014. D'un autre côté, le tout nouveau Haut Conseil des finances publiques, l'OFCE et le FMI prévoient pour 2013 une récession aux alentours de -0,1%. Certes, l'écart de prévision est faible, et par conséquent sujet à caution. Mais il n'en demeure pas moins vrai que depuis plusieurs mois le gouvernement français a tendance à baser ses décisions sur des prévisions qui pèchent par optimisme. Après avoir dit que c'est fin 2013 que l'objectif de 3% de déficit public serait réalisé, on l'a reporté fin 2014, en fixant à 3,7% l'objectif de déficit pour fin 2013 : ainsi, la France fait-elle partie des 6 pays qui demandent à la Commission un délai supplémentaire pour faire passer leur déficit sous la barre des 3%. En somme, comme le dit le Commissaire européen aux affaires économiques, « le rythme d'ajustement budgétaire en Europe s'est déjà ralenti depuis 2012 ». Plus même, on est en train en France de battre des records à la fois en matière de dépenses publiques (56,9%), de prélèvements (46,5%) et de dette publique (94,3%), ce qui excède le seuil considéré comme critique, même en admettant les erreurs de calcul de Reinhart et Rogoff. Tout cela complique la réalisation des objectifs affichés et des engagements pris, d'où l'alourdissement du climat de défiance, alors que l'on sait que la confiance des agents privés (ménages et entreprises) est un moteur indispensable pour le redressement.

Pour réduire d'un point de PIB le déficit public, c'est-à-dire d'une vingtaine de milliards, le

gouvernement table pour 2014 sur une réduction des dépenses publiques de 14 milliards (avec notamment des réformes concernant notre système de protection sociale, en attendant celle des retraites...) et sur une nouvelle augmentation des impôts de 6 milliards, alors qu'il s'était engagé à ne plus les augmenter... Rappelons ici notre simulation faite plus haut (dans l'annexe qui clôt l'année 2012), qui indique que pour réduire d'un point de PIB le déficit, il convient de réduire concrètement ce déficit de 50 milliards et non de 20 puisqu'il faut prendre en compte le multiplicateur ex post et non le multiplicateur ex ante. Et il faut pouvoir assumer toutes les conséquences à court et à long terme d'une telle politique.

Vendredi 19, deux informations essentiellement : d'une part, la réunion du G20 à Washington qui débouche sur un consensus sur l'échange automatique d'informations bancaires pour lutter contre les paradis bancaires et fiscaux et aussi sur la nécessité de soutenir la croissance, y compris en assouplissant les politiques d'austérité ; d'autre part, la dégradation d'un cran de la dette publique du Royaume-Uni par Fitch, à AA+, après que Moody's l'ait fait fin février.

La fin de cette troisième semaine est marquée sur les places financières par un certain désappointement à cause de la situation décevante à la fois de l'économie mondiale et de la zone euro, dont les politiques minent la croissance, ce qui se répercute partout ailleurs, et aussi à cause de la fausse rumeur de la mort de G. Soros, de la vraie perte (sur l'or) de J. Paulson et de la contestation des travaux de Reinhart et Rogoff (voir plus haut notre annexe pour la fin de l'année 2012) : -2,07% pour le CAC40 (à 3652 points), -3,68% pour le DAX30, -1,53% pour le Footsie, -2,14% pour le Dow Jones, -2,70% pour le Nasdaq et -1,25% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3052\$.

La fin du mois est marquée par trois mauvaises nouvelles pour la zone euro. D'abord, une sorte de fronde du PS français et de certains responsables politiques importants du pouvoir, comme le Président de l'Assemblée nationale, à l'encontre de la politique allemande et même de la personne de la chancelière, A. Merkel. On parle « d'intransigeance égoïste » et on demande un « affrontement démocratique ». Les commentateurs s'inquiètent au sujet de la posture du Président Hollande parce que c'est de toute façon grave, qu'il ait avalisé, ou qu'il ait été mis au courant et qu'il n'ait rien voulu ou pu faire ou encore qu'il n'ait pas été mis au courant si c'est le cas. Ensuite, il semble que l'Espagne affiche des prévisions de déficit totalement irréalistes et ses données statistiques sont de plus en plus contestées. Enfin, il est révélé que la Banque centrale d'Allemagne a envoyé un rapport à la Cour constitutionnelle, à la fin de 2012, pour dénoncer la politique d'OMT de la BCE envers les pays en difficulté de la zone euro : les rachats de titres que celle-ci fait remettait en cause le principe de son indépendance. Paradoxalement, et doublement, la chancelière fait pratiquement dans le même temps une analyse où elle souhaite une hausse des taux directeurs : d'abord, c'est la première fois que l'Allemagne émet directement une opinion sur la politique monétaire, ce qui est une entorse à un principe qu'elle est pourtant la première à défendre, et ensuite, il est demandé à la BCE d'augmenter ses taux alors que tout le monde table sur une baisse...

C'est d'ailleurs cette baisse prévue qui dope les marchés financiers : +4,33% pour le CAC40 (à 3810 points), +4,76% pour le DAX30, +2,22% pour le Footsie, +1,33% pour le Dow Jones, +2,28% pour le Nasdaq et +4,26% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3030 \$.

• Mai 2013 ->

Le jeudi 2 mai, la BCE baisse ses taux directeurs : le « refi » passe à 0,50%, le taux de la facilité de prêt marginal passe à 1% et celui de la facilité de dépôt reste à 0%. Lors de sa conférence de presse, M. Draghi a affirmé très clairement qu'au-delà de cette baisse des taux, qui « devrait contribuer à soutenir les espoirs d'une reprise plus tard dans l'année », la BCE était prête à agir si la situation l'exigeait. Devant une telle détermination, les marchés sont plutôt rassurés ; il n'empêche que certains experts craignent qu'après de telles déclarations qui renvoient à l'OMT augmente le risque d'aléa moral.

Vendredi 3 mai : alors que le ministre français avait fixé il y a peu de temps comme objectif pour 2014 un déficit de 2,9% –alors qu'initialement le Président avait promis de passer sous les fameux 3% d'ici fin 2013- la Commission européenne prévoit que le déficit public français ne pourra pas descendre en dessous de 4,2% en 2014, et accorde de ce fait à notre pays un délai supplémentaire de 2 ans, donc jusqu'à fin 2015, pour passer sous la barre des 3% (un même délai supplémentaire est accordé aussi à l'Espagne). Deux remarques sont à faire. D'abord, la Commission fait triplement

preuve de réalisme : quant à la situation des finances publiques de la France, quant à l'état actuel de la croissance européenne, et parce qu'il lui était difficile de faire autrement, vu que cela serait trop dangereux pour toute la zone de mettre en difficulté la deuxième économie de la zone. Ensuite, cette décision donne certes davantage de marge de manœuvre au gouvernement français pour trouver le bon mix entre redressement des finances et relance de l'économie, mais encore faut-il, selon les tenants de la rigueur, que cet oxygène qui lui est apporté ne le distraie pas des efforts budgétaires et des réformes nécessaires qui s'imposent de toute façon. D'ailleurs, le Président du Conseil européen prévient bien que cela « ne va pas sans contreparties » : il y a donc une forme de conditionnalité. Ces contreparties doivent être déterminées d'ici la fin du mois et, en attendant, des négociations serrées ont lieu entre Paris et Bruxelles, sous l'œil inquiet de Berlin qui se fait de plus en plus de souci sur les capacités de la France à se réformer. Bruxelles officialisera le 29 mai la liste des réformes que la France doit s'engager à faire pour bénéficier de ce délai de grâce. Ces réformes concernent la durabilité du système de retraite, la flexibilité du marché du travail, le coût du travail, la libéralisation des services, l'environnement des entreprises et la simplification de la fiscalité (pour voir le document complet : http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/csr2013_france_fr.pdf). Il est à parier que les marchés financiers scruteront la manière dont la France réalisera ce programme de réformes structurelles et de leur opinion dépendra l'évolution des taux qui, pour l'instant restent très avantageux. Surtout que l'étude que publiera en juin le service Recherche économique de Natixis et qui compare les situations du chômage en France, Espagne et Italie, conclut que la hausse du chômage n'est pas due en France aux politiques restrictives mais bien au manque de réformes structurelles (<http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=70563>).

La première semaine du mois de mai se termine encore par des gains sur les places boursières : +2,7% pour le CAC40 (à 3913 points), +3,93% pour le DAX30, +1,48% pour le Footsie, +1,78% pour le Dow Jones, +3,03% pour le Nasdaq, mais -1,08% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3114\$.

Dans son édition du 11, Le Monde fait paraître un article du Professeur J.-P. Vesperini intitulé « Sortons de l'euro pour sauver l'Europe ». Selon l'auteur, il y a très peu de chances qu'un compromis durable soit trouvé entre la France et l'Allemagne, tant leurs objectifs et leurs préoccupations sont différents et même opposés, et il est probable que l'un des deux pays impose en définitive ses vues. « Il est d'ailleurs logique que la fin de l'euro constitue le dénouement de la tragédie franco-allemande puisque c'est la création de l'euro elle-même qui est à l'origine de cette tragédie. En effet, en faisant perdre à chaque État de la zone d'abord sa souveraineté monétaire et maintenant sa souveraineté budgétaire, l'euro aboutit à ce qu'aucun État ne puisse suivre la politique économique qui est adaptée à son économie. L'euro empêche la correction des déséquilibres. En maintenant et en amplifiant les déséquilibres, l'euro crée une divergence croissante entre les États de la zone ». Notons que dans leur édition du 17, Les Échos publient l'opinion de G. Koenig : « récusant à la fois les irresponsables de la relance et ceux de l'austérité, nous proposons une troisième voie : mettre en œuvre une restructuration préventive et ordonnée de la dette française. (...) La restructuration de la dette n'est bien sûr pas une panacée en soi, mais l'instrument d'un nouveau départ économique et social. Elle ne ferait sens que si elle était accompagnée de réformes structurelles majeures, réformes qui ont un coût important et que seules les marges de manœuvre dégagées permettraient de mener à bien ». Notons qu'également dans Les Échos, mais des 13 et 14 septembre 2013, Bruno Colmont, professeur à l'Université de Louvain, s'alarmant que les dettes souveraines de la zone euro atteindront presque 100 % et estimant que la sortie de cette crise n'est pas possible par la croissance - qui ne vient pas - ni par l'inflation - que l'Allemagne refuse - la seule possibilité qui reste est celle de leur effacement. Le mercredi 15, publication aux éditions « La Fabrique », d'un ouvrage collectif, sous la direction de Cédric Durand : « En finir avec l'Europe ». À titre d'illustration du contenu corrosif de cet ouvrage, donnons un extrait de ce qu'écrit le philosophe Stathis Kouvelakis dans le chapitre qu'il intitule « La fin de l'europhisme » :

« (...) Les fameux pactes de stabilité généralisent dans la zone euro tout entière les principes fondamentaux de ce que Habermas appelait très justement, dans ses meilleures pages, le "nationalisme du deutsche mark" : une banque centrale indépendante, la priorité absolue donnée à la lutte contre l'inflation, une stricte discipline budgétaire et toute une culture procédurale neutralisant les choix politiques sous couvert d'une gestion technocratique saine et vertueuse. Il faut y voir bien plus qu'un particularisme, qu'il soit culturel ("protestant", dit-on) ou politique (celui de la République

fédérale née des cendres d'un projet irrévocablement défait d'expansion impériale) ; bien plus, aussi, que la simple expression du rôle économique moteur de l'Allemagne dans l'UE. Ces conditions, qui inscrivent le néolibéralisme dans le code génétique de l'UEM, sont en fait des prérequis indispensables à la réalisation du projet de monnaie mondiale dans les circonstances extrêmement singulières décrites plus haut. Elles constituent la matrice d'une convergence stratégique volontaire des classes dominantes d'Europe et donnent en même temps à l'Allemagne un rôle proprement hégémonique – sans qu'il soit jamais politiquement explicite, comme s'il était enveloppé d'une légitimation "postnationale" et "européenne" diffuse. Ces fondements de l'UEM sont à l'origine d'une dynamique de polarisation entre un "centre" et une "périphérie" (...) ».

Le jeudi 16 mai, lors d'une conférence de presse, F. Hollande annonce que « l'an deux, ce doit être l'offensive », et, pour l'illustrer, déclare que « [son] devoir est de sortir l'Europe de sa langueur ». Pour cela, il prend l'initiative dans quatre directions : la création d'un gouvernement économique pour la zone euro, qui se réunirait tous les mois autour d'un véritable président nommé pour une durée longue, un plan pour l'insertion des jeunes, l'installation d'une communauté européenne de l'énergie et le lancement d'une nouvelle étape d'intégration européenne « avec une capacité budgétaire qui serait attribuée à la zone euro, et la possibilité progressive de lever l'impôt ». "Le gouvernement économique que souhaite F. Hollande –comme son prédécesseur à l'Élysée avant lui–débattrait des principales décisions de politique économique à prendre par les États membres, harmoniserait la fiscalité, commencerait à faire acte de convergence sur le plan social, par le haut, et engagerait un plan de lutte contre la fraude fiscale". Se disant « disposé à donner du contenu à l'Europe politique », F. Hollande répond ainsi aux propositions plusieurs fois faites par l'Allemagne et, en affirmant que « le couple franco-allemand est indispensable à l'Europe », il adoucit la « tension amicale » avec l'Allemagne qu'il voulait entretenir au mois de mars.

Ce même 16 mai, Eurostat publie un communiqué sur le taux d'inflation annuel de la zone euro en avril : il a été de 1,2% contre 1,7% en mars, et contre 2,6% un an auparavant. Pour l'UE tout entière, ces chiffres sont respectivement de 1,4% contre 1,9% et 2,7%. Par rapport à mars, l'inflation annuelle a baissé dans 24 États membres. Certains économistes s'inquiètent d'une telle baisse du niveau général des prix qui, selon eux, nous fait courir d'ores et déjà le risque de déflation, surtout que cette baisse s'accompagne de récession (le PIB de la zone euro est en recul de 0,2% pour le 1^{er} trimestre de l'année, ce qui correspond au 6^{ème} trimestre consécutif, ce qui fait de cette période la plus longue depuis qu'existe le suivi statistique, en 1995) ; à cela s'ajoute une autre information statistique défavorable : dans la zone euro, les crédits au secteur privé ont diminué de 0,9% annuellement en avril, ce qui correspond au 12^{ème} mois d'affilée de baisse.

La fin de la deuxième semaine est marquée sur les marchés financiers par de belles performances, le Dow Jones dépassant les 15 000 points : +1,04% pour le CAC40 (à 3954 points), +1,92% pour le DAX30, +2,54% pour le Footsie, +0,97% pour le Dow Jones, +1,72% pour le Nasdaq et +5,86% pour le Nikkei. L'euro cote 1,299\$. La progression des indices se confirme lors de la troisième semaine du mois : +1,20% pour le CAC40, qui dépasse ainsi le seuil des 4000 points, +1,44% pour le DAX30, +1,48% pour le Footsie, +1,56% pour le Dow Jones, +1,82% pour le Nasdaq et +3,63% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2839\$. La quatrième semaine marque un net retournement sur les marchés financiers : -1,11% pour le CAC40 (à 3957 points), -1,10% pour le DAX30, -1,02% pour le Footsie, -0,33% pour le Dow Jones, -1,14% pour le Nasdaq et -3,47% pour le Nikkei. Tout se passe comme si les marchés financiers revenaient sur terre et prenaient conscience des difficultés que connaissent l'économie mondiale en général, y compris la Chine, mais surtout la zone euro qui s'enfonce dans la récession. L'euro cote 1,3017\$.

Comme il est indiqué plus haut, la Commission de Bruxelles publie le 29 mai ce qu'elle exige de la France en contrepartie du délai qu'elle lui accorde pour réaliser l'objectif d'un déficit public inférieur à 3% du PIB. Le Président français réagit aussitôt : « en ce qui concerne les réformes structurelles, c'est à nous, et à nous seuls, de dire quel sera le bon chemin pour atteindre l'objectif ».

Le 30 mai, lors d'une rencontre à Paris entre F. Hollande et A. Merkel, on assiste à un rapprochement relativement inattendu de la position allemande sur celle de la France : la Chancelière se déclare en effet favorable à l'idée d'un gouvernement économique de la zone euro pour qu'il y ait davantage de coordination des politiques économiques. Selon F. Hollande, cette coordination concernerait essentiellement l'harmonisation des systèmes fiscaux, la politique sociale, avec des salaires

minimaux, l'amélioration de la compétitivité, et la politique énergétique.

Comme le dit bien Le Monde dans son éditorial du 1^{er} juin, les positions françaises exprimées entre les 29 et 30 mai montrent que, comme il est déjà arrivé souvent, « quand il s'agit de l'Europe, l'ADN national est divisé : rhétorique souverainiste un jour, pratique proeuropéenne le lendemain ou le contraire ».

La semaine à cheval sur mai et juin se termine sur les places boursières par des performances en général négatives : -0,21% pour le CAC40 (à 3949 points), +0,52% pour le DAX30, -1,70% pour le Footsie, -1,17% pour le Dow Jones, -0,10% pour le Nasdaq et -5,73% pour le Nikkei, à cause d'incertitude sur les effets de l'expansion monétaire au Japon. L'euro cote 1,2997\$.

• Juin 2013 ->

Le jeudi 6 juin, la BCE laisse inchangés ses taux directeurs. Mais elle révisé à la baisse sa prévision de croissance pour 2013 dans la zone euro, en estimant qu'il ne pourra pas y avoir un rebond avant 2014.

Le 6 juin aussi, le FMI publie une analyse de la crise grecque et du rôle qu'il y a joué. Certes, il critique le comportement des autorités européennes qui, pour diverses raisons, essentiellement politiques, ont englué le cas grec dans une crise qui aurait pu être traitée relativement facilement sans leurs attermolements ; mais il reconnaît aussi ses propres erreurs, notamment en matière de prévisions de croissance. Il constate aussi que ses interventions l'ont écarté de ses principes d'action habituels puisque d'une part l'aide qu'il a consentie à la Grèce représente plus de 3200% du quota de ce pays et que d'autre part il n'est pas intervenu seul ou en duo avec la Banque mondiale mais avec la Commission européenne et la BCE pour former la fameuse « troïka ». D'ailleurs, les dissensions au sein de la troïka ont été une cause importante de l'aggravation de la crise grecque. Il faut en tirer deux leçons principales : d'abord, il faut revoir la gouvernance d'une telle troïka et ensuite, il faut réformer le fonctionnement du FMI qui n'a pas, à un moment où l'économie mondiale se régionalise de plus en plus, les moyens de se porter au secours de plusieurs pays à la fois. Soulignons ici l'importance que revêt cette question de la gouvernance de la troïka : c'est à cause des dissensions existant en son sein que la crise grecque a pris les proportions que l'on sait et qu'elle s'est diffusée à d'autres pays du Sud. Il ne faut donc pas être surpris que certaines personnalités remettent clairement en cause la troïka et préconisent même son abandon, en demandant au FMI de se recentrer sur ses missions de base.

À la fin de la première semaine de ce mois de juin, le Président Hollande demande à l'issue de sa visite au Japon de « bien comprendre que la crise de la zone euro est terminée » et souhaite être « un acteur majeur pour qu'il puisse y avoir un accord de partenariat économique entre l'Europe et le Japon ». Il se dit aussi favorable à la politique macroéconomique menée depuis quelques semaines par le Japon et qui se traduit d'ores et déjà par un redressement de ses performances. Cette politique, surnommée « abenomics » puisqu'elle est menée sous l'égide du premier ministre Shinzo Abe, entré en fonction tout à la fin de 2012, est dite aussi politique des « trois flèches » dans la mesure où elle combine une forte création monétaire, une politique budgétaire également expansive et une stratégie délibérément tournée vers la croissance.

Les marchés boursiers européens évoluent dans la foulée de Tokyo : le Nikkei perd 6,51%, le CAC40 1,92% (à 3873 points), le DAX30 1,13%, le Footsie 2,60% mais les places américaines restent dans le vert : +0,88% pour le Dow Jones et +0,38% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3219\$.

Le mardi 11 juin, la Cour constitutionnelle allemande commence l'examen de plaintes déposées contre le MES et l'OMT qui enfreindraient l'interdiction faite à la BCE d'aider les États membres et seraient donc incompatibles avec la Loi fondamentale allemande qui insiste sur l'indépendance de la Banque centrale.

Il faut malgré tout reconnaître que depuis l'annonce de l'OMT en septembre 2012, la situation de la zone euro s'est bien rétablie et que les taux imposés par les marchés aux pays en difficulté se sont nettement réduits. Et pourtant, le dispositif de l'OMT n'a toujours pas été utilisé : c'est une arme de dissuasion qui révèle mois après mois son efficacité.

À la fin de la deuxième semaine, les places boursières restent sur leur tendance baissière : -1,48% pour le Nikkei, -1,74% pour le CAC40 (à 3805 points), -1,54% pour le DAX30, -1,62% pour le Footsie, -1,17% pour le Dow Jones et -1,32% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3346\$.

Le mercredi 19, le Président de la FED, Ben Bernanke annonce pour la fin de cette année, l'arrêt

progressif de sa politique monétaire très accommodante quant aux rachats des Bons du Trésor et de titres hypothécaires -les taux directeurs devant cependant rester très bas tant que la situation de l'emploi ne s'améliore pas ; tout en affirmant qu'il pourrait renoncer à ce « sevrage monétaire » si la situation l'exigeait, de manière à ménager les marchés. Il n'empêche que les places boursières (sur)réagissent aussitôt aux déclarations de B. Bernanke, mercredi et jeudi : à la fin de troisième semaine du mois, elles enregistrent de fortes baisses, mis à part celle de Tokyo. Nikkei + 4,28%, CAC40 -2,02% (à 3728 points), DAX30 -2,21%, Footsie -1,45%, Dow Jones -2,75%, Nasdaq -2,34%. L'euro cote 1,3122\$. Mais les déclarations de Ben Bernanke vont avoir un effet plus lourd de conséquences : les taux d'intérêt auxquels se négocient les dettes souveraines grimpent partout, y compris dans la zone euro, en pénalisant en particulier ses pays les plus fragiles. Ainsi, pour le Portugal, le taux à 10 ans est passé à 6,67% le 25 (il est monté à 1,81% en Allemagne, à 2,44% en France et à 5,09% en Espagne), alors qu'un taux de 7% peut rendre la dette portugaise carrément insoutenable. Or, dans les jours qui suivront, le Portugal connaîtra une crise politique qui fera bondir le taux à près de 8% le 3 juillet ; ce qui fait craindre une récurrence de la crise des dettes souveraines dans la zone euro. On apprend en même temps que l'économie irlandaise est retombée en récession depuis le début de cette année, et cela à cause essentiellement du ralentissement économique de ses partenaires européens. À cela s'ajoute l'inquiétude qu'ont les investisseurs concernant l'évolution de la situation de plusieurs pays émergents : « les grands émergents vacillent » comme titre le journal Le Monde du mardi 25. Sur ce point, il convient de relativiser la baisse de régime des émergents dans la mesure où on compare leurs performances actuelles à celles des années 2000. Or, ces années 2000 ont correspondu pour eux à une décennie exceptionnelle (voir la chronique de J.-P. Petit dans Le Monde du 9 juillet). La conséquence qu'il faut en tirer est que les économies émergentes qui ont été de puissants moteurs de la croissance mondiale pendant la décennie 2000 ne pourront pas jouer un rôle aussi déterminant dans la décennie actuelle ; au point que désormais les économies occidentales reprennent un rôle important dans la croissance mondiale, d'où l'attrait de plus en plus net que celles-ci présentent pour les investisseurs et les marchés.

Le 27, la Cour des comptes présente son rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques (<http://www.ccomptes.fr/Publications/Publications/Situation-et-perspectives-des-finances-publiques-2013>) : de très gros efforts doivent être faits pour respecter l'engagement d'avoir un déficit inférieur à 3% du PIB en 2015 (au lieu de 2013). Comme la marge de manœuvre est très faible sur les recettes, c'est au niveau des dépenses que ces efforts doivent porter en priorité. Cela semble a priori particulièrement difficile puisqu'on est encore en récession et que des décisions récentes entrent en contradiction avec cet objectif : augmentation des dépenses sociales, recrutement important – quantitativement – d'enseignants, réformette des niches fiscales en faveur des DOM-TOM, etc. Le budget 2014 pourra-t-il éviter, en respect des engagements pris, d'augmenter à nouveau les prélèvements obligatoires ? Ce serait bien de partager le relatif optimisme qu'adopte O. Blanchard, chef économiste du FMI, dans un entretien donné au Monde (édition du 30 juin-1^{er} juillet), quand il considère que les freins qui brident la croissance française ont des chances d'être prochainement desserrés : le frein monétaire est desserré depuis longtemps, le frein bancaire l'est aussi, le frein budgétaire le sera peut-être en 2014. « Reste le frein de l'absence de confiance en l'avenir, qui explique clairement une partie de la faiblesse de la croissance ». Et on sait que la sinistrose peut avoir de redoutables effets auto-réalisateurs.

Les 27 et 28 juin, Conseil européen des 27 à Bruxelles. J.M. Barroso annonce qu'un « accord politique » a été trouvé avec le Parlement européen sur le budget européen de 2014-2020 : les chefs d'État et de gouvernement entérinent cet accord. Surtout, le Conseil décide de consacrer davantage de crédits à la lutte contre le chômage des jeunes (6 milliards € sur 2 ans), de faciliter l'accès au crédit des PME et de faire de l'union bancaire une « priorité absolue pour la stabilité financière ».

À l'approche des élections législatives dans son pays en septembre, et en tenant compte des difficultés pour faire accepter par les partenaires la révision des traités, la chancelière allemande semble changer de cap. Non seulement sur le plan intérieur en proposant des mesures défendues par le parti social-démocrate (SPD) telles que l'instauration d'un SMIC, mais aussi sur le plan européen : elle renoncerait - au moins provisoirement - à sa vision fédérale de l'Europe pour se rapprocher de la conception - notamment française - d'une Europe des États avec la mise en place d'un gouvernement économique pour la zone euro, la nomination d'un Président « à temps plein » pour l'Eurogroupe et

une réforme du MES pour faire de ce fonds de secours, piloté par les États, le dispositif central du traitement des crises bancaires, ce qui, au passage, permettrait de respecter les exigences de la Cour constitutionnelle. Il est évident que ce changement de cap ne peut pas être du goût des autorités bruxelloises...

• Juillet 2013 ->

1^{er} juillet : la Croatie devient le 28^{ème} membre de l'UE.

L'UE s'étend encore plus vers l'est

La Croatie devient le 28^{ème} pays à rejoindre l'Union européenne le 1^{er} juillet. Plusieurs pays attendent toujours leur tour. Voici un état des lieux des États membres et de ceux qui espèrent rejoindre l'UE à l'issue d'un processus qui prend parfois l'allure d'un parcours du combattant.



Source : <http://tempsreel.nouvelobs.com/monde/20130627.OBS4984/carte-l-union-europeenne-s-etend-encore-plus-vers-l-est.html>

3 juillet, conférence à Berlin pour la mise en œuvre des mesures pour lutter contre le chômage des jeunes, décidées lors du Conseil européen des 27 et 28 juin. Les Allemands et les Français ont une vision différente sur la formation à donner aux jeunes : alors que les premiers privilégient l'alternance, les seconds préfèrent miser sur des formations essentiellement académiques, sans relation directe avec les milieux d'affaires.

Judi 4, non seulement la BCE laisse inchangés ses taux directeurs mais elle dit qu'elle les maintiendra ainsi très bas « pour une période prolongée ». Cette annonce marque un changement important dans le mode de communication de la BCE puisqu'elle n'avait pas du tout l'habitude de s'engager ainsi (J.-C. Trichet avait eu cette formule : « we never precommit ») : nous ne nous

engageons jamais sur l'avenir). Elle se rapproche donc de la Fed qui donne des lignes directrices (« forward guidance »), depuis août 2011, pour nourrir les anticipations des investisseurs. La Banque d'Angleterre adopte elle aussi le même type de communication et a la même stratégie de politique monétaire très accommodante. Par conséquent, si les deux grandes Banques centrales européennes (BCE et BoE) rejoignent la Fed en ce qui concerne l'importance de la communication, les positions en matière de politique monétaire ne sont plus exactement les mêmes des deux côtés de l'Atlantique depuis les récentes déclarations du Président de la Fed : la BCE et la BoE promettent des taux très bas pour encore longtemps alors que la Fed annonce la fin prochaine de sa politique accommodante (notons cependant que, pour rassurer en particulier les investisseurs suite à ses déclarations du 19 juin, Ben Bernanke a profité d'un discours fait le 10 juillet devant le Bureau américain de la recherche économique pour affirmer qu'étant donné que l'inflation est basse et le chômage élevé, « l'économie américaine a besoin dans un avenir proche d'une politique monétaire très accommodante » ; il réitérera le 17 ce souci devant la commission des services financiers de la Chambre). Mais la BCE ne précise pas, comme le fait la Fed - et comme vient de le décider aussi la BoE -, en fonction de quels critères macroéconomiques - tels que le taux de chômage - elle sera amenée à faire évoluer sa politique monétaire. En tous les cas, la position commune de la BCE et de la BoE a le mérite de détendre immédiatement les taux sur les marchés : ainsi, celui imposé au Portugal redescend-il à 7,05%. En effet, la déclaration du Président de la Fed laisse les investisseurs anticiper une hausse des taux longs non seulement aux États-Unis mais, dans la foulée, aussi dans la zone euro. Or, s'il en était ainsi, les pays européens déjà en difficulté auraient beaucoup de mal à supporter une telle hausse ; d'où la déclaration du Président de la BCE de maintenir bas ses taux « pour une période prolongée ». Techniquement, on dit que la Fed utilise une forward guidance dite « odysseenne » alors que la BCE commence elle-aussi une forward guidance mais d'un type plus souple et moins contraignant pour elle, qualifiée de « delphique ».

Sur les places boursières, la première semaine de juillet se termine sur des performances mitigées parce qu'elles sont la résultante de bonnes nouvelles venant du chômage aux États-Unis et des intentions de la BCE et de la BoE et des nouvelles moins favorables venant de la Fed et de la situation de grands émergents : +4,63% pour le Nikkei, +0,40% pour le CAC40 (à 3754 points), -1,93% pour le DAX30, +2,58% pour le Footsie, +1,07% pour le Dow Jones, +1,31% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,283\$: cette baisse relative de la monnaie unique est une autre conséquence –plutôt positive pour l'économie européenne- de la position prise par la BCE.

Lundi 8, ouverture à Washington des négociations entre les États-Unis et l'Union européenne sur un accord de libre-échange transatlantique, appelé indifféremment (Transatlantic Free Trade Agreement), TTIP (Transatlantic Trade and Investment Partnership) ou PTCI (Partenariat transatlantique de commerce et d'investissement), ou encore plus simplement « GMT » pour « grand marché transatlantique », qui est en définitive une version modifiée de l'AMI (Accord multilatéral sur l'investissement) négocié entre 1995 et 1997 et qui pourrait reproduire le modèle du Trans-Pacific Partnership (TPP) dont le traité initial a été signé en juin 2005. Les négociations vont sans doute prendre plusieurs années, de quoi apaiser les inquiétudes que cet accord soulève en Europe.

Dans son intervention du 14 juillet, le Président français affirme « la reprise, elle est là » pour lutter contre la sinistrose ambiante (mais il nuancera cette affirmation lors d'un dîner avec la presse présidentielle 4 jours plus tard en précisant que la croissance ne viendra qu'en 2014 et P. Moscovici, ministre de l'économie, dit que « nous sommes en sortie de récession »). Et il reconnaît qu'une augmentation de la pression fiscale sera peut-être nécessaire en 2014, en contradiction avec son engagement du 16 mai. Il a par ailleurs réaffirmé que tant qu'il sera Président de la République, « il n'y aura pas d'exploration du gaz de schiste en France ».

À la fin de la 4^{ème} semaine, les indices boursiers montrent globalement de petites variations mais contrastées : le Nikkei -3,15%, le CAC40 +0,72%, le DAX30 -0,46%, le Footsie -0,70%, le Dow Jones +0,05%, le Nasdaq -0,17%. L'euro cote 1,3277\$ après avoir coté 1,3143 le 19 et 1,3067 le 12. Étant donné les progrès réalisés par l'État grec, y compris en matière de réduction des effectifs de fonctionnaires et de réforme fiscale, d'où encore d'importantes manifestations, une nouvelle aide va lui être versée d'ici la fin du mois : 4 milliards d'euros par le FESF et 1,8 par le FMI.

• Août 2013 ->

Le 1^{er}, réunion comme chaque premier jeudi de mois du Conseil des gouverneurs de la BCE. Les taux directeurs restent inchangés (une nouvelle baisse éventuelle n'a même pas été évoquée). Suite au changement de stratégie de communication du mois précédent, son Président M. Draghi confirme son engagement de « forward guidance » en précisant qu'il vaut jusqu'à nouvel ordre mais qu'il ne sera pas nécessairement respecté systématiquement à chaque fois. De plus, il évoque la possibilité d'aller plus loin en publiant les comptes-rendus des réunions du Conseil ; cela sera discuté à l'automne. En ce qui concerne la situation de la zone euro, M. Draghi estime qu'elle est meilleure qu'il y a un an, que de « gros progrès ont été faits », mais que les efforts budgétaires que font les pays pour rééquilibrer leurs finances publiques « vont continuer à peser sur l'activité économique », avec tous les risques que cela entraîne : la prudence s'impose donc.

La première semaine se termine sur les places boursières par des performances plutôt satisfaisantes : le CAC40 dépasse ainsi les 4000 points et les indices américains enregistrent de nouveaux records historiques parce que les investisseurs ont confiance dans la reprise économique. L'euro cote 1,3279\$ le vendredi 2.

Au début de la deuxième semaine, le FMI fait paraître des « bilans de santé économique » pour la France (le 5) et pour l'Allemagne (le 6).

Pour la France, le FMI estime que la reprise économique dépend essentiellement du niveau de confiance des agents économiques - en adoptant une politique économique plus lisible et en décidant une clarification fiscale - et du degré de compétitivité de l'économie, d'où la nécessité de réformes profondes portant en priorité sur la réduction des prélèvements sur les salaires, sur le marché du travail, sur la formation professionnelle, sur le renforcement de la concurrence sur les marchés de biens et services, sur la réduction des déficits sociaux –avec la question de la réforme des retraites - et sur l'assainissement du secteur bancaire.

Pour l'Allemagne, le FMI estime que sa politique de rigueur budgétaire et les conséquences négatives qu'a sur ses exportations la récession dans toute la zone euro fragilisent sa situation économique et assombrissent quelque peu ses perspectives d'évolution ; d'où la recommandation de surtout ne pas renforcer la rigueur budgétaire et de fonder davantage la croissance sur la demande intérieure. Selon le FMI, le système bancaire allemand doit être restructuré.

En ce qui concerne d'ailleurs les banques européennes en général, le FMI s'est alarmé dans un document d'avril sur la fragilité de beaucoup d'entre elles. Un cercle vicieux risque d'en découler : en cette période de basse conjoncture, les banques sont d'autant plus prudentes, ce qui rejaillit négativement sur leur politique de crédit, et d'un autre côté, les agents économiques ne sont pas tentés d'accroître leur demande de crédits, ce qui met encore plus à mal la rentabilité des banques. De surcroît, des facteurs structurels s'ajoutent à cette dimension conjoncturelle : le système bancaire européen n'a toujours pas tiré toutes les leçons que lui imposent la crise des subprimes et la crise des dettes souveraines en ce qui concerne ses modes d'organisation et de gouvernance.

À la fin de la deuxième semaine, les indices boursiers marquent au contraire des évolutions plutôt négatives : - 5,88% pour le Nikkei, + 0,76% pour le CAC40 (à 4076 points), - 0,82% pour le DAX30, - 0,97% pour le Footsie, - 1,49% pour le Dow Jones, - 0,80% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3342\$.

Le samedi 10, la presse française relate l'essentiel du contenu d'un entretien donné par le ministre de l'économie P. Moscovici à un quotidien régional. Contrairement à une récente déclaration du Président de la République assurant que « la reprise est là », le ministre révisé à la baisse la prévision de croissance pour 2013 (celle-ci serait comprise entre -0,1% et +0,1%, donc inférieure à la prévision de 0,1%, qui résultait elle-même d'une révision à la baisse de la prévision initiale de 0,8%), tout en prévoyant que 2014 sera la première année de croissance véritable depuis 3 ans. Et, en affirmant suivre les recommandations du FMI qui prône clairement une pause fiscale, il annonce néanmoins une augmentation - limitée à 0,3% du PIB - des prélèvements obligatoires pour 2014 ; ce qui est de surcroît contraire à un engagement du Président de la République...

Parce que le manque de réformes structurelles ne permet pas de diminuer significativement les dépenses publiques, il semble que le ministre français fasse naviguer sa politique fiscale entre deux objectifs contradictoires, garder la confiance de Bruxelles et des marchés et ne pas sacrifier encore davantage la confiance des Français. Alors qu'il assure que l'on est sorti de la récession – ce que vont confirmer quelques jours plus tard les chiffres de l'INSEE -, ce serait grave que cette ponction fiscale supplémentaire ait un effet récessionniste. Or, les travaux théoriques comme celui fait il y a tout juste un an par Alesina, Favero et Giavazzi en montrent la forte probabilité, et, même si les résultats du commerce extérieur sont

L'EURO

moins mauvais au premier semestre 2013 qu'au second semestre 2012, on est toujours en déficit extérieur (30 milliards d'euros) et la demande intérieure reste le ressort essentiel de l'activité économique nationale et de la croissance (comme l'investissement est toujours dans le rouge, l'activité économique ne dépend que de la consommation des ménages ; celle-ci reste en ce moment positive essentiellement grâce, paradoxalement, aux dépenses énergétiques restées soutenues à cause du printemps « pourri », mais les dépenses d'alimentation et d'habillement sont mal orientées et les ménages sont obligés de puiser dans leur épargne). De plus, toute hausse des prélèvements obligatoires a des effets négatifs non seulement sur la demande mais également sur l'offre, surtout si les charges qui pèsent sur le travail sont concernées par les augmentations ; d'où des enchaînements nocifs à court terme sur la rentabilité des entreprises, donc sur leurs investissements, sur la croissance, sur l'emploi et sur les finances publiques elles-mêmes, et à plus long terme sur la compétitivité. Au total, on peut craindre que le gouvernement français actuel commette les mêmes erreurs que celles faites au cours des années 1990 par ses prédécesseurs, de droite comme de gauche

Au milieu du mois, les statistiques produites par l'INSEE et par Eurostat sont plus favorables qu'attendu puisqu'elles sonnent la sortie de la récession à la fois de l'économie française et de l'économie de toute la zone euro. *Il faut néanmoins rester prudent. D'abord, parce que les taux de croissance annoncés restent très modestes et que, pour ce qui concerne la France, avec un taux prévu pour l'année de +0,1% on est très en deçà du 1% et du 1,5% qu'il faut pour respectivement créer des emplois et faire diminuer le chômage ; ensuite parce qu'il faut savoir comment l'économie française pourra profiter de l'embellie au niveau européen.*

Le 22, publication par le cabinet Markit de son indicateur PMI qui évalue l'activité du secteur privé dans la zone euro : sa hausse sur cinq mois consécutifs laisse penser que la reprise pourrait se confirmer au cours du troisième trimestre. La santé de l'économie allemande est le moteur principal de cette bonne orientation de l'activité dans la zone. Mais la question de savoir si la France va pouvoir en bénéficier reste entière et tout est loin d'être rose : l'endettement des pays du Sud reste important, la Grèce refuse toute accentuation de l'austérité et la restructuration de sa dette semble incontournable. D'ailleurs, la chancelière allemande n'a pas hésité à déclarer lors d'un meeting électoral le 28 que « la Grèce n'aurait jamais dû être admise dans la zone euro »

Sur les places boursières, les mois d'été se terminent globalement mieux que d'habitude, même si la dernière semaine d'août enregistre des performances mitigées : +0,08% pour le Nikkei, -1,32% pour le CAC40 (à 4069 points), +0,30% pour le DAX30, -0,12% pour le Footsie, -0,47% pour le Dow Jones et +1,53% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3382 \$ contre 1,3329 la semaine précédente.

En France, la fin du mois d'août est marquée de deux façons : l'annonce du projet de réforme des retraites et la montée d'une crainte du gouvernement et de la majorité - et du commissaire européen chargé des affaires économiques et monétaires - à propos des effets économiques et politiques de l'aggravation de la pression fiscale.

Sur le plan international, les tout derniers jours du mois d'août sont marqués par les tensions internationales liées à l'aggravation de la situation en Syrie au point qu'une intervention est envisagée. Les marchés d'actions réagissent par des baisses unanimes : -1,99% pour le Nikkei, -3,33% pour le CAC40 (à 3934 points), -3,73% pour le DAX30, -0,53% pour le Footsie, -1,33% pour le Dow Jones et -1,86% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3222\$.

• Septembre 2013 ->

Le jeudi 5, la BCE décide le statu quo pour ses taux directeurs. Dans sa conférence, il est à noter que le Président Draghi ne « partage pas l'enthousiasme » qui entoure la reprise parce qu'il estime que si les risques conjoncturels sont orientés à la baisse, de nouveaux dangers apparaissent, en particulier sur le plan géopolitique et dans le domaine des matières premières.

Comme avec la réunion du G20 à Saint-Petersbourg le 6 s'éloignent les frappes militaires de la Syrie, la fin de la première semaine du mois se traduit sur les marchés par des performances positives, donc bien meilleures que lors de la dernière semaine d'août : +3,52% du Nikkei, +2,93% du CAC40 (à 4049 points), +2,13% du DAX30, +2,10% du Footsie, +0,76% du Dow Jones, +1,10% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3178\$. Il en est de même pour la seconde semaine : +3,92% pour le Nikkei, +1,61% pour le CAC40 (à 4114 points), +2,82% pour le DAX30, +0,56% pour le Footsie, +3,04% pour le Dow Jones et +1,70% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3294\$.

Le mercredi 18, la Fed rassure les investisseurs en maintenant sa politique de soutien à l'économie au travers de son programme de rachat mensuel de 85 milliards \$ de bons du Trésor et de titres hypothécaires, alors que nombreux étaient ceux qui avaient anticipé une réduction de ce programme, suite aux déclarations faites par Ben Bernanke le 22 mai ; ce qui présente malgré tout l'inconvénient

de mettre du trouble dans la communication de la Fed et par conséquent de porter tort à sa crédibilité. Dès le lendemain, les marchés asiatiques, européens et américains enregistrent des hausses sensibles ; et les taux d'emprunt se détendent de part et d'autre de l'Atlantique. Comme cela vient d'être dit le « pas en arrière » de la Fed a agréablement surpris les marchés, d'où des performances positives en cette fin de 3^{ème} semaine : +2,34% pour le Nikkei, +2,17% pour le CAC40 (à 4204 points), +1,95% pour le DAX30, +0,19% pour le Footsie, +0,49% pour le Dow Jones, +1,41% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3125\$. Mais cette surprise, outre le fait qu'elle met à mal la crédibilité en la communication de la Fed, peut laisser sous-entendre que les résultats économiques sont moins bons qu'attendus, d'où des résultats très mitigés en fin de 4^{ème} semaine sur les marchés financiers : -0,04% pour le Nikkei, -0,40% pour le CAC40 (à 4187 points), -0,16% pour le DAX30, -1,27% pour le Footsie, -1,25% pour le Dow Jones et +0,18% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3522\$.

Le dimanche 22, le parti d'Angela Merkel (le parti conservateur de la CDU) remporte nettement les élections législatives, mais n'obtient cependant pas la majorité absolue, à 5 sièges près seulement : elle devra donc constituer une « grande coalition » avec le parti de son rival, le parti social démocrate (SPD), sachant que son allié actuel, le parti libéral (FDP), n'aura plus de représentants puisqu'il a récolté moins de 5% des voix.

Au moment où A. Merkel apparaît donc comme « l'homme fort » de l'Europe, se produit tout juste une semaine après un séisme politique en Italie : sous la pression de S. Berlusconi, les ministres qui appartiennent à son parti démissionnent du gouvernement, ce qui - encore une fois - plonge l'Italie, la troisième puissance économique de la zone euro, dans une profonde instabilité politique. Si on ajoutent à cela les tensions permanentes en Grèce, la grande fragilité de l'économie de l'Espagne et de ses banques, et le désaveu par une majorité de Portugais de l'austérité qui leur est imposée par la Troïka, l'Europe du Sud connaît à nouveau une situation particulièrement difficile. Cela ne peut que nuire à toute la zone euro et compromettre les balbutiements de sa reprise économique. Sans parler de la question, devenue sempiternelle, du vote du budget aux États-Unis ni de la remise en cause de la croissance des économies émergentes : tout cela augure mal de l'évolution de l'activité mondiale. Une bonne nouvelle est cependant donnée en cette fin de mois de septembre : l'inflation dans la zone euro a nettement baissé, ce qui fait que son rythme annuel est de 1,1% (contre 1,3% en août et contre 2,6% en septembre 2012 ; l'évolution des prix de l'énergie joue un rôle important dans ces résultats).

• Octobre 2013 ->

Mardi 1^{er} : aux États-Unis, comme il n'y a pas d'accord entre l'exécutif et le Congrès, le « shut down » est là, c'est-à-dire que de nombreuses administrations fédérales ferment et que des fonctionnaires sont mis au chômage technique. Mais le danger pourrait considérablement s'aggraver dans deux semaines si la négociation sur le plafond autorisé de la dette publique n'aboutissait pas, car cela voudrait dire que l'États-Unis ne pourraient plus emprunter : le secrétaire d'État considère même que si cette négociation échouait, « cela pourrait provoquer une crise financière encore pire que celle de 2008 ».

Pour sa réunion mensuelle, le Conseil des gouverneurs de la BCE se réunit exceptionnellement le mercredi 2, et à Paris. Bien qu'il juge la reprise économique dans la zone euro « faible, fragile, inégale », il maintient ses taux directeurs et sa politique de guidage des anticipations et ne met pas en place de nouveaux dispositifs de gestion des liquidités, tout en se disant prêt, cependant, à envisager tous les outils disponibles pour que l'évolution des taux soit conforme à son réglage monétaire. Parmi ces outils, il y aurait probablement le LTRO (Long Term Refinancing Operations), c'est-à-dire un prêt à long terme accordé par la BCE aux banques ; peut-être même un « v LTRO » (very Long Term Refinancing Operations), autrement dit une opération de refinancement à très long terme. Rappelons qu'en 2011 et 2012, la BCE avait déjà utilisé cet outil pour 1100 milliards €, avec un terme de 3 ans, et insistons sur le côté dérogoire de cette politique, dans la mesure où les interventions des Banques centrales correspondent normalement à des prêts à court terme et même à très court terme.

La fin de la 1^{ère} semaine se traduit sur les marchés boursiers par des performances plutôt négatives car, malgré des résultats économiques plutôt encourageants de part et d'autre de l'Atlantique, les investisseurs sont polarisés par le shutdown américain et le risque de défaut de la plus grande économie du monde : -4,98% pour le Nikkei, -0,54% pour le CAC40 (à 4164 points), -0,44% pour le DAX30, -0,90% pour le Footsie, -1,22% pour le Dow Jones et +0,69% pour le Nasdaq. L'euro cote

1,3557\$.

Le mardi 8, signature d'un accord d'échange de devises entre la BCE et la Banque centrale chinoise (PBoC). Cet accord de « swap » de devises, prévu pour l'instant pour 3 ans, a pour but d'accompagner et même de favoriser le développement du commerce entre la zone euro et la Chine en facilitant la couverture des besoins de financement des entreprises exportatrices : pour cela, les banques de la zone euro pourront s'approvisionner en renminbis (RMB) à hauteur de 42 Mds d'euros et les banques chinoises pourront compter sur 45 Mds d'euros. Rappelons ici que le yuan (CNY) est la monnaie de compte et le renminbi (RMB) - littéralement, monnaie du peuple - est la monnaie de paiement. Cet accord d'échange de devises entre la zone euro et la Chine suit des accords que ce pays a déjà signés avec des pays proches (Japon, Russie, Taïwan, Indonésie) et moins proches comme l'Argentine, la Biélorussie et récemment le Royaume-Uni. Ces accords s'inscrivent dans le mouvement d'internationalisation de la monnaie chinoise, commencé au milieu des années 2000 quand les autorités chinoises ont indexé leur monnaie sur un panier de devises et non plus sur le seul dollar, et accentué en 2010 quand il a été possible pour les exportateurs et importateurs chinois d'utiliser le yuan pour les règlements. Ce mouvement se traduit aussi, parallèlement, par la prochaine libre convertibilité de la devise chinoise dans la zone de libre échange de Shangaï lancée fin septembre. Sachant que des entreprises étrangères peuvent maintenant émettre des actions sur le marché boursier de Shangaï, celui-ci peut devenir une place financière à vocation internationale. Cette internationalisation multidimensionnelle semble inéluctable quand on sait que pour la 2^{ème} économie mondiale, en passe de devenir la première, seulement 16% de son commerce extérieur sont libellés en yuan et que seulement 1% des transactions financières mondiales se font en yuan.

Le mercredi 9, le Président Obama nomme Janet Yellen à la tête de la Fed pour remplacer Ben Bernanke à partir de fin janvier 2014, à condition bien sûr que le Congrès la confirme dans cette fonction. J. Yellen, universitaire de carrière, est vice-présidente de la Fed depuis 2010. Elle a soutenu et même inspiré la politique monétaire non conventionnelle menée par Ben Bernanke et s'attache autant sinon plus à la lutte contre le chômage qu'à la lutte contre l'inflation.

Le lendemain, le jeudi 10, toujours aux États-Unis, les Républicains acceptent de relever pour six semaines supplémentaires le plafond de la dette. Le problème reste entier mais il est repoussé du 17 octobre au 22 novembre... Mais en réalité, le Président Obama va refuser cette solution temporaire : il veut un traitement durable du problème du plafond de la dette. Le jeudi 17 octobre reste donc bien la date fatidique.

La deuxième semaine du mois se termine sur les marchés financiers par des performances plutôt positives, même si la volatilité s'est accrue : +2,71% pour le Nikkei, +1,34% pour le CAC40 (à 4220 points), +1,18% pour le DAX30, +0,52% pour le Footsie, +1,09% pour le Dow Jones et -0,42% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3543\$.

Le mercredi 16, donc la veille du 17, le Congrès américain trouve un compromis et un accord a minima avec la Maison blanche permet de relever temporairement le plafond de la dette, jusqu'au 7 février 2014, et de reprendre le financement des services fédéraux jusqu'au 15 janvier. Une commission bicamérale doit, d'ici le 13 décembre, élaborer une stratégie budgétaire de long terme. Certes, cet accord met fin temporairement aux inquiétudes des détenteurs de titres publics américains et réduit les tensions sur les marchés financiers ; mais il n'empêche que la méfiance sur la qualité de la dette américaine s'est installée, que le statut international du dollar peut s'en trouver perturbé et que la croissance risque d'en être amoindrie à cause du renchérissement du crédit qu'entraîne la défiance des marchés.

Alors que l'on n'a plus à craindre, au moins temporairement, le risque de défaut des États-Unis, on commence à craindre dans la zone euro le risque de déflation. En effet, ce même mercredi 16, on apprend que le taux d'inflation pour septembre est tombé à 1,1% contre 2,6% un an auparavant. Le seul avantage que cette désinflation présente est le soutien, en termes réels, du pouvoir d'achat des agents. Mais en plus du risque déflationniste qu'elle fait courir, surtout que l'on est déjà dans la trappe monétaire, cette désinflation renchérit, également en termes réels, le coût des emprunts d'État, ce qui pourrait à la longue creuser notre déficit et alourdir dangereusement notre dette.

Le jeudi 17, publication dans le quotidien allemand « Die Zeit », d'un article intitulé « Vers une union de l'euro », réalisé par le « Glienicker Gruppe » (le groupe Glienicke), qui rassemble 11 experts en économie, droit et science politique. Pour la version française de ce texte important, aller à l'adresse

Internet :

<http://www.notre-europe.eu/media/tribune11allemandsne-ijdoct2013.pdf?pdf=ok>.

Notons que les membres de ce groupe feront paraître dans Le Monde daté du 31 décembre 2013 un article défendant aussi « une intégration plus profonde et une gouvernance économique » et développant quatre principes pour « intensifier le processus d'intégration ».

Notons que les propositions du groupe Glienicke sont à rapprocher de celles du Conseil pour l'avenir de l'Europe faites déjà en septembre 2011. Et plus tard on retrouvera cette volonté d'un projet politique pour la zone euro au travers d'une « communauté politique de l'euro » que propose le groupe Eiffel - voir Le Monde du 15/2/2014, p. 16 -, et dans l'appel que lancent de nombreux experts dans leur appel paru dans Le Monde du 18/2/2014.

Après la fin du suspens américain, les marchés financiers retrouvent leur calme à la fin de la troisième semaine : + 1,09% pour le Nikkei, +1,57% pour le CAC40 (à 4286 points), +1,61% pour le DAX30, +2,09% pour le Footsie, + 1,07% pour le Dow Jones, +3,23% pour le Nasdaq.

L'euro cote 1,3687 \$ le vendredi 18. Et il continue sa progression les jours suivants, dépasse même 1,38\$, ce qui l'approche de la barre des 1,40 \$. Cette envolée s'explique, comme presque toujours, par la dépréciation du dollar, causée tout à la fois par la crise politique aux États-Unis, par la politique durable de facilité monétaire menée par la Fed et par les informations très récentes et plus que mitigées concernant l'emploi américain. La faiblesse du dollar est source d'instabilité monétaire mondiale et la force relative de l'euro complique bien sûr la situation des économies de la zone euro.

Rappelons qu'un euro trop fort (beaucoup estiment que le taux de change d'équilibre euro/dollar, calculé sur la base de la PPA, est de 1,10 \$ environ, d'où une surévaluation de plus de 20%) présente l'avantage d'être désinflationniste mais l'inconvénient d'être contre-compétitif ; et à un moment où l'inflation est déjà très basse – au point de faire craindre la déflation – l'inconvénient l'emporte nettement sur l'avantage. Soulignons les principales raisons qui expliquent la relative surévaluation de l'euro : on a souvent avancé une cause externe, à savoir la dépréciation du dollar, mais deux raisons internes à la zone euro elle-même jouent beaucoup : la hausse des taux réels qu'induit la faible inflation - d'où des entrées de capitaux - et l'amélioration forcée des soldes courants des pays européens. Et s'enclenche un cercle vicieux puisque l'appréciation de l'euro est elle-même un facteur de désinflation comme cela vient d'être dit.

La quatrième semaine se termine sur les places financières par de louables performances, mis à part au Japon : - 3,25% pour le Nikkei, - 0,32% pour le CAC40 (à 4272 points, ce qui approche l'indice des 4333 points qu'il avait juste avant la faillite de Lehman Brothers), +1,36% pour le DAX30 (cet indice a franchi au cours de la semaine, et pour la 1^{ère} fois de son histoire, la barre des 9000 points), +1,49% pour le Footsie, +1,11% pour le Dow Jones, +0,74% pour le Nasdaq. L'euro reste élevé en cotant 1,3802\$, ce qui renforce le risque déflationniste.

• Novembre 2013 ->

Le tout début du mois commence par un net recul de l'euro ; non seulement par rapport au dollar mais aussi par rapport aux autres monnaies. Cela s'explique par deux records que la zone euro vient d'enregistrer, le premier avec un taux de chômage de 12,2% (chiffre de septembre) et le second avec un taux d'inflation très bas de 0,7% sur un an (chiffre d'octobre), ce qui attise les inquiétudes sur la santé de l'économie européenne (risque de déflation, insuffisance de la demande, plus grande difficulté à résoudre le problème des déficits publics et de la dette publique) et questionne les investisseurs sur l'attitude que va adopter la BCE lors de la prochaine réunion mensuelle de son Conseil des gouverneurs : va-t-elle baisser ses taux ? Surtout que la monnaie unique reste malgré tout surévaluée, spécialement pour les pays en difficulté avérée ou relative.

Cette réunion a lieu le jeudi 7 et, contrairement au statu quo annoncé par beaucoup, la BCE annonce logiquement, en fonction de ce qui vient d'être dit, la baisse de ses taux : le taux des opérations principales de refinancement passe de 0,5% à 0,25% et le taux de la facilité de prêt marginal passe de 1% à 0,75%, le taux de la facilité de dépôt restant à 0%.

Le vendredi 8, l'agence Standard & Poor's dégrade d'un cran la dette française, la faisant passer de AA+ à AA en considérant que la marge de manœuvre budgétaire du pays s'est réduite et que le niveau du chômage empêche le gouvernement de faire les réformes structurelles et sectorielles nécessaires pour élever le taux de croissance.

Est-ce que François Hollande redirait ce qu'il a dit quand la même agence de notation a retiré en janvier 2012 son triple A à notre pays : « c'est une politique qui a été dégradée, pas la France » ? Cela dit, dans son blog daté du 8 novembre, le prix Nobel d'économie Paul Krugman prend la défense de la politique économique française en estimant que cette

L'EURO

dégradation se fonde sur des préjugés idéologiques de S&P, que l'on ne sait pas grand chose sur les déterminants de la croissance et que la réduction des déficits publics par augmentation de la pression fiscale n'a pas d'effet vraiment négatif sur la dynamique de la croissance. Mais dans un article du Monde en date du 16 novembre, Philippe Aghion, professeur à Harvard et à l'École d'économie de Paris, et pourtant soutien de F. Hollande lors de l'élection présidentielle de 2012, critique sévèrement Paul Krugman. L'économiste français montre en particulier, à partir de plusieurs exemples et tout spécialement celui de la Suède, que la diminution des dépenses publiques et les réformes structurelles sont plus efficaces que l'alourdissement de la pression fiscale pour tout à la fois réduire les déficits publics et défendre notre système social. Cette analyse rejoint nos réflexions faites plus haut à plusieurs reprises.

La fin de la semaine se traduit sur les places financières par des performances plutôt négatives, à cause en particulier du risque de voir la Fed changer de politique monétaire et de voir l'Europe entrer en déflation ou pour le moins fonctionner à vitesse très réduite : -1,68% pour le Nikkei, -0,30% pour le CAC40 (à 4260 points), +0,78% pour le DAX 30, -0,39% pour le Footsie, +0,94% pour le Dow Jones, -0,07% pour le Nasdaq. Mais, pour relativiser, il convient de souligner en particulier que le CAC 40 a dépassé au cours de la semaine le cours qu'il avait atteint la veille de la chute de Lehman Brothers. L'euro cote 1,336\$.

Le mercredi 13, relayant des observations déjà faites de manière plus ou moins feutrée par le FMI et l'administration américaine, la Commission européenne ouvre une enquête sur l'excédent de la balance courante de l'Allemagne (environ 7% du PIB) parce qu'elle considère que celui-ci, dépassant le seuil de 6% retenu depuis 2011 comme indicateur de dysfonctionnement macroéconomique, est un facteur de déséquilibre pour toute la zone euro, selon le vieux principe que les excédents des uns font les déficits des autres. *Cela aurait pu être sans doute nécessaire il y a deux ou trois ans mais cela semble excessif aujourd'hui dans la mesure où les augmentations de salaires actuellement admises dynamisent la demande intérieure (la croissance allemande du 3^{ème} trimestre - +0,3% - est beaucoup plus portée par la demande intérieure que par la demande étrangère, et de plus on va vers l'introduction d'un SMIC), et surtout où les exportations de l'Allemagne se font de plus en plus hors zone euro : en 2013, l'excédent commercial allemand est obtenu à moins de 28% grâce aux échanges avec des pays de la zone euro contre plus de la moitié en 2006. En réalité, la Commission se sert sans doute de cette enquête sur l'économie allemande pour faire contrepoids aux critiques qu'elle adresse aux autorités françaises sur leur politique budgétaire et sur l'insuffisance des réformes structurelles. Effectivement, les statistiques macroéconomiques de la France pour le troisième trimestre de cette année révèlent, s'il en est besoin, les difficultés actuelles de notre économie : l'activité a reculé de 0,1%, la consommation reste atone, l'investissement des entreprises continue à baisser, les exportations diminuent et le chômage est toujours élevé.*

Le même jour, l'économiste en chef de la BCE rappelle que l'institution est prête à tout pour faire éviter la déflation à la zone euro. Il faut sans doute entendre par là qu'elle pourrait décider de faire directement des achats d'actifs, ce que fait depuis quelque temps la Fed mais que la BCE s'est refusée à faire jusqu'à maintenant.

Le vendredi 15, c'est la première fois qu'est mise en place la procédure de surveillance - a priori - des projets de budgets des États membres par la Commission européenne (procédure décidée lors du Conseil européen des 8 et 9 décembre 2011) : la Commission estime que le projet français de budget pour 2014 est « en ligne avec les exigences du pacte de stabilité et avec la recommandation » qu'elle a faite au printemps, même si la trajectoire qu'elle avait fixée ne pourra pas être respectée (déficit pour 2013 de 4,1% contre 3,9% après le délai supplémentaire de 2 ans accordé) ; mais elle pense aussi que l'État français n'aura plus de marge de manœuvre budgétaire en 2014.

ANNEXE SUR LES FINANCES PUBLIQUES

Principaux ratios de finances publiques de 2007 à 2012

	en % du PIB					
	2007	2008	2009	2010 (r)	2011 (r)	2012
Déficit public notifié (1)	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1	-5,3	-4,8
Dettes publiques notifiées (1)	64,2	68,2	79,2	82,4	85,8	90,2
Dettes publiques nettes (2)	59,6	62,3	72,0	76,0	78,7	82,4
Recettes publiques	49,9	49,9	49,2	49,5	50,6	51,8
Dépenses publiques	52,6	53,3	56,8	56,6	55,9	56,6
Prélèvements obligatoires	43,4	43,2	42,1	42,5	43,7	45,0

r : données révisées.

(1) : au sens du traité de Maastricht.

(2) : dette publique notifiée diminuée de certains éléments d'actif.

Champ : France.

Source : Insee, comptes nationaux - base 2005.

Principales dépenses par administrations publiques en 2012

	2012									
	APu (y compris État)		État		APu locales		A de sécurité sociale		APu (2)	
	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)
Consommations intermédiaires	36,7	4,9	25,3	7,4	51,3	3,9	26,1	3,2	114,0	4,1
Rémunérations des salariés	134,7	1,3	117,5	1,0	72,3	3,1	60,7	1,9	267,7	1,1
Intérêts	44,0	-2,6	44,1	-2,5	3,3	-3,8	5,3	13,2	52,1	-1,1
Prestations sociales (1)	87,2	3,7	66,5	3,8	23,5	3,2	418,0	3,5	528,7	3,1
Formation brute de capital fixe	9,7	-3,9	4,9	-2,3	45,4	3,5	8,6	-1,3	63,7	1,1
Total des dépenses (2)	453,1	1,8	421,2	1,6	242,5	3,1	549,0	3,2	1 151,3	2,1

(1) : en espèce et en nature.

(2) : les transferts au sein d'un même secteur sont consolidés. La somme des dépenses des secteurs est donc supérieure à celle de l'ensemble des administrations publiques.

Source : Insee, comptes nationaux - base 2005.

Source : INSEE

Notons que les intérêts, autrement dit la charge de la dette, ont diminué entre 2011 et 2012 grâce à la faiblesse des taux. Il n'empêche qu'ils sont le deuxième poste budgétaire, presque à égalité avec L'Éducation nationale, et qu'ils représentent actuellement environ 27% du montant des emprunts annuels qui sont nécessaires pour financer le déficit et honorer les échéances de la dette. On n'ose pas imaginer la situation que créerait la hausse des taux d'intérêt...

Pour compléter ces informations sur les finances publiques, voici un document de la Banque de France qui permet d'utiles comparaisons internationales :

Finances publiques

en pourcentage du PIB

	Recettes totales des APU (a)(b)(d)		Dépenses totales des APU (b)(c)(d)		Solde des finances publiques des APU (b)(d)				Dettes brutes des APU (b)(d)			
	2011	2012	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
France	50,6	51,8	55,9	56,6	-7,5	-7,1	-5,3	-4,8	79,2	82,4	85,8	90,2
Allemagne	44,3	44,8	45,2	44,7	-3,1	-4,2	-0,8	0,1	74,5	82,5	80,0	81,0
Autriche	48,3	49,2	50,8	51,7	-4,1	-4,5	-2,5	-2,5	69,2	72,3	72,8	74,0
Belgique	49,6	51,0	53,5	55,0	-5,6	-3,7	-3,7	-4,0	95,7	95,7	98,0	99,8
Chypre	39,9	40,0	46,3	46,4	-6,1	-5,3	-6,3	-6,4	58,5	61,3	71,5	86,6
Espagne	36,2	37,1	45,7	47,8	-11,1	-9,6	-9,6	-10,6	54,0	61,7	70,5	86,0
Estonie	38,7	39,2	37,5	39,5	-2,0	0,2	1,1	-0,2	7,1	6,7	6,1	9,8
Finlande	54,1	54,4	55,2	56,6	-2,5	-2,5	-0,7	-1,8	43,5	48,7	49,2	53,6
Grèce	42,4	44,6	52,0	53,6	-15,7	-10,7	-9,5	-9,0	129,7	148,3	170,3	156,9
Irlande	34,0	34,5	47,1	42,6	-13,7	-30,6	-13,1	-8,2	64,4	91,2	104,1	117,4
Italie	46,1	47,7	49,8	50,6	-5,5	-4,5	-3,8	-3,0	116,4	119,3	120,7	127,0
Luxembourg	42,7	43,7	42,6	44,3	-0,7	-0,8	0,1	-0,6	15,5	19,5	18,7	21,7
Malte	38,9	40,1	41,7	43,4	-3,7	-3,5	-2,8	-3,3	66,5	66,8	69,5	71,3
Pays-Bas	45,6	46,4	49,9	50,4	-5,6	-5,1	-4,3	-4,1	60,8	63,4	65,7	71,3
Portugal	45,0	40,9	49,3	47,4	-10,2	-9,8	-4,3	-6,4	83,7	94,0	108,2	124,1
Slovaquie	33,3	33,2	38,4	37,8	-8,0	-7,7	-5,1	-4,5	35,6	41,0	43,4	52,4
Slovénie	43,6	44,2	49,9	48,1	-6,3	-5,9	-6,3	-3,8	35,2	38,7	47,1	54,4
Zone euro	45,3	46,2	49,5	49,9	-6,4	-6,2	-4,2	-3,7	80,0	85,4	87,3	90,6
Bulgarie	33,6	35,2	35,6	35,9	-4,3	-3,1	-2,0	-0,8	14,6	16,2	16,3	18,5
Croatie	40,1	40,6	47,9	45,5	-5,3	-6,4	-7,8	-5,0	36,6	44,9	51,6	55,5
Danemark	55,7	55,3	57,6	59,5	-2,7	-2,5	-1,8	-4,1	40,7	42,7	46,4	45,4
Hongrie	54,3	46,6	50,0	48,7	-4,6	-4,3	4,3	-2,0	79,8	82,2	82,1	79,8
Lettonie	34,9	35,1	38,4	36,5	-9,8	-8,1	-3,6	-1,3	36,9	44,4	41,9	40,6
Lituanie	33,2	32,7	38,7	36,1	-9,4	-7,2	-5,5	-3,2	29,3	37,8	38,3	40,5
Pologne	38,4	38,3	43,4	42,2	-7,5	-7,9	-5,0	-3,9	50,9	54,9	56,2	55,6
Roumanie	33,9	33,6	39,5	36,6	-9,0	-6,8	-5,6	-3,0	23,6	30,5	34,7	37,9
Royaume-Uni	40,3	41,8	48,0	47,9	-11,4	-10,1	-7,7	-6,1	67,1	78,4	84,3	88,7
Suède	51,5	51,6	51,5	52,0	-0,7	0,3	0,2	-0,2	42,6	39,4	38,6	38,2
République tchèque	40,0	40,1	43,2	44,5	-5,8	-4,7	-3,2	-4,4	34,6	38,4	41,4	46,2
Union européenne	44,6	45,4	49,0	49,3	-6,9	-6,5	-4,4	-3,9	74,3	79,8	82,3	85,1
États-Unis	31,4	31,7	41,6	40,3	-11,9	-11,4	-10,2	-8,7	88,8	97,9	102,3	106,3
Japon	33,1	33,3	42,0	43,2	-8,8	-8,3	-8,9	-9,9	188,7	193,3	210,6	219,1

APU : administrations publiques

(a) Ensemble des recettes courantes

(b) Pour les pays européens, chiffres notifiés à la Commission européenne et vérifiés par Eurostat

(c) Dépenses courantes + dépenses en capital nettes. Les recettes issues de la vente de licences UMTS sont enregistrées comme des dépenses en capital avec un signe négatif.

(d) Pour les pays non européens, chiffres définis par le système européen des comptes (SEC 1995) (source OCDE)

Sources : Commission européenne, Eurostat, OCDE

Réalisé le 14 novembre 2013

Banque de France

Zone euro • Principaux indicateurs économiques et financiers

Sur les marchés boursiers, la fin de la deuxième semaine est très bien orientée : +7,66% pour le Nikkei, +0,75% pour le CAC40 (à 4292 points), +1% pour le DAX30, -0,22% pour le Footsie, +1,27% pour le Dow Jones, +1,70% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3496\$.

On note pour la fin de la troisième semaine, +1,42% pour le Nikkei, -0,342% pour le CAC 40 (à 4279 points), +0,55% pour le DAX30, -0,29% pour le Footsie, + 0,65% pour le Dow Jones qui dépasse pour la 2^{ème} fois de son histoire les 16 000 points, +0,13% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3558\$.

Le vendredi 29, l'agence S&P baisse d'un cran la note des Pays-Bas qui perdent donc leur triple A pour se retrouver avec AA+. Seuls, en Europe, l'Allemagne, la Finlande et le Luxembourg ont toujours AAA.

Sur les places boursières, la dernière semaine du mois de novembre se termine par des performances plutôt positives : +1,82% pour le Nikkei, +0,39% pour le CAC40 (à 4295 points) ; +2,02% pour le DAX30, -0,36% pour le Footsie, +0,13% pour le Dow Jones et +1,71% pour le Nasdaq (qui dépasse pour la première fois depuis 13 ans le seuil des 4000 points). L'euro cote 1,3573\$.

• Décembre 2013 ->

Le lundi 2, l'European Securities and Markets Authority (ESMA) publie les résultats d'une enquête sur l'activité des 3 principales agences de notation (S&P, Moody's et Fitch) qui ont 95% du marché. Le rapport est très critique : l'ESMA constate à plusieurs reprises des occasions de conflits d'intérêt et conteste les compétences de ceux à qui est confié le travail d'analyse.

Le jeudi 5, statu quo des taux directeurs décidé par la BCE. Celle-ci prévoit des taux d'inflation de 1,1% en 2014 et de 1,3% en 2015 : « une période trop longue de basse inflation n'est pas une bonne chose » et elle se tient donc sur ses gardes face au risque de déflation : « elle est prête à utiliser les outils qui restent dans sa "boîte aux outils" et qui sont, tous, techniquement prêts ».

La première semaine du mois se termine sur les marchés financiers par des performances assez négatives à cause de l'inquiétude des investisseurs sur le resserrement monétaire éventuel de la Fed : -2,31% pour le Nikkei, -3,86% pour le CAC40 (à 4129 points), -2,48% pour le DAX30, -1,48% pour le Footsie, -0,41% pour le Dow Jones et +0,06% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3705\$.

Le mercredi 11, un accord est obtenu entre le Parlement européen et les États sur un aspect important du projet d'union bancaire, à savoir le souci de dissocier dette souveraine et dette bancaire : les créanciers privés seront appelés à renflouer les établissements financiers en situation de faillite, pour éviter l'appel systématique aux contribuables, et ce dès 2016. On passera ainsi du principe du bail-out, qui confie aux États, donc aux contribuables, le soin de sauver les banques en difficulté, au principe du « bail-in » où ce sauvetage sera assuré par les actionnaires et les créanciers des banques. La question qui se pose d'emblée est de savoir dans quelle mesure les épargnants pourront être sollicités : les dépôts seront garantis jusqu'à 100 000 euros par compte et au-delà de cette somme, les personnes physiques et les PME bénéficieront d'un traitement préférentiel par rapport aux autres créanciers. Le 17 décembre seront précisées les modalités de la garantie des dépôts bancaires : dans un délai de 10 ans à partir de l'entrée en vigueur de ces nouvelles règles, chaque mécanisme national de garantie devra disposer d'un montant égal à 0,8% des dépôts couverts. Le délai pourra être prolongé si la garantie doit être activée dans la période initiale de 10 ans. Les banques y contribueront en fonction de leur profil de risque. Quant aux déposants, ils recevront leur argent dans un délai de sept jours ouvrables après la faillite de la banque, contre 20 jours actuellement, même si des exceptions sont possibles jusqu'en 2024.

La fin de la deuxième semaine se traduit par des scores plutôt négatifs parce que les investisseurs attendent avec quelque inquiétude la décision du prochain comité monétaire américain qui pourrait marquer un changement d'orientation : +0,67% pour le Nikkei, -1,69% pour le CAC40 (à 4060 points), -1,81% pour le DAX30, -1,71% pour le Footsie, -1,65% pour le Dow Jones, -1,51% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3742\$.

Dimanche 15, formation du gouvernement allemand après un accord de « grande coalition » signé le 26 novembre entre le SPD et la CDU, après 2 mois de dures négociations. Mardi, Angel Merkel sera élue pour la troisième fois chancelière, et cela pour 4 ans.

Alors que les politiques allemands illustrent leur culture du compromis et de la coalition, les économistes allemands profitent de cette période pour exprimer leurs divergences à propos du devenir de la zone euro en général et de la politique

L'EURO

monétaire de la BCE en particulier, attaquée en particulier devant la Cour constitutionnelle de Karlsruhe par ceux qui n'acceptent pas le dispositif OMT. En réponse à cette attaque, un appel a été lancé pour défendre la politique de la BCE et a été signé par près de 250 signatures, mais dont les $\frac{3}{4}$ sont non allemandes, avec celles de plusieurs économistes français de renom : selon les signataires, certes l'OMT présente des risques mais les avantages de ce dispositif de sauvetage - qui, à cette heure, n'a toujours pas été mis en œuvre - leur semblent être nettement plus importants que les inconvénients. En réaction, la *Frankfurter Allgemeine Zeitung* publie un article de 136 économistes allemands pour affirmer que la politique de la BCE est « non conforme au droit et économiquement erronée » et aller jusqu'à penser que la zone euro n'est pas viable. Parmi eux, certains sont carrément pour la fin de la zone euro tandis que d'autres ne demandent que la sortie de la zone des pays en trop grande difficulté financière. À leur tour, des économistes allemands, formant le « groupe de Glienicke » avec des politologues et des juristes, répondent aux « anti-euro » et/ou « anti-BCE » en militant en faveur au contraire pour un approfondissement de l'intégration européenne car c'est pour eux la seule façon de sauver la zone euro qui est bel et bien en proie à une crise grave sur les plans à la fois économique, financier et politique (voir plus en haut en date du 17 octobre).

Mercredi 18 : date importante pour l'économie européenne et pour l'économie mondiale tout entière puisque d'un côté l'Ecofin se réunit à propos de l'union bancaire et de l'autre le comité de politique monétaire de la Fed tient sa réunion périodique - qui sera la dernière sous la direction de Ben Bernanke - pour réduire éventuellement ses injections de liquidités afin de soutenir l'activité économique.

- La réunion de l'Écofin débouche finalement sur un accord concernant le second pilier de l'union bancaire. Rappelons que le premier, qui porte sur la supervision unique par la BCE et qui entrera en vigueur fin 2014, a fait l'objet d'un accord il y a tout juste un an (c'est la Française Danièle Nouy qui prendra la tête du MSU). Ajoutons qu'en réalité trois piliers étaient prévus à l'origine, le troisième étant le système unique de garantie des dépôts, mais ce SDGS fut écarté par l'Écofin. Le second pilier concerne le mécanisme unique de résolution des faillites des banques de la zone euro, qui fonctionnera à partir de 2015 : un conseil de résolution décidera de la recapitalisation ou de la faillite ordonnée de tel ou tel établissement et un fonds unique, alimenté par les banques, aura en charge progressivement - sur 10 ans à partir de 2016, parce qu'au début national pour devenir ensuite fédéral - la mise en œuvre financière de la faillite ou de la restructuration de l'établissement. Le MES sera associé au dispositif mais dans sa forme actuelle : il ne pourra donc pas prêter directement aux banques.

L'utilisation du mécanisme unique de résolution se déroulera de la manière suivante : une fois le signal tiré par la BCE (1^{er} pilier), le conseil de résolution prend le relais pour faire une proposition dans le but de préparer la décision qui revient au Conseil des ministres de l'économie, après avis de la Commission sur la proposition faite. Si la décision est de renflouer la banque en difficulté, ce sont les acteurs privés et non les contribuables qui auront en charge le renflouement à hauteur de 8% du passif de la banque. Au-delà, c'est le fonds de résolution qui intervient, sachant que ce fonds doit être abondé par les banques elles-mêmes. Il est à signaler que pour les très gros sauvetages, le vote de toutes les autorités nationales sera nécessaire, ce qui permet à l'Allemagne de limiter la portée de la mutualisation des ressources. De plus, plusieurs experts rejoignent le Président de la BCE lui-même qui se demande si l'accord conclu dans la nuit du 18 au 19 ne complique pas excessivement le dispositif au point de le rendre pratiquement inutilisable : serions-nous alors revenus au point de départ comme se le demandent deux membres de la commission économique et monétaire du Parlement européen dans un article publié le 24 par *Le Monde* ? De surcroît, si le montant de dettes souveraines détenues par les banques des pays de la zone euro a diminué au cours de 2013, on constatera une remontée en 2014, ce qui renoue le lien entre risque bancaire et risque souverain.

- La Fed décide de réduire son soutien à l'économie en abaissant de 10 milliards ses achats de titres publics, qui passent donc, mensuellement, de 85 à 75 milliards de dollars. Mais le taux directeur de 0% n'est pas modifié et, d'ailleurs un peu en contradiction avec les déclarations antérieures, ce taux sera maintenu à ce niveau très bas « bien après » que le taux de chômage soit passé sous la barre des 6,5% qui est le seuil retenu pour pouvoir dire que la situation de l'emploi s'est améliorée.

Le **vendredi 20**, l'agence S&P dégrade d'un cran (de AAA à AA+) l'Union européenne parce qu'elle estime que les négociations budgétaires de l'UE sont devenues plus tendues, qu'il y a une montée des risques concernant le soutien que certains États membres pourraient apporter à l'UE et que par conséquent la cohésion entre eux a diminué.

Le même jour, *Le Monde* publie un article intéressant de Guillaume Sarlat - ancien rapporteur de la Commission Pébereau sur la dette publique - qui porte sur les solutions envisageables pour soulager

les États du fardeau qu'est pour eux l'endettement public. Parmi les solutions déjà utilisées pour ce faire, il y a celle du défaut, total ou partiel comme cela a été fait pour la Grèce, avec les conséquences économiques, sociales et politiques que l'on sait. Il y aussi l'intervention de la banque centrale pour acheter des titres de la dette publique, directement – comme le fait la Fed – ou indirectement – comme le fait la BCE ; mais le gonflement du bilan de la banque centrale par l'accumulation de créances pour le moins douteuses constitue bien sûr un danger. L'auteur de l'article avance donc la solution de la transformation de la dette publique en dette perpétuelle : l'État n'aurait en somme à rembourser que des intérêts prédéterminés. Cette solution n'est vraiment pas nouvelle puisque l'on cite souvent pour l'illustrer le cas de l'emprunt souscrit par Charles X. Et notre pays a connu pendant tout le dernier tiers du 19^{me} siècle une situation de fort endettement public mais on ne parlait pas pour autant de surendettement ni a fortiori de crise car la dette était perpétuelle à 95% et était détenue pour l'essentiel par les Français eux-mêmes : c'était pour eux une « rente ». Aujourd'hui, le problème que soulève la dette publique française est qu'il y a depuis plusieurs années deux évolutions liées : d'une part, la réduction de la maturité moyenne de la dette publique française (7 ans), ce qui contraint l'État à réemprunter chaque année les dettes qui arrivent à échéance, et d'autre part, son internationalisation puisque les résidents n'en possèdent environ que le tiers, d'où la dépendance vis-à-vis des investisseurs étrangers, autrement dit du marché financier international. Mais comme le montre bien G. Sarlat, la dette perpétuelle peut avoir de nombreux avantages (voir Le monde du 20/12/2013). D'abord, comme le taux d'intérêt est fixé une fois pour toutes, « il n'y a plus de contrainte de refinancement ni de sensibilité aux taux d'intérêt ». Ensuite, la dette perpétuelle correspond en quelque sorte à un échange mutuellement avantageux entre l'État et les investisseurs : ceux-ci disposent d'un moyen sûr de placer l'épargne longue dont ils disposent, comme c'est le cas en particulier pour les fonds de pension, les caisses de retraite et les compagnies d'assurances, et la dette représente du point de vue de l'État « un capital détenu par des investisseurs qui seraient associés à la réussite du pays ». De plus, la solution serait actuellement d'autant plus profitable que les taux sont bas, et les États auraient la possibilité de se désendetter en rachetant de leur propre dette si les taux baissaient encore davantage. De toute façon, le sujet permet de bien prendre conscience qu'il ne faut pas raisonner avec un État comme on le fait avec un agent privé, tout simplement parce qu'un État n'est pas mortel et que par conséquent il peut être constamment endetté : on doit par exemple se demander si le Japon remboursera un jour son énorme dette. Pour finir sur ce point, on pourrait se demander un peu malicieusement s'il ne vaut mieux une dette perpétuelle qu'une dette qui se perpétue constamment.

L'avant-dernière semaine du mois de décembre se termine par des hausses généralisées sur les places financières : +3,03% pour le Nikkei, +3,3% pour le CAC40 (à 4194 points), +4,37% pour le DAX30, +2,59% pour le Footsie, +2,96% pour le Dow Jones et +2,59% pour le Nasdaq. Les investisseurs sont rassurés par la faible ampleur du resserrement monétaire annoncé par la Fed pour début 2014 et par le fait que le taux directeur va rester très bas encore longtemps. L'euro cote 1,3673 \$.

Le 31 décembre, le Président français François Hollande annonce lors des vœux un « pacte de responsabilité » pour que soient créés des emplois en contrepartie d'une baisse du coût du travail, d'un amoindrissement des contraintes sur les activités et de davantage de dialogue social.

Ce pacte de responsabilité appelle trois commentaires (voir les réflexions d'Olivier Favereau dans Le Monde du 10 janvier 2014) :

- *d'abord, on peut lier ce pacte à un raisonnement mécanique traditionnel en ce sens qu'on sait que de telles mesures, spécialement quand elles abaissent le coût du travail à renforts de baisse des charges sociales et fiscales, sont susceptibles d'inciter les entreprises à embaucher ;*
- *ensuite, une entreprise qui embauche est à l'origine d'externalités positives (production de richesses et de mieux-être individuel et collectif, d'entrées sociales et fiscales supplémentaires, de réduction de coûts sociaux et humains), alors qu'une entreprise qui licencie produit au contraire des externalités négatives ; or, l'État doit être un gestionnaire des externalités en mettant en place des mesures pour internaliser au maximum les externalités positives et négatives ;*
- *l'ouverture des économies avec la mondialisation et le désengagement de l'État avec la libéralisation ambiante font que l'interventionnisme étatique a considérablement perdu de son efficacité et même de sa légitimité ; si bien que les entreprises partagent de fait avec l'État la responsabilité de la situation économique et sociale globale. « Plus l'État se retire de l'économie, plus les entreprises s'avancent vers le politique, à savoir l'inéluctable*

En ce mois de décembre, l'économiste Robert Salais fait paraître un ouvrage important : « Le Viol d'Europe » aux éditions PUF. En s'appuyant sur la mythologie grecque, Robert Salais a trouvé un titre très évocateur pour son livre puisqu'il veut montrer que la réalité historique de la construction européenne est très différente de son histoire officielle, puisque cette réalité est « celle d'un grand projet instrumentalisé et trahi, un viol en train d'être consommé. Notre Europe n'est guère plus - la crise le révèle crument - qu'une pièce d'un ordre mondial marchand, néolibéral et financiarisé ».

Cela rappelle le titre qu'a donné l'économiste Frédéric Allemand dans son article de La Croix du 21/12/2010 : « L'Europe, une déesse nue ». À propos de l'habit dont la pare le traité de Lisbonne, R. Salais a raison de souligner que « Quoique bienvenu, ce nouvel habit demeure tissé sur le même métier que celui employé en 1992. Les malfaçons originelles sont conservées. La gouvernance économique demeure un espace de juxtaposition des souverainetés nationales : les règles non contraignantes sont légion, le rôle d'initiative de la Commission limité et le pouvoir juridictionnel de la Cour de Justice tronqué. Partant, l'efficacité de ce mode de gouvernance est fonction de l'autorité que chaque État attache à la règle qu'ils ont eux-mêmes posée dans les traités. En cela, le volet économique est une camisole de force dont on aurait ôté les sangles... ».

Sur l'année 2013, le CAC40, le DAX et le Dow Jones ont connu une tendance générale haussière (+ 14,69% pour le CAC40 mais avec des creux spécialement en avril, mi-juin, fin août et mi-décembre, + 23,31% pour le DAX et + 22,65% pour le Dow Jones). La volatilité du Footsie a été plus grande, mais autour d'une tendance assez plate aux environs de 6600 points.

• JANVIER 2014 ->

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

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

Le mardi 14, conférence de presse du Président français, qui accentue son virage social-démocrate pris déjà avec l'annonce du pacte de responsabilité lors de ses vœux de début d'année en optant résolument pour une « politique de l'offre » puisque F. Hollande va même jusqu'à affirmer qu'il est social-démocrate et à s'approprier l'énoncé fétiche de la loi de J.-B Say « l'offre crée sa propre demande » qui, en quelques mots, résume le principe de base de l'économie libérale. La principale mesure annoncée est une diminution des charges sur les entreprises financées par une réduction des dépenses publiques. *Cette mesure peut être considérée comme une « dévaluation socio-fiscale » qui aura certes pour effet d'améliorer les conditions d'offre mais, ce faisant, accroîtra les capacités exportatrices des entreprises françaises, d'où un accroissement aussi de la demande globale. Seulement, on sait que toute dévaluation, qu'elle soit monétaire, socio-*

L'EURO

fiscale ou salariale, a souvent des effets secondaires qui peuvent être pervers : les comportements de marge des entreprises souvent évoqués à ce titre peuvent cependant déboucher sur une reprise des investissements. De plus, et de manière plus générale, toute politique de l'offre exige du temps pour exprimer des effets positifs : on estime que cela peut prendre entre 2 et 5 ans.

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

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

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

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

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

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

Le 29, étant donné les bonnes performances macroéconomiques de l'économie américaine, la Fed annonce une nouvelle réduction à compter du mois prochain de ses achats mensuels d'actifs sur les marchés, de 75 à 65 milliards de dollars. *Cette baisse progressive des rachats de titres doit faire anticiper une hausse progressive des taux d'intérêt, ce qui compliquerait considérablement le désendettement public alors que les pays de l'OCDE parviennent à moins emprunter (le besoin net d'emprunt a connu en effet, en milliards de dollars, l'évolution suivante : 500 en 2007, 2100 en 2008, 3300 en 2009, 3100 en 2010, 2300 en 2011, 2400 en 2012, 2000 en 2013 et 1500 en 2014). En effet, non seulement la Fed mais aussi les autres grandes banques centrales ont injecté depuis le début de la crise des subprimes des masses importantes de liquidités (plus de 4000 milliards de dollars), ce qui a maintenu les taux d'intérêt à des niveaux très bas ; et dès lors que cette politique d'assouplissement monétaire à coups de mesures non conventionnelles se renversera progressivement, de nombreux pays deviendront vulnérables, qu'il s'agisse*

L'EURO

de leurs gouvernements ou de leurs entreprises (par contre, les ménages retrouveront une certaine rémunération de leur épargne et la bancassurance trouvera une occasion d'un rééquilibrage de ses comptes). En définitive, les politiques de QE permettent certes la sortie de la crise mais les dangers qu'elles présentent, en particulier le risque de développement de bulles spéculatives (la capitalisation de la Bourse américaine atteint actuellement 145% du PIB, soit deux fois plus que le record de 2000, juste avant l'éclatement de la bulle Internet), conduisent à les abandonner progressivement au fur et à mesure que la situation macroéconomique s'améliore, ce qui oblige les différents acteurs à en anticiper les conséquences pour réviser en conséquence leurs comportements et leurs stratégies. En attendant que de telles attitudes proactives se manifestent, une conséquence immédiate de ce resserrement monétaire de la Fed est un désordre monétaire international : les investisseurs internationaux qui ont utilisé les liquidités distribuées sans compter par le système bancaire pour faire des placements dans les pays émergents sont amenés maintenant à déplacer leurs capitaux en direction des pays développés, plus sûrs ; d'où des difficultés supplémentaires qui sont imposées aux pays émergents, spécialement aux « cinq fragiles » (le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, l'Afrique du Sud et la Turquie). Les économies émergentes doivent alors faire face, en plus de leurs déséquilibres macroéconomiques intrinsèques, à un effondrement de leurs devises sur le marché des changes : le système monétaire et financier international leur fait ainsi subir une double peine : les conséquences de la crise des subprimes et celles de la sortie de crise. Cela se traduit clairement sur le marché des changes : sur un an, le peso argentin a perdu 35%, la livre turque 19%, le real brésilien 17%, le rand sud-africain 14% et le rouble 16%. Sans parler de la Chine qui semble jouer à nouveau avec la dévaluation de sa monnaie pour accroître ses exportations, de façon à compenser les conséquences négatives sur la consommation intérieure de sa régulation du crédit bancaire. Au total, il pourrait y avoir un effet boomerang pour les pays développés ; et une accentuation du risque de déflation pour la zone euro.

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

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

Évolution du taux de change euro/dollar.



Source : BCE.

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

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

• Février 2014 ->

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

Le jeudi 6, lors de sa séance mensuelle sur la politique monétaire, la BCE décide le statu quo sur toute la ligne parce qu'elle pense qu'il n'y a pas de réel risque de déflation. Pourtant l'inflation est bien inférieure à 1% et l'France enregistre une baisse de ses salaires réels. Certains commencent alors à calculer le montant des achats de titres publics que devrait faire la BCE pour éviter le piège de la déflation en prenant exemple sur ce que font la Fed et la BoJ et arrivent au chiffre de 1500 milliards d'euros, soit 16% du PIB de la zone euro. Pour des experts reconnus tels que Michel Aglietta le risque de déflation est bien réel (Le Monde du 21/3/2014) et de plusieurs côtés pointe maintenant l'idée de relancer la technique de titrisation de créances d'entreprises comme mesure non conventionnelle que pourrait utiliser la BCE à défaut de pratiquer des achats directs de titres publics ; cela pose certes le problème de l'encadrement de cette technique qui a joué un rôle important dans la crise des subprimes mais aussi celui de la dynamisation du marché européen des créances titrisées qui est loin d'avoir la liquidité du marché nord-américain. *Notre point de vue sur le risque déflationniste est que si on fait la « balance des risques », plusieurs facteurs la font pencher du mauvais côté : la demande de biens et services reste atone parce que depuis plusieurs années le partage des revenus entre le capital et le travail se fait au détriment des salaires (voir l'ouvrage « Le Capital au 21^{ème} siècle » de Thomas Piketty), que les anticipations inflationnistes sont orientées à la baisse et que la demande de crédit est faible parce que les acteurs économiques cherchent plutôt à se désendetter ; les gains de productivité – qui pourraient justifier une baisse des prix – sont faibles ; l'offre des entreprises est peu dynamique ; les banques sont encore fragiles (les banques européennes ont encore à céder près de 2,5 billions de créances douteuses - « non performantes et non stratégiques ») ; les dettes publiques sont toujours lourdes et les politiques budgétaires sont de fait pro-cycliques et ont des effets multiplicateurs récessifs. La position de la BCE s'expliquerait-elle par sa façon de calculer l'inflation comme le pense Amélie de Montchalin (dans le même numéro du Monde) ? Selon elle, pour mesurer l'inflation, il faudrait compléter l'indice harmonisé des prix à la consommation (IHPC) que cible la BCE par le déflateur du PIB qui ne vise pas seulement les biens consommés par les ménages mais l'ensemble des biens et services, qu'il s'agisse des biens de consommation individuelle et collective, des biens d'investissement, et de ceux qui sont exportés et importés ; et elle constate*

L'EURO

qu'il y a toujours un écart significatif entre les deux mesures, celle faite avec le déflateur du PIB étant systématiquement plus faible que celle faite avec l'IHPC, ce qui en ferait donc un meilleur indicateur pour évaluer le risque déflationniste.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

• Mars 2014 ->

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

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

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

Le 19, l'OCDE publie comme tous les deux ans son « panorama de la société ». Face aux 15 millions de chômeurs supplémentaires depuis le début de la crise en 2007, elle suggère aux États de mener des politiques sociales davantage « résilientes », spécialement pour les trois catégories les plus touchées : les jeunes, les homes et les moins qualifiés. Or, l'assainissement des finances publiques affectent souvent en priorité les dépenses sociales.

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

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

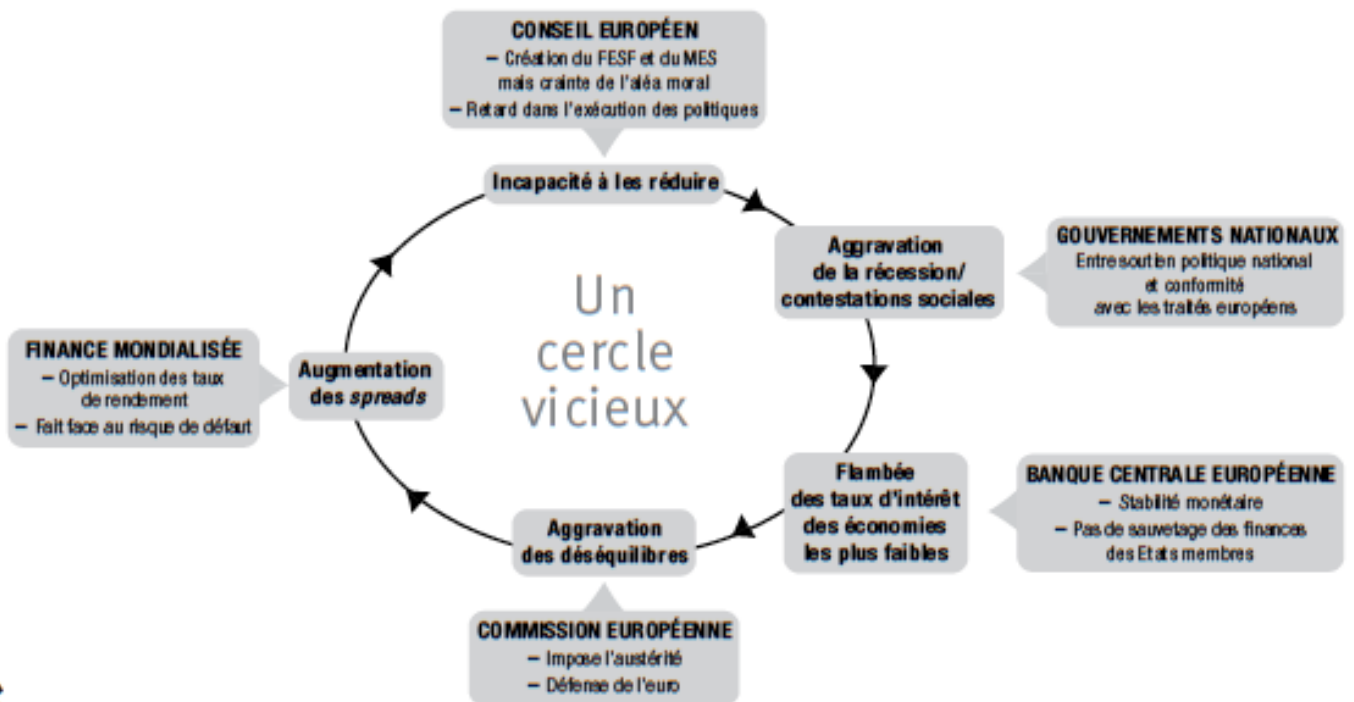
Pour un historique complet du taux de change de l'euro contre les différentes devises, voir la page suivante, en privilégiant les représentations graphiques :

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

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

l'avenir de l'Union européenne ».

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



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

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

- « l'idée est que la sortie du chaos actuel dépend de la réaffirmation vigoureuse des règles de bonne gouvernance : respect d'un déficit public limité, stricte indépendance de la banque centrale (qui est exclusivement en charge de la stabilité monétaire), négociations de salaires préservant la compétitivité, systèmes fiscaux, et de protection sociale, efficaces. Ce fédéralisme par conformité aux règles rend toute action en faveur de plus de solidarité, et de transferts entre États membres, superflue. Ces caractéristiques sont attractives pour les citoyens allemands mais rendent problématique ou quasi impossible la mise en place d'un tel scénario dans les sociétés du Sud. (...) Par conséquent, des transferts significatifs du Nord vers le Sud ne sont-ils pas nécessaires pour empêcher la faillite complète de soixante ans d'intégration européenne ?

- (...) De nombreux experts et quelques responsables politiques soulignent que les interdépendances et externalités économiques et financières ont atteint une telle intensité que la seule stratégie raisonnable est de construire au niveau supranational les institutions politiques nécessaires pour les gouverner [Cohn-Bendit et Verhofstadt, 2012]. D'autres mettent l'accent sur le fait que le fédéralisme est à la fois une opportunité et un risque [Artus, 2011]. Dans tous les cas, ce scénario requiert de surmonter le déficit démocratique dans la distribution actuelle du pouvoir et des compétences dans l'Union [Goulard et Monti, 2012]. Or, c'est loin d'être une tâche facile : une intégration entre des partenaires fondamentalement inégaux met en danger l'idéal démocratique [Hopner et Schafer, 2012]. Il ne fait aucun doute que la légitimité est nécessaire pour construire des institutions nouvelles et puissantes, mais c'est un défi de taille que de prétendre restaurer la crédibilité de l'Union européenne et de l'euro, en pleine crise systémique, par un projet de correction du déficit démocratique, péché originel de l'intégration européenne. (...) Enfin et surtout, l'élite politique allemande qui proposait une Europe fédérale deux décennies plus tôt est désormais plus que sceptique, opposée à tout fédéralisme dans les conditions actuelles de l'Union [Issing, 2012 ; Sinn, 2012]. Ceci alimente un clivage politique des deux côtés du Rhin, lourd de conséquences. Enfin, les opinions publiques sont loin de considérer que l'Europe a favorisé les débats démocratiques sur les sorties de crise. Le legs d'une gestion technocratique de l'euro, plus que discutable dans son orientation et ses effets, donne une prime aux partis qui proposent de rapatrier nombre de compétences au niveau national, et ce pas seulement au Royaume-Uni, lui-même soumis à des forces centrifuges. Faudra-t-il que survienne un épisode aussi dramatique que celui de la Seconde Guerre mondiale pour que le scénario fédéraliste apparaisse à nouveau comme un horizon désirable et atteignable ? Un dernier scénario pourrait constituer un tel tremplin ».

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

- Avril 2014 ->

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

aussitôt que « saper les règles établies sape la confiance ».

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

Le jeudi 3, à l'issue de sa réunion mensuelle sur la politique monétaire, la BCE maintient le statu quo : la BCE ne croît toujours pas à la réalité du risque inflationniste, même si « le conseil des gouverneurs est unanime dans sa volonté d'utiliser aussi des instruments non conventionnels autorisés par son mandat pour faire face aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation ». Le lundi 7, la fondation allemande Bertelsmann publie une étude sur la situation de la France, comparée à celle de 40 pays de l'OCDE. Le moins que l'on puisse dire est que le résultat est négatif : elle est 33^{ème} pour la politique budgétaire, 28^{ème} pour la démocratie, 27^{ème} pour la gouvernance, 14^{ème} pour l'intégration sociale, et 14^{ème} aussi pour la performance (pour plus de précisions, voir Le Monde du 8/4/2014).

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

Le mardi 8, le nouveau premier ministre français M. Valls fait devant l'Assemblée nationale sa déclaration de politique générale. Il affirme respecter les engagements budgétaires de la France mais il ajoute au pacte de responsabilité (la réduction de 50 milliards d'euros des dépenses publiques n'est cependant pas encore détaillée) un pacte de solidarité avec des allègements de la fiscalité pour les ménages les plus modestes, donc des recettes publiques en moins ; ce qui suscite des inquiétudes à Bruxelles et à Berlin.

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

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

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

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

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

Le samedi 12, le Président de la BCE Mario Draghi prend acte de la force de l'euro, qui frôle 1,40\$ et qui s'est apprécié en un an de 6% par rapport au dollar et de 9% par rapport au yen et admet qu'« un renchérissement du taux de change de l'euro nécessiterait davantage de stimulation monétaire ». Cette déclaration, faite lors d'une conférence de presse à Washington, est pleine

L'EURO

d'hétérodoxie pour deux raisons : d'abord, il n'est pas habituel que le Président de la BCE prenne position sur la valeur externe de l'euro et ensuite, si la BCE décidait d'agir sur le taux de change elle ne pourrait pratiquement le faire qu'avec l'arme non conventionnelle de l'achat de titres publics des États membres. *Mais la BCE est en réalité face à trois problèmes et les solutions des uns sont des difficultés supplémentaires pour résoudre les autres. Ses trois problèmes sont le risque de déflation, la force de l'euro et les déséquilibres des pays « périphériques ». La faiblesse de l'inflation renforce l'euro et l'euro fort accentue la baisse des prix ; la monnaie unique est forte aussi parce que la zone euro dégage un excédent commercial (mais l'euro fort nuit à la balance commerciale de la zone euro) et attire de nombreux capitaux qui préfèrent se placer ici qu'ailleurs ; et grâce à ces entrées de capitaux les taux des dettes souveraines des pays périphériques restent avantagusement bas. Par ailleurs, la mollesse de la croissance (n'est-on pas entré dans l'ère d'une « grande stagnation » ?) complique la résorption des déficits et la réduction des dettes puisqu'elle nuit aux rentrées fiscales et soutient les dépenses. Alors, que doit faire la BCE face à ce système d'équations impossible ?*

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

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

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

- « Retour à la case départ » : fin 2013, la France aurait effacé les effets de la crise mais le fait que le PIB a retrouvé son niveau de 2008 cela signifie que durant toutes ces années il y a eu stagnation de la production, donc une rupture de tendance par rapport au sentier d'expansion. Cela s'explique en grande partie par la politique d'austérité qui a cassé la reprise qui s'était pourtant manifestée en 2009.
- « La politique budgétaire, moteur et frein de la croissance » : comme la crise a eu pour effet une forte aggravation des déficits publics dans le but de soutenir l'activité, et donc aussi de la dette publique, le souci de respecter les normes européennes a entraîné des politiques d'austérité. En cumul, l'impulsion budgétaire négative a été de 5 points de PIB entre 2010 et 2013, avec le jeu récessif du multiplicateur keynésien, d'autant plus important que la conjoncture est mauvaise et que cette politique est menée aussi ailleurs. Si les économies de dépenses publiques sont appelées à jouer maintenant un rôle plus important que l'augmentation de la pression fiscale, contrairement à ce qui a été fait précédemment, le multiplicateur récessif en sera d'autant plus élevé et pourrait contrebalancer l'atténuation de la rigueur que peuvent permettre les délais supplémentaires accordés par Bruxelles.
- « Coût double » : L'économie française, comme l'économie européenne tout entière, souffre des deux côtés, celui de la demande à cause de la baisse de la consommation par tête et de celui de l'offre à cause de la chute de l'investissement. La moindre progression du chômage en France que dans le reste de l'Europe a pour contrepartie une nette dégradation du taux de marge des entreprises.
- « Crise et reprise : l'endettement passé – privé avant la récession, public depuis 2008 –, et dans le même temps la contraction de l'investissement et l'extension du chômage de longue durée sont susceptibles d'entamer leur capacité d'offre. Les perspectives d'activité sont ainsi subordonnées à cette double contrainte ».

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

	Taux de croissance (%)	Déficit public (% PIB)	Dette publique (% PIB)
2012	0	4,9	90,6
2013	0,3	4,3	93,5
2014	1	3,8	95,6
2015	1,7	3	95,6

L'EURO

2016	2,25	2,2	94,2
2017	2,25	1,3	91,9

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

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

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

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

Quand on compare l'UE et les EU, il apparaît que si les deux zones ont des PIB voisins, l'UE (à 28) a cependant un PIB par habitant environ 40% plus faible parce qu'elle est beaucoup plus peuplée (502 millions d'habitants contre 314). Pendant les 30 glorieuses, la croissance en Europe, et au Japon aussi, a été plus importante qu'aux États-Unis, mais, après cette période de rattrapage l'écart de PIB par habitant fluctue pour l'UE à 15 entre 25% et 30% par rapport aux EU. Certes, la dynamique du taux d'emploi est plus favorable pour l'UE mais la productivité du travail s'est davantage accrue aux EU où elle était déjà élevée parce qu'ils ont mieux profité des NTIC et qu'il y a vraisemblablement une baisse tendancielle des gains de productivité en Europe. Les cycles économiques sont aussi volatiles dans l'UE qu'aux EU depuis le milieu des années 1990. Il n'empêche que l'économie européenne est moins marquée que celle des EU par les déséquilibres macroéconomiques, notamment en termes de finances publiques et d'équilibre extérieur, et qu'elle est plus égalitaire (pour les revenus, l'indice de Gini est en 2011 de 0,31 dans l'UE et de 0,45 aux EU).

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

- . Les « pays de l'Est de l'Europe » (les trois États baltes, la Bulgarie et la Roumanie) qui sont en rattrapage depuis les années 2000 mais qui sont durement touchés par la crise.
- . Les « pays de la périphérie » (les pays du Sud de l'Europe ainsi que le Royaume-Uni et l'Irlande) dont les économies sont relativement riches mais très marquées par des déséquilibres et par la crise.
- . Les « pays du centre de l'Europe », comme la Hongrie, la Pologne, sont encore très industriels, également en rattrapage, avec un taux d'ouverture important, mais l'impact de la crise est moins fort que pour les pays du groupe précédent.
- . Les « pays de l'Ouest et du Nord de l'Europe », où se trouvent l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Autriche, la Belgique et les pays nordiques, le Luxembourg ayant été écarté de l'étude parce qu'il est trop « atypique », ont des économies matures et qui, à l'occasion de la crise, se sont montrées résilientes, notamment en matière de finances publiques, bien que leur taux de croissance ait nettement faibli.

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

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

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

• Mai 2014 ->

Ce mois de mai va être celui des élections au Parlement européen. Profitons pour rappeler des

données de base concernant le budget européen, tirées du site « Toute l'Europe » (<http://www.touteurope.eu>) :

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

<i>Pays</i>	<i>Ce qu'ils payent</i>	<i>Ce qu'ils reçoivent</i>
Allemagne	22,8	12,2
France	19,8	12,9

L'EURO

Italie	15	10,9
Royaume-Uni	13,5	6,9
Espagne	9,7	14,2
Portugal	1,6	6,8
Grèce	1,7	6,3
Pologne	3,5	15,7
Hongrie	0,8	4,2

Au cours du mois paraissent des estimations concernant les élections du 25 prochain : toutes expriment les progrès de l'eurosepticisme. Comme le dit Benjamin Coriat au *Nouvel Observateur* du 15 mai, la crise de la zone euro des années 2007-2008 et suivantes prouve que la manière dont la zone euro a été construite « condamne à l'austérité et écrase les peuples européens ». Trois autres facteurs négatifs ont joué et jouent toujours dans la dynamique de cette crise. D'une part, des institutions insuffisamment efficaces ; d'autre part, la mauvaise qualité des politiques macroéconomiques mises en œuvre, marquées en particulier par une politique de concurrence rigide, une absence de politique industrielle et une politique conjoncturelle pro-cyclique ; et enfin la mauvaise gouvernance globale : « quand en 2008 la banque Lehman Brothers a fait faillite, il n'a fallu que dix jours au gouvernement américain pour faire voter un paquet de 700 milliards de dollars. En Europe, il a fallu deux ans pour faire la même chose » (Daniel Cohen, *Nouvel Observateur* du 15 mai 2014). Le tout se traduit par une résilience très faible, une croissance et des innovations insuffisantes, un chômage élevé et durable, des structures productives inadaptées, des inégalités qui s'aggravent et par conséquent une cohésion sociale qui s'effrite. Le « consensus de Bruxelles » alliant l'austérité budgétaire et des réformes structurelles, autrement dit un *policy mix* entre politique conjoncturelle restrictive et politique structurelle libérale, ne permet pas une sortie de la crise par le haut mais enfonce plutôt de nombreux pays européens dans les difficultés, ce qui explique la remise en cause plus ou moins radicale des bienfaits de l'Union européenne. Dans les tribunes que de nombreux organes de presse ouvrent à des économistes de renom, on a une nette convergence des critiques de ce « consensus de Bruxelles » mais de profondes divergences sur le maintien ou l'abandon de l'euro. C'est par exemple le cas des tribunes parues dans *Le Monde* du 23 mai. Ainsi, dans un article collectif signé en particulier par J.-P. Fitoussi, J.K. Galbraith et J. E. Stiglitz, sont évoquées « des politiques erronées, fondées sur des croyances douteuses et des idées simplistes. (...) Une approche différente aurait permis d'éviter à la plupart des pays la récession à double creux, et aux pays en crise des dépressions très graves. (...) Une nouvelle politique macroéconomique est possible et peut être mise en œuvre rapidement. Elle doit s'articuler autour de cinq axes principaux : des finances publiques favorables à la croissance ; une nouvelle stratégie de gestion de la dette publique en y incluant la restructuration de la dette des pays dont le niveau d'endettement est insoutenable ; la résolution ou la restructuration des banques insolubles ; une politique de l'emploi vraiment active et inclusive et un nouveau programme européen de solidarité sociale. (...) Après avoir assuré le redémarrage de l'économie européenne, l'Union devra se pencher sur le fonctionnement et les institutions de sa gouvernance économique ». Mais, alors que A.-L. Delatte considère que la sortie de l'euro n'est pas une solution, J. Sapir estime que « la fin de l'euro s'impose », en particulier à cause de « l'ampleur de l'écart des taux de change d'équilibre pour les différents pays ».

Selon l'Eurobaromètre, le taux de confiance dans l'UE, un peu inférieur à 60% en 2007, est tombé à 30% en 2013 ; notons que la confiance dans son gouvernement national a suivi au sein de l'UE une évolution similaire en passant de 40% à 22%. D'après une enquête de l'IPSOS-Sterea faite pour *Le Monde*, le Cevipof et Terra Nova (voir *Le Monde* du 20 mai), on constate un net progrès de l'eurosepticisme en France : 39% seulement des Français estiment que pour la France le fait de faire partie de l'UE est une bonne chose, 22% que c'est une mauvaise chose et 39% que ce n'est une bonne ni une mauvaise chose. 46% se sentent davantage français qu'européen et 19% seulement français, contre 32% autant l'un que l'autre et 2% davantage européen que français. 73% pensent que sur le principe l'euro est une bonne idée mais en même temps 54% pensent que globalement l'euro présente plus d'inconvénients que d'avantages pour la France. 63% estiment que l'UE est un gaspillage de l'argent des contribuables et pour 43% des personnes interrogées, l'UE est une menace pour notre

identité nationale : d'ailleurs, pour faire face efficacement aux grands problèmes des années à venir, pour 67% des personnes interrogées il faut renforcer les pouvoirs de décision de notre pays, au risque de limiter ceux de l'Europe. Notons que dans le secteur des entreprises, l'ambiance n'est pas bonne non plus puisque l'indice du climat des affaires PMI (Purchasing Managers Index) connaît un certain repli pour la zone euro et une plus nette dégradation pour la France au point d'entrer dans la zone de contraction de l'activité, ce qui conforte la déconnexion entre le climat des affaires en France et celui en zone euro commencée fin 2012. Cette déconnexion se retrouve dans les enquêtes faites par la Commission européenne, l'INSEE et la Banque de France. Il y a donc bien un manque de confiance qui ne peut qu'handicaper la reprise, et les taux de croissance française pour le second trimestre 2014 et pour l'année tout entière s'en ressentiront peut-être : tout dépendra d'un côté de la manière dont les capacités de rebond cyclique seront affectées par la consolidation budgétaire et ses conséquences sur l'emploi ainsi que par le déficit de compétitivité, et de l'autre de la reprise à l'étranger et des décisions attendues de la BCE pour soutenir l'activité.

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

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

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

Retenons quelques informations importantes :

En % du PIB ou en %

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

L'EURO

	*	*	*							
<i>Allemagne</i>	1,1	1,3	2,1	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6	1,1	1,4
<i>France</i>	1,5	1,7	2,2	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0	1,0	1,1
<i>Italie</i>	3,5	2,4	2,4	0,8	1,6	2,9	3,3	1,3	0,7	1,2
<i>Espagne</i>	3,3	3,0	3,4	-0,2	2,0	3,1	2,4	1,5	0,1	0,8
<i>Zone euro</i>	1,5	2,0	2,4	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,8	1,2
<i>R.-U.</i>	2,1	1,2	2,3	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,9	2,0
Taux de chômage	1994-1998	1999-2004	2004-2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	*	*	*							
<i>Allemagne</i>	9,0	8,6	9,7	7,8	7,1	5,9	5,5	5,3	5,1	5,1
<i>France</i>	10,9	8,9	8,4	9,1	9,3	9,2	9,8	10,3	10,4	10,2
<i>Italie</i>	11,1	9,4	7,1	7,8	8,4	8,4	10,7	12,2	12,8	12,5
<i>Espagne</i>	18,8	11,6	9,6	18,0	20,1	21,7	25,0	26,4	25,5	24,0
<i>Zone euro</i>		8,8	8,4	9,6	10,1	10,1	11,3	12,0	11,8	11,4
<i>R.-U.</i>	7,7	5,3	5,2	7,6	7,8	8,0	7,9	7,5	6,6	6,3
Croissance de l'emploi	1994-1998	1999-2004	2004-2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	*	*	*							
<i>Allemagne</i>	0,2	0,4	0,7	0,1	0,5	1,4	1,1	0,6	0,6	0,3
<i>France</i>	0,5	1,5	0,7	-1,5	0,0	0,7	0,0	-0,3	0,3	0,8
<i>Italie</i>	0,1	1,2	0,5	-2,9	-1,1	0,1	-1,1	-1,9	0,1	0,4
<i>Espagne</i>	2,1	3,6	2,5	-6,2	-2,3	-2,2	-4,8	-3,4	0,4	1,2
<i>Zone euro</i>	1,0	1,2	1,1	-2,1	-0,6	0,2	-0,8	-0,9	0,4	0,7
<i>R.-U.</i>	1,2	1,0	0,9	-1,6	0,2	0,5	1,2	1,2	1,6	1,0
Taux de variation de l'investissement total	1994-1998	1999-2004	2004-2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	*	*	*							
<i>Allemagne</i>	1,7	-0,8	2,9	-11,7	5,7	6,9	-2,1	-0,7	4,5	4,5
<i>France</i>	3,0	3,0	0,9	-10,6	1,4	2,9	-1,2	-2,3	1,3	4,5
<i>Italie</i>	3,0	3,0	0,9	-11,7	0,6	-2,2	-8,0	-4,7	1,6	4,0
<i>Espagne</i>	5,7	6,2	3,7	-18,0	-5,5	-5,4	-7,0	-5,1	-1,4	4,2
<i>Zone euro</i>		2,2	2,9	-12,8	-0,4	1,6	-4,0	-2,9	2,3	4,2
<i>R.-U.</i>	7,9	1,5	3,1	-16,7	2,8	-2,4	0,8	-0,6	6,6	7,1
Taux du solde extérieur courant	1994-1998	1999-2004	2004-2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	*	*	*							
<i>Allemagne</i>	-0,9	0,1	6,0	6,1	6,4	6,3	7,0	7,4	7,3	7,0
<i>France</i>	1,4	1,3	-0,9	-1,8	-1,9	-2,5	-2,1	-1,9	-1,8	-2,0
<i>Italie</i>	2,2	0,0	-1,4	-2,0	-3,5	-3,1	-0,4	0,9	1,5	1,5
<i>Espagne</i>	-0,6	-3,8	-8,4	-4,8	-4,4	-4,0	-1,2	0,8	1,4	1,5
<i>Zone euro</i>	0,8	0,2	0,3	0,1	0,3	0,4	1,8	2,6	2,9	2,9
<i>R.-U.</i>	-0,4	-2,3	-2,0	-1,4	-2,7	-1,5	-3,8	-4,4	-3,8	-3,3

* Moyennes annuelles

Le jeudi 8 mai, la BCE tient sa réunion mensuelle sur la politique monétaire. En matière de taux directeurs et de mesures non conventionnelles, rien ne change. Par contre, en matière de communication, le Président Draghi est à la fois dans la continuité et dans le changement au niveau de la rupture qu'il a introduite dans le « guidage des anticipations » par rapport à son prédécesseur J.-C. Trichet qui avait pour principe de ne rien annoncer à l'avance : dans la continuité parce qu'il réaffirme que la BCE est prête à aller plus loin dans l'assouplissement monétaire mais il y a aussi changement parce qu'il va plus loin dans l'annonce des mesures que la BCE pourrait prendre

puisqu'il évoque les risques liés au taux de change élevé de l'euro : cela augmente le risque déflationniste, déjà bien présent à cause d'une demande faible et d'un fort chômage, à quoi il faut ajouter les conséquences économiques de la crise ukrainienne. Non seulement cette annonce supprime tout effet de surprise mais elle autorise certains à en conclure que la BCE est quelque part à l'écoute des réactions des gouvernements qui se plaignent de la force de l'euro, plus spécialement de celles des autorités françaises et des responsables du FMI et de l'OCDE : Mario Draghi leur répond que « nous sommes reconnaissants et nous respectons sans aucun doute toutes ces personnes, mais, de par le traité nous sommes indépendants, ces personnes devraient donc être conscientes du fait que, si ces conseils sont vus comme une menace contre notre indépendance, cela pourrait causer à long terme des dommages à notre crédibilité ». En tous les cas, l'incertitude principale qui demeure est celle de la nature des mesures que la BCE pourrait prendre prochainement.

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

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

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

En % du PIB et en milliards d'euros

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

Rappel terminologique :

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

les dépenses en capital, l'investissement (FBCF) ainsi que les transferts en capital et les impôts en capital.

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

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

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

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

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

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

Le mercredi 28, paraissent en France deux rapports sur les finances publiques, l'un de la Cour des

Comptes (<http://www.ccomptes.fr/Actualites/A-la-une/Le-budget-de-l-Etat-en-2013-resultats-et-gestion>) et l'autre du Haut Conseil des finances publiques (<http://hcfp.fr/Le-Haut-Conseil-des-finances-publiques/Avis-et-publication/Avis/Avis-n-2014-02-relatif-au-solde-structurel-des-administrations-publiques-presente-dans-le-projet-de-loi-de-reglement-de-2013>).

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

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

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

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

• Juin 2014 ->

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

Le jeudi 5, réunion importante du Conseil des gouverneurs de la BCE. Celui-ci décide une baisse de ses taux directeurs : une baisse de 10 points de son taux principal de refinancement (le refi), qui passe

donc à 0,15%, et de son taux de la facilité de dépôt, qui entre donc en territoire négatif à -0,10%, ce qui est tout à fait nouveau pour la BCE, et une baisse plus forte, de 0,75% à 0,40%, de son taux de facilité de prêt marginal. Ainsi est restaurée la symétrie des deux taux de facilité autour du refi, pour que le corridor de détermination de l'EONIA soit plus resserré. Le taux de facilité de dépôt de -0,10% s'appliquera aussi à la moyenne des réserves excédentaires qu'ont les banques sur leur compte courant à la BCE.

La mise en territoire négatif du taux de rémunération des liquidités bancaires est une mesure de politique monétaire d'autant moins conventionnelle que seule la BCE y a recours, contrairement aux autres Banques centrales telles que la Fed, la BoE et la Bo. Elle doit amener les banques à ne pas garder de réserves excédentaires - qui sont en quelque sorte taxées - et donc à développer en principe leurs crédits à l'économie réelle ; mais cela se produira-t-il si, pour préserver leur marge, les banques relèvent leurs taux débiteurs, sans parler du risque de fuite vers la monnaie-billets si elles baissent leurs propres taux créditeurs.

Les trois taux directeurs devraient garder ce niveau très bas pendant longtemps. La principale explication est la baisse tendancielle, depuis déjà longtemps, du taux d'intérêt naturel, ce qui impose à la Banque centrale de mener une politique de taux qui fasse que les taux de marché s'en approchent le plus possible et le plus vite possible car, sinon, c'est un facteur de récession (et de « stagnation séculaire » si l'écart n'est pas résorbé).

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

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

Le mardi 16, publication par la Cour des comptes de son rapport annuel sur « la situation et les perspectives des finances publiques » (<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/144000338/0000.pdf>)

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

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

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

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

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

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

En 2014, un risque de dépassement des objectifs de déficits

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

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

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

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

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

L'EURO

A de Sécurité sociale				9,9	10,1	10,0
Taux de croissance du PIB (en volume)	-2,9	2,0	2,1	0,3		0,3

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

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

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

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

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

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

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

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

• Juillet 2014 ->

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

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

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

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

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

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

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

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

En ce qui concerne les réactions anxieuses des marchés, elles s'apaiseront rapidement les jours suivants : en effet, les investisseurs semblent faire entièrement confiance quand la BCE assure qu'elle fera tout pour empêcher le retour des difficultés financières et pour éviter la déflation, ce qui amène les taux des emprunts publics non seulement à rester exceptionnellement bas (celui de l'État français à 10 ans connaît un nouveau record historique à 1,578%) mais même à converger entre les différents pays de la zone euro, ce qui rappelle la situation d'avant-crise... Il est à ce propos intéressant de noter la publication (le 10 juillet) par le think tank Bruegel d'une étude de S. Pagliari, S. Vallée et É. Monnet (« L'Europe entre la répression financière et la capture réglementaire ») qui considère que la situation actuelle des relations entre les États européens et les systèmes financiers remet au goût du jour ces deux concepts de répression financière et de capture réglementaire, pour exprimer deux points de vue opposés : il y aurait répression financière parce que les États

L'EURO

seraient en mesure d'imposer leurs conditions au système financier, et spécialement aux banques, pour assurer à bon compte leur financement et pour réguler et orienter le crédit bancaire en faveur de l'économie réelle, et il y aurait d'un autre côté un fort pouvoir d'influence de la planète finance sur le monde politique. Le débat est vif des deux côtés de l'Atlantique. Aux États-Unis, on connaît la puissance des lobbies financiers pour « capturer » le processus d'élaboration des politiques étatiques. En Europe, la question est plus délicate à cause de la pesanteur des spécificités nationales malgré le souci des autorités européennes de réduire la segmentation financière et d'europaniser la réglementation et la surveillance du système financier, en particulier en bâtissant l'union bancaire. Les relations États-système financier sont à replacer dans cette dualité. De plus, on sait que l'Europe donne davantage d'importance que les États-Unis à l'intermédiation financière et bancaire (finance indirecte), ce qui y renforce le pouvoir d'influence des institutions financières.

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

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

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

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

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

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

• Août 2014 ->

Le jeudi 7, le Conseil des gouverneurs ne modifie en rien la politique monétaire de la BCE. Son

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

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

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

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

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

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

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

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

En milieu de mois, les responsables français changent de discours et de tactique de communication au vu des dernières statistiques, défavorables, sur la croissance française et sur l'emploi. C'est ainsi

que dans sa tribune parue dans Le Monde du 15 août, le ministre des finances et des comptes publics Michel Sapin reconnaît d'entrée de jeu que « mieux vaut assumer ce qui est plutôt que d'espérer ce qui ne sera pas. (...) La vérité est indispensable pour prendre la mesure des faits, la volonté est nécessaire pour faire bouger les lignes et redresser le pays ».

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

Le 30 août, lors d'une réunion extraordinaire du Conseil européen à Bruxelles, Monsieur Donald Tusk est élu président du Conseil européen pour la période allant du 1/12/2014 au 31/5/2017. Donald Tusk, Président du conseil des ministres polonais, d'inspiration libérale, est le deuxième président du Conseil européen en prenant la suite du belge Herman Van Rompuy. Madame Federica Mogherini, membre du parti démocrate italien et ministre des affaires étrangères du gouvernement Renzi, est nommée haut représentant de l'UE pour les affaires étrangères et la politique de sécurité. Les autres membres de la Commission européenne doivent être rapidement désignés par le Conseil avec l'accord du Président de la Commission. Un vote d'approbation du Parlement européen sur ces désignations doit intervenir pour clore le processus. Avec l'élection de Donald Tusk, très soutenu par A. Merkel dont il partage les principes de rigueur budgétaire, « le centre de gravité de l'Europe va donc clairement se déplacer vers l'Est, avec plus que jamais Berlin comme épicycle » (Le Monde du 2 septembre). Notons qu'à propos de la crise grecque, Donald Tusk avait déclaré : « je me sens proche de l'ordolibéralisme de l'après-guerre ».

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

• Septembre 2014 ->

Le lundi 1^{er}, 20 ans après leur « papier Schäuble-Lamers » (voir dans notre historique à la date du 1/1/1994), les deux responsables allemands signent une tribune dans le Financial Times pour réaffirmer leur conviction de la nécessité de créer un « noyau dur », car « plus d'intégration est

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

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

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

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

La BCE décide également « de commencer à acheter des actifs du secteur privé non financier. L'Eurosystème achètera un large portefeuille de titres adossés à des actifs (ABS) avec des actifs simples et transparents sous-jacents constitués de créances sur le secteur privé non financier de la zone euro dans le cadre d'un programme de rachat d'ABS (ABSPP). Cela reflète le rôle du marché des ABS qui facilite de nouveaux flux de crédit à l'économie et suit l'intensification des travaux préparatoires à ce sujet, tel que décidé par le Conseil d'administration en juin. *Notons malgré tout qu'il est paradoxal de voir la Banque centrale encourager l'opération de titrisation qui, faut-il le rappeler, a joué un rôle décisif dans la crise des subprimes.* En parallèle, l'Eurosystème achètera également un large portefeuille d'obligations sécurisées, libellées en euros, émises par les IFM domiciliés dans la zone euro, dans le cadre d'un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3). Les interventions au titre de ces programmes débiteront en octobre 2014. (...) Ces nouvelles mesures décidées, couplées à des opérations de refinancement à plus long terme, qui seront menées dans deux semaines, auront un impact considérable sur notre bilan. Ces décisions vont élargir l'éventail des mesures de politique monétaire prises ces derniers mois. En particulier, elles appuieront notre orientation concernant les

taux d'intérêt directeurs de la BCE et reflèteront qu'il existe des différences importantes et croissantes dans le cycle de la politique monétaire entre les grandes économies avancées. Elles renforceront encore le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire et appuieront l'offre de crédit à l'économie en général. Dans notre analyse, nous avons tenu compte les perspectives modérées de l'inflation globale, l'affaiblissement récent de la dynamique de croissance de la zone euro au cours des dernières années et les évolutions monétaires et de crédit encore modérées. Les décisions d'aujourd'hui, avec les autres mesures mises en place, ont été prises en vue d'étayer l'ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et long terme, en ligne avec notre objectif de maintenir les taux d'inflation en dessous, mais proches de 2%. Le filtrage progressif de nos mesures vers l'économie contribuera à un retour des taux d'inflation à des niveaux plus proches de 2%. S'il devait être nécessaire de prendre d'autres mesures face aux risques liés à une période trop longue de faible inflation, le Conseil d'administration est unanime dans sa détermination à employer des instruments non conventionnels supplémentaires relevant de son mandat ».

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

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

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

En ces premiers jours de septembre, on assiste à un brutal changement de positions du gouvernement français en matière de gestion des comptes publics : le ministre M. Sapin déclare le mardi 2 septembre que l'objectif d'économies de dépenses publiques à hauteur de 21 milliards d'euros va être revu à la baisse à cause de la faiblesse de la croissance et de l'inflation et, le mercredi 10, il annonce que la France va maintenir le cap pour la réduction des dépenses publiques et réaffiche l'objectif des 21 milliards ; qui correspond à la 1^{ère} tranche des 50 milliards d'euros que le gouvernement s'est engagé à réaliser durant les 3 dernières années du quinquennat de F. Hollande. En même temps, M. Sapin annonce que le déficit public pourrait être de 4,4% du PIB en 2014 (il a été de 4,2% en 2013), contre une prévision de 3,8%, et de 4,3% en 2015 contre une prévision de 3%. Après les délais de grâce déjà accordés à la France, cette norme de 3% ne serait atteinte qu'en 2017... Dans le programme de

stabilité d'avril, la prévision du taux de croissance économique pour 2014 était de 1% et celle du taux d'inflation de 1,1% et le gouvernement les révisé à la baisse jusqu'à 0,4% pour l'un et à 0,5% pour l'autre. La révision à la baisse du taux de croissance s'explique en grande partie par l'effet récessif des économies de dépenses publiques et par l'augmentation des prélèvements obligatoires : le gain en solde structurel est perdu en solde conjoncturel. Dans ce contexte de rigueur budgétaire, les exportations restent le seul moteur possible pour la reprise. Mais encore faut-il attendre que les mesures prises en faveur de la compétitivité aient des effets et que la demande extérieure soit dynamique. Or, d'une part l'investissement des entreprises françaises ne redémarre pas, après avoir diminué en 2013, et d'autre part la demande mondiale est plombée par l'atonie de la croissance européenne, surtout que la situation de l'Allemagne est affectée par la rigueur qu'elle impose à ses partenaires et par la crise ukrainienne.

Les pressions de Bruxelles et de Berlin ont joué un rôle majeur dans ce revirement et leurs réactions aux annonces chiffrées du ministre français sont faciles à imaginer : dès l'après-midi, Bruxelles demande à la France de présenter des « mesures crédibles » pour réduire son déficit public en 2015 ! Le 10 septembre, publication de la composition de la nouvelle Commission européenne, appelée « Commission Juncker » et présentée comme « une équipe forte et expérimentée pour faire bouger les choses » dans le communiqué de presse (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-984_fr.htm). On relève en particulier les noms du néerlandais Frans Timmermans au poste de premier vice-président, de la polonaise Elzbieta Bienkomska comme commissaire au Marché intérieur, industrie, entrepreneuriat et PME, du français Pierre Moscovici comme commissaire aux Affaires économiques et financières, fiscalité et douanes, de la tchèque Vera Jourava comme commissaire aux Consommateurs et du britannique Jonathan Hill comme commissaire à la Stabilité financière, services financiers et union des marchés de capitaux. Notons que Pierre Moscovici sera sous la tutelle d'un vice-président, le finlandais Kirky Katainen, bien connu pour son orthodoxie budgétaire...

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

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

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

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

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

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

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

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

Aux côtés de nos opérations de refinancement à plus long terme ciblées, nous espérons que ces

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

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

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

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

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

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

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

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

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Irlande</i>	0,2 24,9	-7,4 44,2	-13,7 64,4	-30,6 91,2	-13,1 104,1	-8,2 117,4	-7,2 123,7	-4,8 121,0	-4,2 120,4
<i>Grèce</i>	-6,5 107,3	-9,8 112,9	-15,7 129,7	-10,9 148,3	-9,6 170,3	-8,9 157,2	-12,7 175,1	-1,6 177,2	-1,0 172,4
<i>Espagne</i>	2,0	-4,5	-11,1	-9,6	-9,6	-10,6	-7,1	-5,6	-6,1

L'EURO

	36,3	40,2	54,0	61,7	70,5	86,0	93,9	100,2	103,8
Chypre	3,5	0,9	-6,1	-5,3	-6,3	-6,4	-5,4	-5,8	-6,1
	58,8	48,9	58,5	61,3	71,5	86,6	111,7	122,2	126,4
Portugal	-3,1	-3,6	-10,2	-9,8	-4,3	-6,4	-4,9	-4,0	-2,5
	68,4	71,7	83,7	94,0	108,2	124,1	129,0	126,7	124,8

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

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

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

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

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

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

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

• Octobre 2014 ->

Le mercredi 1^{er}, présentation par le gouvernement français du budget pour l'État pour 2015. Il est prévu de réaliser l'an prochain 21 milliards d'euros d'économies - et 50 Mds sur trois ans - pour limiter la hausse des dépenses publiques à 0,2 % par an. Ces « économies en dépenses » ne correspondent pas à une diminution des dépenses mais à une réduction des dépenses par rapport à leur évolution tendancielle qui est estimée à 1,7% en volume par an. Cela correspond malgré tout à un réel effort car les dépenses publiques ont progressé de 2% par an entre 2002 et 2011. Il n'empêche que le déficit public ne reculera donc que très peu l'an prochain, à 4,3 % du PIB, après 4,4 % en 2014 et 4,2 % en

2013, alors qu'il était prévu un objectif de 3,8% dans le programme de stabilité 2014-2017. Cela s'explique notamment par la dégradation du solde conjoncturel du fait que la croissance du PIB et le taux d'inflation sont faibles et que l'élasticité des recettes fiscales par rapport au PIB est inférieure à 1. Le retour aux normes européennes ne devrait s'effectuer qu'en 2017, contre un engagement initial à revenir dès l'an prochain au seuil de 3 % du PIB de déficit public. Le gouvernement ne table plus désormais que sur une croissance de 0,4 % en 2014 et de 1 % en 2015. Les 50 Mds d'économies programmées sont ventilés de la manière suivante : 19 Mds d'économies sur les dépenses de l'État et de ses agences, 10 Mds sur les dépenses d'assurance-maladie, 10 Mds sur les autres dépenses sociales et 11Mds sur les collectivités locales.

Dans le Blog de l'OFCE, en date du 13 octobre, Henri Sterdyniak fera la réflexion logique suivante : « La France a signé le Pacte de Stabilité en 1997 et en 2005 puis le Traité budgétaire en 2012. Selon ces textes, le déficit public d'un pays de la zone euro ne doit pas dépasser les 3 points de PIB ; dès que le déficit public dépasse cette limite, le pays est soumis à la procédure de déficit excessif et doit revenir sous les 3% selon un calendrier accepté par la Commission. La France s'était engagée à revenir en dessous des 3% en 2012, puis en 2013 ; elle a obtenu, en juin 2013, la possibilité de reporter à 2015 le passage sous les 3%. Mais, selon le budget présenté fin septembre 2014, le déficit public de la France sera toujours de 4,3% du PIB en 2015 ; le passage sous les 3% est reporté à 2017. En décembre 2012, la France s'était engagée à faire un effort budgétaire de 3,2 points de PIB sur les trois années 2013-14-15 ; selon le nouveau budget, l'effort ne sera que de 1,4 point, soit de 1,1 point en 2013, 0,1 point en 2014, 0,2 point en 2015. Ainsi, la France ne fera même pas en 2014 et 2015 l'effort de 0,8 point de PIB auquel elle s'était engagée en juin 2013 ; elle ne fera pas non plus, durant ces 2 années, l'effort de 0,5 point de PIB, qui s'impose à tous les pays dont le déficit structurel est supérieur à 0,5 point de PIB. Au lieu de prendre des mesures pour se rapprocher de la trajectoire de solde public annoncée par la Loi de Programmation des Finances Publiques votée en 2012, le gouvernement va faire voter une nouvelle LPPF, ce qui est contraire à l'esprit du Traité budgétaire. Bref, soit Bruxelles sanctionne la France, soit elle renonce à faire respecter les principes du Pacte et du Traité ».

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

Le Conseil des gouverneurs tient à Milan sa réunion mensuelle le jeudi 2 : pas de changement pour les taux directeurs ; est annoncé pour le 4^{ème} trimestre de l'année l'achat d'obligations sécurisées adossées à des actifs (ABS), opération qui devrait durer au moins 2 ans et dont les modalités seront précisées dans un communiqué un peu plus tard dans l'après-midi ; avec la poursuite de TLROs jusqu'en 2016, cela devrait avoir d'importants effets sur le bilan de la BCE ; est rappelée aussi la détermination de la BCE à prendre d'autres mesures non conventionnelles si le taux d'inflation devient encore plus bas (il a été de 0,3% en septembre contre 0,4% en août). Comme d'autres, M. Draghi estime qu'il y a un affaiblissement de la dynamique de croissance dans la zone euro. Interrogé sur le cas français, le président de la BCE dit qu'il fait confiance à Paris pour prendre toutes les mesures nécessaires en termes de réformes. Car la politique monétaire accommodante de la BCE ne suffit pas pour favoriser l'investissement, l'emploi et la croissance potentielle : il faut également d'autres types de politiques, notamment pour réformer les marchés du travail et de la production et pour améliorer l'environnement des entreprises. D'ailleurs, Madame Lagarde considère que cela se répercute sur la croissance mondiale (le FMI ne prévoit plus que 0,8% de croissance pour l'UE en 2014 et 1,3% pour 2015, et son chef économiste, O. Blanchard pense qu'il existe « un risque que la reprise économique connaisse un coup d'arrêt dans la zone euro, que la demande s'affaiblisse encore et que la faible inflation se transforme en déflation »). M. Draghi et Ch. Lagarde constatent que les faibles progrès en matière de réformes structurelles sont un facteur qui pèse lourd dans la mollesse de l'activité économique de la zone euro. Le G20 du 20 septembre avait insisté sur les répercussions mondiales du malaise économique de l'Europe (la production industrielle de la zone euro a baissé de 1,8% en août).

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

Quand on constate que depuis la mi-2011 l'économie française est pratiquement à l'arrêt (+0,1% de croissance en moyenne par trimestre entre le 2^{ème} trimestre 2011 et le 2^{ème} trimestre 2014) et que rien ne laisse espérer un retour à des taux de croissance plus élevés, il est intéressant de lire la note du

Conseil d'analyse économique, rédigée par P. Artus, C. Garcia-Penalosa et P. Mohnen, et présentée au premier ministre le 19 septembre, fait deux types de recommandations pour redresser la croissance potentielle de la France (<http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/cae-note016.pdf>) :

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

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

2. Incitations des entreprises à innover

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

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

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

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

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

Le 20, dans le but de dépasser l'antagonisme entre une France qui n'épargne pas assez et une Allemagne qui n'investit pas assez (« 50 Mds d'économies chez nous, 50 Mds d'investissements chez eux, ce serait un bon équilibre » dit E. Macron), les ministres français de l'économie et des finances français et allemands se rencontrent à Berlin. Ils décident en particulier de préciser le 1^{er} décembre les réformes et les investissements que les deux pays feront pour relancer la croissance de manière concertée. Les économistes J. Pisani-Ferry et H. Enderlein sont désignés pour préparer courant novembre des propositions en ce sens. Mais le 22, S&P publiera une étude montrant qu'un plan de relance en Allemagne « n'aurait qu'un effet limité sur le reste de la zone euro » ; spécialement en France. Cela rejoint les conclusions d'une étude du FMI de juillet. Autrement dit, une augmentation des investissements en Allemagne est sans doute une nécessité pour la bonne santé de l'économie allemande mais elle n'est pas le remède miracle pour booster la croissance européenne. Notons que selon de récentes statistiques européennes, le taux d'investissement des sociétés non financières de l'UE tourne stagne autour de 21,5%-22% depuis le début de 2009 alors qu'il était monté de 23% à près de 25% entre début 2003 et début de 2008.

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

situation géopolitique qui se détériore rapidement. Ensemble, nous réussirons ». Voir http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-1192_fr.htm.

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

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

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

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

Dimanche 26 : la BCE annonce les résultats des tests de résistance imposés à 130 banques de la zone euro. C'est une quadruple réussite. Premièrement, parce qu'il n'y a que 25 banques qui ont été « recalées », lesquelles se trouvent dans les pays qui ont été particulièrement touchés par la crise, non seulement la Grèce mais aussi et surtout l'Italie avec 9 banques. Toutes les banques importantes de la zone euro ont réussi ces tests. Deuxièmement, parce que la méthodologie employée pour effectuer ces tests est bien meilleure que celle qui avait été mise en œuvre en juillet 2010 : le Conseil de supervision actuel a mieux réussi que l'Autorité bancaire européenne d'hier et le retard avec les États-Unis a été rattrapé. Rappelons qu'en juillet 2010 les banques irlandaises avaient pleinement satisfait aux tests d'alors et se sont effondrées quant mois après. Troisièmement, l'autorité de la BCE est renforcée quelques jours avant de devenir - le 4 novembre - le superviseur de l'ensemble des banques de la zone euro. Les résultats de ces tests constituent donc une sorte d'état de lieux avant que n'entre en fonction l'organe de supervision bancaire de la BCE. Notons que ces tests ont été faits à partir des bilans de fin 2013, autrement dit sans tenir compte des efforts faits depuis par les banques pour accroître leurs fonds propres. Si l'on en tient compte, le nombre de banques recalées tombe à 13 (4 italiennes - dont la 3^{ème} plus grande du pays -, 2 grecques, 2 slovènes, 1 autrichienne, 1 portugaise, 1 irlandaise, 1 chypriote et la franco-belge Dexia) et l'insuffisance de capitaux propres des banques passe de 25 milliards d'euros à 9,5. Les banques qui ont échoué ont 15 jours pour élaborer un plan de se recapitalisation et quelques mois pour le réaliser. Enfin, quatrièmement, ce résultat globalement positif, qui est une réussite à la fois pour les grandes banques commerciales de la zone euro et pour la BCE, constitue une étape importante dans la construction de l'union bancaire. Rappelons que l'union bancaire a été lancée en juin 2012 et que la supervision bancaire unique (MSU), confiée à la BCE, en est le premier des trois piliers qui la définissent, les deux autres étant d'un côté le mécanisme unique de résolution, qui sera opérationnel en 2016 et qui sera lui même constitué d'un conseil de

résolution unique (MRU) pour s'occuper en l'espace d'un week-end s'il le faut de la liquidation ou de la restructuration des banques en difficulté (en sollicitant en premier les actionnaires et les créanciers pour couvrir les pertes), et d'un fonds de résolution commun (qui atteindra 55 milliards € en 2022) alimenté par le secteur bancaire, et de l'autre la garantie des dépôts jusqu'à 100 000 euros (ce qui précise le contenu du « bail-in), mais l'Allemagne s'est opposée à la constitution d'un fonds commun, ce qui réduit la portée du dispositif. Le MRU ne s'appliquera qu'aux établissements participant au MSU et c'est le principe du renflouement interne (« bail-in ») qui s'appliquera et non plus le renflouement externe (« bail-out »), autrement dit par les pouvoirs publics : ce sont les actionnaires et les créanciers, par ordre de séniorité, qui seront les premiers à payer, jusqu'à 8% du passif de la banque, et le fonds de résolution sera mis à contribution au-delà mais à hauteur de 5% du passif. Cela dit, les experts sont unanimes pour considérer que la somme de 55 milliards est trop faible et des études montrent que les banques de la zone euro sont nettement en repli en comparaison des banques hors zone euro. Certes, toutes les banques du monde ont été très touchées par la crise financière des années 2007-2008, enregistrant une chute de leurs créances internationales, mais celles-ci ont vu leurs activités internationales repartir très vite alors que celles-là sont toujours en perte de vitesse : en 2012, les banques de la zone euro ont réalisé 40% de l'activité bancaire internationale contre 56% en 2007. L'union bancaire européenne semble, pour de nombreux experts, placée sur de bons rails. Il n'empêche que d'autres relativisent la portée de l'union bancaire telle qu'elle est mise en place en Europe. C'est le cas de l'ancien banquier J.-M. Naulot dans son article paru sur le site du journal Le Monde en date du 14 avril où il considère qu'il s'agit « d'une machine inutile et dangereuse » : http://www.lemonde.fr/idees/article/2014/04/14/le-compromis-sur-l-union-bancaire-a-cree-une-machine-inutile-et-dangereuse_4400600_3232.html. C'est le cas aussi de J. Couppey-Soubeyran dans un article du Monde du 29 octobre, intitulé « Secteur bancaire : tout va bien madame la Marquise », où elle montre que fonder les tests de résistance sur un ratio prudentiel calculé en pondérant les actifs bancaires par leurs risques respectifs aboutit à des résultats bien plus avantageux que lorsqu'une telle pondération n'est pas faite, surtout que ce sont les banques elles-mêmes qui effectuent cette pondération. En calculant les ratios prudentiels sans pondération, ce sont 76 banques qui auraient un taux inférieur à la norme de fonds propres de 5%, dont 20 allemandes et 10 françaises, parmi lesquelles se trouvent de grandes banques « systémiques »... D'autres experts critiquent également les modalités de ces « stress tests » en regrettant par exemple que les risques liés au contexte déflationniste et à l'interconnexion des banques aient été sous-estimés. Les députés européens écologistes publieront d'ailleurs le lendemain, le lundi 27, des « stress tests alternatifs » en tenant compte notamment du niveau d'endettement, de la part des activités spéculatives et du financement de l'économie réelle ainsi que du degré de dépendance aux montages financiers offshore : ce sont de très grandes banques systémiques qui sont les « moins utiles socialement ». Il apparaît ainsi que la question « too big to fail » est toujours d'actualité et que par conséquent les résultats officiels des tests de résistance masquent la garantie implicite que les États donnent de fait à leur système bancaire. L'expert financier indépendant A. Kloeck estime à près de 86 milliards d'euros les subventions implicites dont ont bénéficié en 2013 les 57 plus grandes banques européennes (voir Le Monde du 29 octobre).

Lundi 27, pour éviter que Bruxelles émette un avis négatif sur le projet de budget, la France et envoient à la Commission un courrier pour l'informer que des efforts supplémentaires à hauteur de 3,6 milliards pour la France et de 4,5 pour l'Italie vont être faits et que cela fera baisser le déficit structurel (de 0,5 point du PIB pour la France et de 0,3 point pour l'Italie, ce qui correspond aux exigences de Bruxelles). En ce qui concerne la France, les 3,6 milliards ne proviennent pas d'économies de dépenses supplémentaires mais de changements dans certaines estimations, notamment du montant des intérêts de la dette (en tenant compte d'une baisse des taux plus importante que prévue) et du PIB (ce qui amène à réduire l'effort structurel à faire), et du renforcement de la lutte contre la fraude et l'optimisation fiscales.

Le courrier de Paris réussit à amadouer Bruxelles puisque le lendemain, donc le mardi 28, le commissaire européen aux affaires économiques Jyrki Katainen (appelé à devenir dans quelques jours vice-président de la nouvelle Commission) annonce qu'il n'a pas relevé de « cas sérieux de non-conformité » dans les budgets des États membres que la Commission a examinés : celle-ci n'émet donc pas d'avis négatif.

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

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

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

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

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

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

• Novembre 2014 ->

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

raison d'encourager dès le déclenchement de la crise les politiques de soutien à la croissance mais a conseillé par la suite, trop vite et trop fort, les politiques d'austérité budgétaire, surtout mixée avec une politique monétaire très accommodante ; d'où des risques financiers et de change supplémentaires.

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

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

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

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

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

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

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

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

Le 27, officialisation à Bercy du rapport sur « les réformes, l'investissement et la croissance pour la France, l'Allemagne et l'Europe », établi par le couple d'économistes franco-allemand Pisani-Ferry et Enderlein : <http://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/synthese-rapport-pisani-enderlein.pdf>.

La conclusion tient en 7 propositions :

« Nous proposons :

1. Des réformes en France et en Allemagne. Les réformes ne sont pas les mêmes car les deux pays ne sont pas confrontés aux mêmes défis. En France, les incertitudes à court terme réduisent la confiance à long terme, mais les perspectives à plus long terme semblent meilleures. En Allemagne, les incertitudes à long terme réduisent la confiance à court terme, mais la situation à court terme semble relativement bonne. En France, nous craignons un manque d'audace pour des réformes décisives. En Allemagne, nous craignons un risque de contentement excessif.

2. Des packs de réformes. Nos propositions de réformes ciblent les domaines prioritaires dans chaque pays. Nous proposons de grouper les actions servant le même objectif en « packs » et de nous concentrer sur un petit nombre de tels « packs de réformes ». En France, ils concernent (i) la transition vers un nouveau modèle de croissance, basé sur un système combinant plus de flexibilité avec de la sécurité pour les employés (« flexisécurité ») et une réforme du système juridique, (ii) une base plus large pour la compétitivité et (iii) la construction d'un Etat moins lourd et plus efficace. En Allemagne, ils concernent (i) les défis démographiques, notamment en préparant la société allemande à une immigration supérieure et en augmentant la participation des femmes sur le marché du travail, (ii) la transition vers un modèle de croissance plus inclusif, fondée sur l'amélioration de la demande et un meilleur équilibre entre épargne et investissement. Ces réformes ne visent pas à plaire au voisin respectif, mais à créer de meilleures conditions pour l'emploi, la croissance à long terme et le bien-être dans chaque pays ainsi qu'en Europe.

3. Une initiative réglementaire européenne. L'investissement privé est un jugement sur l'avenir. L'investissement nécessite la confiance. Dans de nombreux secteurs, l'intervention publique joue un rôle majeur dans la formation des anticipations à long terme. Dans l'énergie, les transports et le secteur du numérique, pour ne citer qu'eux, les régulateurs doivent bien choisir les règles et paramètres et en assurer la prévisibilité. Les investisseurs ont besoin d'être assurés que l'Europe s'engage à accélérer sa transition vers une économie numérique et peu consommatrice en carbone. Lever les incertitudes concernant le prix futur du carbone ou le futur régime de protection des données est une responsabilité majeure des pouvoirs publics. Cela pourrait contribuer de manière significative à accroître les investissements en Europe.

4. Investissements. Le déficit d'investissement clairement identifié en Allemagne est largement privé mais aussi public. Là encore, la visibilité réglementaire et la simplification du cadre juridique concernant le règlement des différends ont un rôle majeur à jouer pour débloquer l'investissement. Mais nous estimons également que l'Allemagne s'est dotée d'un cadre de budgétaire incomplet qui attribue à juste titre un statut constitutionnel au maintien de l'endettement sous contrôle,

L'EURO

mais néglige la promotion des investissements dans l'espace budgétaire existant. Les actifs allemands ne sont pas suffisamment renouvelés. Léguer une maison usée aux générations futures n'est pas une façon responsable de gérer son patrimoine. Nous pensons que le gouvernement allemand peut et doit augmenter les investissements publics. La France, en comparaison d'autres pays européens, ne souffre pas d'un retard majeur d'investissement. L'investissement non résidentiel des entreprises est ainsi resté relativement élevé. L'allocation des efforts d'investissement pourrait en revanche être améliorée.

5. Stimuler l'investissement privé et public au niveau européen. Nous pensons que le manque de financement n'est pas l'obstacle principal à l'investissement européen, mais nous considérons que de nouvelles ressources européennes sont nécessaires aujourd'hui : dans un contexte où les autorités demandent aux banques de prendre moins de risques, il est de leur responsabilité d'éviter une aversion au risque généralisée du secteur financier. En s'appuyant sur notre initiative réglementaire, nous proposons d'injecter des fonds publics européens dans le développement d'instruments de partage du risque et d'outils de soutien à l'investissement en capital. L'investissement public a également fortement diminué depuis 2007. Nous proposons de créer un fonds européen de dons pour soutenir des investissements publics dans la zone euro qui répondraient à des objectifs communs, renforceraient la solidarité et contribueraient à promouvoir l'excellence.

6. Secteurs sans frontières. La France et l'Allemagne devraient promouvoir une intégration plus poussée dans certains secteurs d'importance stratégique où les frontières réglementaires limitent considérablement les activités économiques. La construction de « secteurs sans frontières », avec d'autres partenaires, suppose beaucoup plus qu'un simple accord sur la coordination et des initiatives conjointes : il implique d'aller jusqu'à une législation commune, une réglementation commune et même une autorité de contrôle commune. Nous pensons que l'énergie et l'économie numérique font partie de ces secteurs ; nous proposons également une initiative similaire pour assurer la pleine transférabilité des compétences, des droits sociaux et des prestations sociales.

7. Redécouvrir notre modèle social commun. L'Europe est bien plus qu'un marché, une monnaie ou un budget. Elle a été construite autour d'un ensemble de valeurs partagées. Il est temps pour la France et l'Allemagne de s'unir pour redécouvrir et réinventer le modèle social du cœur de l'Europe, en commençant par des initiatives concrètes sur le salaire minimum, les politiques de l'emploi, de retraite et d'éducation. Dans ces domaines, la convergence sur la base d'une action efficace commune est nécessaire pour transformer l'espace franco-allemand en une véritable union basée sur l'intégration économique et sur des valeurs sociales communes.

Nos derniers mots sont simples : la France et l'Allemagne passent beaucoup de temps à des déclarations communes et des initiatives conjointes. Ce qui nous manque, ce sont les actes ».

Le 28, la Commission européenne rend son avis sur les projets de budget pour 2015 des États membres. Elle accepte les réponses données par les pays qui avaient été appelés à l'ordre (France, Italie, Belgique, Autriche, Malte et Slovaquie) en admettant qu'il n'y a « aucun cas de manquement grave » aux règles du pacte de stabilité et de croissance. En ce qui concerne la France, la Commission a donc considéré que les 3,6 milliards d'euros de ressources supplémentaires permettaient de réduire son déficit structurel du minimum requis. Il n'empêche que la Commission, tout en répétant que des réformes structurelles s'imposent, évaluera à nouveau en mars 2015 la situation économique et financière de ces pays, pour voir en particulier si les données d'exécution du budget 2014 la place sur une bonne trajectoire pour 2015 et si, par conséquent ils peuvent éviter les phases possibles suivantes, celle des recommandations et celle des sanctions. Ils disposent donc concrètement d'un délai supplémentaire de 3 mois.

En cette fin du mois de novembre, trois faits sont à souligner : l'effondrement du cours du pétrole avec une baisse de 30 à 35% par rapport au plus haut de l'année, d'où un choc important de désinflation qui se conjugue avec une persistance des facteurs déflationnistes, la réalisation de fait dispositif des eurobonds dans la mesure où les taux de rendement des emprunts publics des différents pays de la zone euro sont maintenant relativement proches les uns des autres, et la baisse du taux de change de l'euro entamée dès le début mai : 1,2452 \$ le 28 novembre, après avoir coté 1,2455 le 7, 1,2525 le 14 et 1,2391 le 21.

• Décembre 2014 ->

Le jeudi 4, la BCE change de locaux en investissant son nouveau siège construit depuis une dizaine d'années au bord du Main (toujours à Francfort, mais un peu à l'extérieur, à l'Est de la ville). La BCE garde les anciens locaux pour abriter l'instance de supervision.

Malgré des prévisions pour 2015 révisées à la baisse pour la zone euro, à la fois pour la croissance (passant de 1,6% à 1%) et pour l'inflation (de 0,9% à 0,5%), aucune nouvelle mesure n'est annoncée

et les taux directeurs sont bien sûr maintenus. Mais des changements prochains sont probables : la réunion du Conseil des gouverneurs a discuté des différentes modalités possibles de QE, en fixant pour objectif d'expansion du bilan de la BCE 1000 milliards €.

Lundi 8, réunion de l'Eurogroupe qui discute et avalise le point de vue de la Commission sur les projets de budgets pour 2015 : en particulier pour la France, il estime que « des mesures additionnelles seront nécessaires pour montrer une amélioration de l'effort structurel ». Par ailleurs, 2 mois de plus sont accordés à la Grèce et à la Troïka pour qu'ils parviennent à un accord sur le budget 2015, ce qui permettra le versement de 1,8 milliard € pour boucler le plan d'aide des Européens à la Grèce.

Le jeudi 11, le deuxième LTRO de la BCE a un succès très mitigé : alors que les banques auraient pu emprunter jusqu'à 400 milliards d'euros, elles en demandent moins de 83 milliards. Certes, les banques ont maintenant moins besoin de liquidités que de fonds propres mais l'explication principale reste la faiblesse de la demande de crédits des agents non financiers.

Le vendredi 12, l'agence Fitch (dont l'actionnaire M. Ladreit de Lacharrière annonce son retrait progressif du capital au profit de son co-actionnaire Hearst) dégrade la France d'un cran de AA+ à AA. Cela n'empêche la France de bénéficier d'un taux d'emprunt à 10 ans exceptionnellement bas à 0,895% (l'Allemagne en est à 0,628%).

Tout au long de cette semaine qui se termine, les Bourses mondiales ont connu de très fortes baisses (-7,03% pour le CAC, -4,88% pour le DAX30 et -6,56% pour le Fointsie, -3,52% pour le S&P500 et -2,66% pour le Nasdaq), à cause essentiellement de l'effondrement du prix du pétrole et des inquiétudes que suscitent la situation économique de la Russie, les incertitudes sur la croissance, en particulier en Europe et au Japon et sur le retour d'un risque majeur concernant la dette publique grecque en liaison avec le risque politique.

Le mercredi 17, après la réunion de son Comité de politique monétaire, la Fed déclare qu'elle sera « patiente » avant de remonter ses taux directeurs, en tous les cas jusqu'en avril 2015. Il faut en effet ne pas augmenter l'inquiétude des investisseurs déjà bien perturbés par l'évolution du prix du pétrole, par la situation économique et financière et de l'Ukraine et de la Russie, par le ralentissement des pays émergents et par la conjoncture en Europe et au Japon. Et il est de fait que les indices boursiers mondiaux vont rebondir dans les jours qui suivront cette prise de position de la Fed...

Le jeudi 18, réunion du Conseil européen qui approuve le Plan Juncker et demande que la BEI finance les projets déjà « murs » sans attendre que soient fixées les modalités de fonctionnement du fonds qui doit être constitué. Le Conseil accepte la proposition de J.-C. Juncker sur une flexibilisation du Pacte de stabilité et de croissance : on ne pourra pas reprocher aux États de dépasser la norme de 3% du PIB pour leur déficit public si cela est dû à leur contribution éventuelle au fonds.

Comme il a déjà été dit, le « Plan Juncker » concerne les infrastructures. Plus précisément, à concurrence de 29% celles des transports et également de 29% celles de l'énergie, conformément aux politiques de l'UE, de 18% celles de l'économie de la connaissance, de l'innovation et de l'économie numérique, de 15% celles des équipements sociaux (hôpitaux, écoles, ...), et de 9% celles de l'environnement.

Le mardi 23, l'INSEE publie une note sur la conjoncture économique française. Certes, il y a un sursaut de l'activité macroéconomique - l'économie française a connu au 3^{ème} trimestre 2014, grâce à la baisse du prix du pétrole, à la dépréciation de l'euro et à une certaine reprise des échanges mondiaux, une croissance de 0,3% après une stagnation au 1^{er} et une décroissance de 0,1% au 2^{ème} - mais non seulement le taux de chômage continue à croître (10,4% et peut-être 10,6% dans quelques mois) mais il croît plus vite en cette fin d'année qu'au début, le chômage de longue durée et celui des seniors explosent, la précarité augmente gravement, et la dette publique poursuit sa progression au point qu'elle pourrait atteindre les 100% en 2015. Le déficit public devrait être cette année de 4,4% et ne pourrait être ramené qu'à 4,1% en 2015 !

La cotation de l'euro par rapport au dollar est de 1,28 le vendredi 26 après avoir été de 1,2284 le 5, de 1,2462 le 12 et de 1,2229 le 19.

En cette fin d'année 2014, pour caractériser la situation économique de la zone euro, on est très partagé entre un optimisme que suscitent plusieurs facteurs exogènes (baisse du prix du pétrole, appréciation du dollar - et donc baisse de l'euro -, dynamisme de l'économie américaine, taux d'intérêt exceptionnellement bas) et quelques facteurs internes (reprise en Irlande et en Espagne, plan Juncker), et un défaitisme présent depuis le début de la crise (crise de l'endettement, privé

L'EURO

d'abord puis public), nourri maintenant par la persistance désespérante d'un chômage de masse, par le risque de déflation (en décembre, l'inflation est même devenue négative dans la zone euro ; - 0,2%), par l'effet dépressif de la consolidation budgétaire (l'activité dans la zone euro a connu le même rythme de croissance très modéré au 4^{ème} trimestre qu'au 3^{ème} ; +0,2% ; soit 0,8% sur l'année 2014) et par le risque de sortie de la Grèce de la zone euro que l'on n'hésite pas à brandir à l'approche des élections législatives de fin janvier ; et dont l'éventualité ne fait plus horreur !

L'année 2015 prolongera ce qui a déjà marqué l'année 2014 : une remise en cause des politiques économiques traditionnelles, avec la mise en place de nouveaux « mix » entre politique conjoncturelle et politique structurelle et entre politique budgétaire et politique monétaire, et avec la fixation de nouveaux objectifs de croissance économique qui intègrent la transition écologique et le souci du « social et du solidaire ».

Le graphique suivant montre l'évolution du taux de change de l'euro/dollar depuis sa naissance :



Source : BCE

En 2014, la France est passée de la 5^{ème} à la 6^{ème} place dans le Top 10 des pays du monde selon leur PIB :

Rang	Pays	PIB 2015 (Mds \$)	PIB 2014 (Mds \$)	Évolution (%)
1	Etats-Unis	18 287	17 416	+5%
2	Chine	11 285	10 355	+9%
3	Japon	4 882	4 770	+2,4%
4	Allemagne	3 909	3 820	+2,3%
5	Royaume-Uni	3 003	2 848	+5,5%
6	France	2 935	2 902	+1,1%
7	Brésil	2 357	2 244	+5%
8	Inde	2 248	2 048	+9,8%
9	Italie	2 153	2 129	+1,1%
10	Russie	2 099	2 057	+2%

(Source : FMI)

Voici le classement en 2014 des 20 premiers pays selon l'IDH (Indice de développement humain) :

Rang	Pays	IDH	Espérance de vie à la naissance (années)	Durée moyenne de scolarisation (années)	Durée attendue de scolarisation (années)	RNB par habitant (PPA \$ 2011)
------	------	-----	--	---	--	--------------------------------

L'EURO

1	Norvège	0,944	81,5	12,6	17,6	63 909
2	Australie	0,933	82,5	12,8	19,9	41 524
3	Suisse	0,917	82,6	12,2	15,7	53 762
4	Pays-Bas	0,915	81	11,9	17,9	42 397
5	États-Unis	0,914	78,9	12,9	16,5	52 308
6	Allemagne	0,911	80,7	12,9	16,3	43 049
7	Nouvelle-Zélande	0,91	81,1	12,5	19,4	32 569
8	Canada	0,902	81,5	12,3	15,9	41 887
9	Singapour	0,901	82,3	10,2	15,4	72 371
10	Danemark	0,9	79,4	12,1	16,9	42 880
11	Irlande	0,899	80,7	11,6	18,6	33 414
12	Suède	0,898	81,8	11,7	15,8	43 201
13	Islande	0,895	82,1	10,4	18,7	35 116
14	Royaume-Uni	0,892	80,5	12,3	16,2	35 002
15e ex aequo	Hong Kong	0,891	83,4	10	15,6	52 383
15e ex aequo	Corée du Sud	0,891	81,5	11,8	17	30 345
17	Japon	0,89	83,6	11,5	15,3	36 747
18	Liechtenstein	0,889	79,9	10,3	15,1	87 085
19	Israël	0,888	81,8	12,5	15,7	29 966
20	France	0,884	81,8	11,1	16	36 629

(Source : PNUD)

• JANVIER 2015 ->

Le 1^{er} janvier, la Lituanie entre dans la zone euro et en devient donc le 19^{ème} membre (pour cause d'inflation galopante, elle n'avait pas pu le faire en 2006-2007). Après l'Estonie en 2011 et la Lettonie en 2014, c'est le dernier pays balte à entrer dans l'UEM. Le taux de change irrévocablement appliqué est de 1 € = 3,45280 LTL. Comme le nombre d'États membres de la zone euro excède maintenant 18, va être mise en place une rotation pour participer au Conseil des gouverneurs.

Le hasard de la présidence tournante veut que ce soit la Lettonie qui prenne en ce début d'année, pour 6 mois, la présidence du Conseil de l'UE.

Le 2 janvier, le Président de la BCE explique sur l'un des plus grands sites mondiaux d'information, le « Project Syndicate », en quoi la zone euro a malgré tout une dimension politique, ce qui explique d'ailleurs la résilience dont elle fait preuve, mais aussi pourquoi l'UEM n'est pas complètement achevée. Selon lui, pour la parachever, il faut trouver une approche adaptée qui tienne compte de l'impossibilité de réaliser des transferts budgétaires entre régions comme cela se fait dans d'autres unions. M. Draghi envisage les principaux aspects d'une telle approche. Nous renvoyons donc à ce document important : <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2015/html/sp150102.fr.html>

Et le même jour, le même Mario Draghi, dans un entretien accordé à un journal allemand, explique que la BCE se prépare « techniquement pour modifier début 2015 l'ampleur, le rythme et le caractère des moyens à mettre en place s'il devenait nécessaire de réagir à une trop longue période d'inflation trop faible ». Quelques jours auparavant déjà, également dans un quotidien allemand le chef économiste de la BCE, Peter Praet, avait défendu le même point de vue en considérant que les dernières mesures monétaires prises par la BCE (achats d'actifs titrisés, prêts préférentiels aux banques, ...) pourraient ne pas suffire pour assurer la relance, et avait carrément déclaré qu'il ne faut pas être « paralysé à l'idée que la seule option qui reste est l'achat d'obligations souveraines », alors que le Gouverneur de la Banque centrale allemande, lui aussi dans un quotidien allemand, venant de réaffirmer son opposition à un QE parce que cela se traduirait par « des dettes qui seront celles des banques centrales, et donc, au final, des contribuables ». Il apparaît ainsi qu'une bataille s'est engagée, par journaux interposés, entre ceux qui sont pour et ceux qui sont contre le rachat par la

BCE de dettes publiques ; et qui rejoint celle ouverte sur cette même question entre les positions de Paris et celles de Berlin. Le « quotidien du soir français », le journal Le Monde s'est lui-même fait l'écho, dans son édition du mercredi 14, de ces oppositions. Et il est également intéressant de lire dans cette édition l'article de Pascal Salin, professeur honoraire à l'Université de Paris-Dauphine, intitulé « Vive la déflation ! », où il rappelle que la valeur d'une monnaie dépend négativement de l'évolution du niveau général des prix et qu'en conséquence elle remplit plus ou moins correctement sa fonction de réserve de valeur et de pouvoir d'achat : quand l'inflation baisse et a fortiori devient négative, cette fonction est de mieux en mieux remplie. Pascal Salin ajoute « qu'il y a dans l'esprit de beaucoup de gens un glissement sémantique du terme « déflation » au terme « dépression », et la déflation n'a que des avantages lorsqu'elle devient « prévisible parce qu'elle se répète de manière régulière ». C'est un argument qui montre, s'il en est besoin, l'importance des anticipations dans les comportements microéconomiques et par conséquent dans les évolutions macroéconomiques.

Également le mercredi 14, fait marquant, le taux de change euro/dollar passe sous la valeur qu'il a eue lors du lancement de la monnaie unique, le 1^{er} janvier 1999, puisqu'il est de 1,1729 \$ contre 1,1747. La monnaie européenne cote 77,38 pence, son plus bas historique depuis 6 ans.

On sait que les effets de la dépréciation de l'euro sont contradictoires et qu'ils ne touchent pas de la même façon les pays et les secteurs d'activité ; et que sur la croissance économique leur ampleur sont une question d'élasticité : selon l'OFCE, une dépréciation de 10% de l'euro donnerait un coup de pouce à la croissance de 0,2% la première année, de 0,5% la seconde et de moins en moins par la suite. L'effet de relance s'explique par le gain en compétitivité-prix mais il est nécessairement limité non seulement parce que les exportations encouragées sont seulement celles hors-zone euro mais aussi parce que la compétition se fait de plus en plus « hors-prix ». Il convient donc que la dépréciation de l'euro soit mise à profit par les entreprises pour monter en gamme en investissant et en innovant.

Le jeudi 15, la Banque centrale suisse (la SNB) abandonne son taux de change plancher fixé à 1,20 € le 6 septembre 2011, lorsque la zone euro était en pleine crise des dettes souveraines, parce qu'elle ne veut plus continuer à acheter d'importants volume d'euros et d'autres devises pour contenir la progression de sa monnaie, de peur de subir des pertes sur les valeurs de son bilan, surtout dans la perspective des décisions que la BCE s'apprête à prendre dans une semaine. Il en résulte aussitôt une flambée de la monnaie helvétique et une chute de la Bourse suisse.

Le vendredi 16, suite des prises de position dans la presse avec la précision faite dans les colonnes de Libération par Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE, sur les modalités du QE qui devient de plus en plus probable : « Nous prendrons en compte les expériences américaine et britannique afin de déterminer le montant d'obligations à acheter, afin de rétablir la confiance dans le fait que l'inflation reviendra à un niveau proche et inférieur à 2 %, tout en gardant en tête les spécificités institutionnelles de la zone euro ».

Entre temps, le mardi 13, devant le Parlement européen, après le Président du Conseil D. Tusk venu présenter les conclusions du Conseil européen de décembre 2014, le Président de la Commission J.-C. Juncker fait une intervention importante au cours de laquelle il annonce une dose supplémentaire de flexibilité pour le Pacte de stabilité et de croissance. On pourrait dire que l'accent est désormais mis en priorité sur la croissance alors qu'il a été mis toutes ces dernières années sur la stabilité, entendons stabilité budgétaire, pour ne pas dire austérité budgétaire. Cela se traduit notamment par la confirmation du traitement particulier dont bénéficieront les pays qui abonderont directement le fonds mis en place pour financer le plan de relance de 315 Mds d'euros : si les sommes versées augmentent certes déficit et dette publics, elles ne seront pas prises en compte pour autant dans la procédure de « déficit excessif ». Cela amènera aussi la Commission à mieux prendre en considération, en accordant par exemple des délais supplémentaires pour respecter les normes du Pacte, les réformes mises en œuvre, mais à condition qu'elles soient structurelles et qu'elles aient un réel impact favorable sur les finances publiques et sur la croissance potentielle.

Le mercredi 14, un autre fait important intervient : l'un des avocats généraux de la Cour de Justice de l'UE, l'avocat général Cruz Villalon, déclare le programme OMT de la BCE (qui vise l'acquisition de titres de dette publique) compatible avec le TFUE et donc avec le mandat de la BCE (<http://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2015-01/cp150002fr.pdf>). Cette décision fait suite à la saisine de la Cour de justice par la Cour constitutionnelle fédérale allemande sur la légalité de ce programme OMT. Il est fort peu probable que le jugement de la Cour, qui sera rendu vraisemblablement dans quelques mois, ne soit pas conforme aux conclusions de l'avocat général.

Cette décision joue à côté de l'écart de taux de croissance et de chômage entre les deux côtés de l'Atlantique un rôle non négligeable dans la baisse de l'euro sur le marché des changes puisque les investisseurs s'attendent à la mise en œuvre prochaine de l'OMT par la BCE, et donc à une injection massive de liquidités en faisant cette fois-ci marcher la « planche à billets ».

Le jeudi 22, réunion très attendue du Conseil des gouverneurs de la BCE, en présence du Vice-Président de la Commission européenne. Les décisions importantes suivantes sont prises :

« Premièrement, il a décidé de lancer un programme d'achat d'actifs élargi, englobant les programmes d'achat existantes pour les titres adossés à des actifs et obligations sécurisées. En vertu de ce programme élargi, les achats mensuels combinés de titres du secteur public et privé s'élèveront à 60 Md €. Ils sont destinés à être effectués jusqu'à la fin de septembre 2016 et seront dans tous les cas effectués jusqu'à ce que nous voyions un ajustement durable de l'évolution de l'inflation cohérent avec notre objectif d'atteindre des taux d'inflation en dessous, mais proche de 2% sur le moyen terme. En mars 2015, l'Eurosystème va commencer à acheter des titres d'investissement libellés en euros émis par les gouvernements de la zone euro, les agences et les institutions de l'UE et cela sur le marché secondaire. Les achats de titres émis par les gouvernements et les agences de la zone euro seront basées sur les parts des BCN de l'Eurosystème selon les clés dans le capital de la BCE. Certains critères d'éligibilité supplémentaires seront appliqués pour les pays participant à un programme d'ajustement UE / FMI.

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de modifier le prix des six opérations ciblées à de refinancement à long terme (TLTROs) restantes. En conséquence, le taux d'intérêt applicable aux futures opérations de TLTRO sera égal au taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en vigueur au moment où chaque TLTRO est menée, supprimant ainsi le spread de 10 points de base sur le taux de MRO qui s'appliquait aux deux premières TLTROs.

Troisièmement, nous avons décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés.

En ce qui concerne les achats d'actifs supplémentaires, le Conseil des gouverneurs conserve le contrôle sur toutes les caractéristiques du programme et la BCE coordonnera les achats, préservant ainsi l'unicité de la politique monétaire de l'Eurosystème. L'Eurosystème mobilisera ses ressources de manière centralisée. En ce qui concerne le partage des pertes hypothétiques, le Conseil des gouverneurs a décidé que les achats de titres d'institutions européennes (qui seront de 12% des achats d'actifs supplémentaires, et qui seront achetés par les BCN) seront soumis au partage des pertes. Le reste des achats d'actifs supplémentaires de la BCN ne sera pas soumis au partage des pertes. La BCE détiendra 8% des achats d'actifs supplémentaires. Cela implique que 20% des achats d'actifs supplémentaires seront soumis à un régime de partage des risques ».

Ainsi, la BCE décide-t-elle d'utiliser « l'arme nucléaire », comme il était de plus en plus anticipé ces dernières semaines. En effet, elle s'apprête à acheter sur le marché secondaire, contre de la monnaie centrale - d'où l'utilisation de l'expression « planche à billets » - au moins 1140 milliards d'euros en quelques mois (10% du PIB de la zone euro) de dettes publiques et privées, mais surtout publiques (de bonne qualité) puisque si les volumes mensuels d'achats d'obligations sécurisées, les « covered bonds » - CBPP3 -, et de titres adossés à des actifs, les ABS - ABSPP - restent d'environ 10 milliards, les achats mensuels de dette souveraine et d'agences seront de 50 milliards d'euros. Les titres concernés sont de maturité résiduelle comprise entre 2 et 30 ans. La monnaie centrale que recevront les institutions contre la vente de leurs titres leur servira à acquérir d'autres actifs et à accorder des crédits à l'économie réelle. Ce dispositif est une mesure supplémentaire de la politique monétaire non conventionnelle que la BCE a lancée depuis que sa politique de taux s'avère insuffisante pour soutenir l'activité et pour lutter contre le risque de déflation, *en menant à la fois un QE (quantitative easing), autrement dit « assouplissement quantitatif », en accroissant le volume de liquidités, et un CE (credit easing), autrement dit un assouplissement qualitatif, en acceptant des garanties de moindre qualité. L'objectif recherché est de renforcer l'effet général des taux très bas en baissant au maximum le rendement des obligations souveraines, de manière à inciter les investisseurs à privilégier les obligations privées, plus risquées. Il s'agit donc bien pour la BCE d'émettre de la monnaie pour faciliter le financement de l'économie réelle et non pas pour financer les États, ce que d'ailleurs ses statuts lui interdisent.*

L'efficacité probable de ce nouveau dispositif est controversée : l'expérience de cette forme de QE, qui débute au Japon en 2000 et qui se poursuit avec les décisions prises par la Fed et la BoE au lendemain de la crise des subprimes, montre que les effets attendus - baisse des taux, dépréciation de la monnaie nationale, crédit plus facile, augmentation des cours des actions (qui iront de records en records les semaines suivantes) - se manifestent principalement quand le QE a lieu

L'EURO

dès le début de la crise et que les taux d'intérêt ne sont pas déjà « au plancher ». Or, aujourd'hui, ces deux conditions ne sont pas remplies dans le cas européen, ce qui laisse anticiper une efficacité limitée, surtout que les agents non financiers ne sont pas actuellement demandeurs de crédits supplémentaires, que l'économie financière européenne reste très liée au crédit bancaire et que précisément les banques sont en plus bien plus préoccupées par leur situation financière que par le financement de l'économie réelle (au-delà des mesures que prend la Banque centrale, le poids des créances douteuses dans leur portefeuille joue également un rôle important dans leur politique de crédits). De surcroît, le marché des obligations d'entreprises reste très limité et de nombreux investisseurs institutionnels sont tenus par la réglementation de privilégier les titres peu ou pas risqués, donc des titres publics (si la baisse des taux de rendement de ces titres est une bonne opération pour les États endettés, à condition d'ailleurs qu'ils ne l'utilisent pas pour reporter à plus tard les réformes à faire, elle est au contraire mauvaise pour ces investisseurs institutionnels). Une question simple que soulève ce QE est donc aussi la suivante : la BCE décide d'acheter des titres publics (spécialement pour en faire monter le prix et baisser le rendement dans l'espoir d'inciter les investisseurs à s'orienter vers les actions et les obligations privées), mais à qui va-t-elle pouvoir le faire ? Non seulement les vendeurs potentiels (banques et assurances) ne sont pas désireux de se dessaisir de ces titres mais, même s'ils l'étaient, par quels autres actifs aussi sûrs les remplaceraient-ils ? Et de plus, heureuse évolution au demeurant, le flux de titres publics nouveaux se réduit peu à peu. Un autre élément qui peut faire douter de l'efficacité du QE de la BCE concerne la fiabilité de l'indicateur qu'elle a utilisé pour prendre sa décision, à savoir le taux du swap 5 ans dans 5 ans : voir à ce sujet notre réflexion faite en date du 22 août 2014. Par ailleurs, des experts tirent argument du fait que des pays comme l'Irlande, l'Espagne et l'Italie ont engagé de courageuses réformes pour restaurer leurs finances publiques à cause de la pression qu'exerçaient sur eux des taux d'intérêt d'emprunt relativement élevés, pour prétendre que la baisse des taux d'intérêt qui va être confortée par la décision de la BCE peut permettre à des pays comme la France de ne pas réaliser les réformes structurelles nécessaires. D'autres craignent que, faute d'une demande de crédits suffisante, les banques nourrissent grâce à cet apport massif de liquidités de nouvelles bulles spéculatives, ce qui correspond certes à des hausses de prix mais pas pour autant à l'élévation du taux d'inflation tel qu'il est mesuré pour apprécier si la norme de 2% que s'est donnée la BCE est atteinte (l'IPCH - indice des prix à la consommation harmonisé - ne concerne que les dépenses monétaires des ménages). Et la politique monétaire n'est pas très efficace pour dégonfler de telles bulles spéculatives : sommes-nous sûrs alors que les instruments macroprudentiels, a priori plus appropriés, le seront bien davantage ? Il est dommage aussi que le QE n'ait pas été dédié d'une manière ou d'une autre au financement des PME européennes et au financement de l'investissement européen en infrastructures. Par contre, on peut s'attendre que le QE amplifie la baisse de l'euro, et donc la montée du dollar, surtout si la Fed élève ses taux, et par conséquent l'élévation du prix du pétrole et ses effets géostratégiques.

Par ailleurs, les économistes se disputent sur le fait de savoir si, en cas de défaut d'un État membre, les contribuables des autres pays auraient ou non à supporter des augmentations d'impôts. La démonstration faite dans les colonnes du journal *Le Monde* du 23 janvier par Paul De Grauwe et André Grjebine est à la fois convaincante et rassurante : « en réalité ces pertes sur l'actif de la BCE n'ont qu'une existence comptable. La contrepartie serait une diminution du capital de la BCE. Mais ce capital, lui aussi, n'a qu'une existence comptable, étant donné qu'une banque centrale n'a pas besoin de capital. En effet, elle est la seule qui émet la monnaie ayant cours légal et peut donc toujours couvrir ses pertes » (notons que dans son dernier ouvrage - « La dette publique et comment en sortir », aux PUF - André Grjebine regrette que la BCE n'ait pas tous les pouvoirs dont disposent les autres Banques centrales, et en particulier celui de monétiser la dette publique, c'est-à-dire de créer de la monnaie pour la racheter et la détruire). Une autre argumentation sera développée par Barry Eichengreen et Béatrice Weder di Mauro un mois plus tard dans le même quotidien (daté du 26 février) : « la priorité de la BCE doit être d'éviter la déflation, pas de protéger ses actionnaires », faisant allusion aux craintes que le QE fasse couvrir à la BCE le risque d'avoir à supporter des risques de pertes sur les obligations des États de la zone euro en difficulté.

Le dimanche 25, victoire aux élections législatives en Grèce de Syriza, parti de la gauche radicale, d'inspiration marxiste, qui manque la majorité absolue à deux sièges près ; le parti néo-nazi « Aube dorée » arrive en 3^{ème} position et va avoir plus de sièges que le parti socialiste Pasok. Le leader de Syriza, Alexis Tsipras, sera le Premier ministre et le professeur d'économie Yanis Varoufakis le ministre de l'économie, bien connu pour ses violentes critiques des plans de sauvetage de son pays. Le nouveau gouvernement résulte d'une coalition entre Syriza et le parti souverainiste des Grecs indépendants, europhobe ! Parmi les promesses de campagne de Syriza, on a l'abaissement de l'âge de la retraite de 67 à 62 ans et l'augmentation des dépenses publiques de 12 milliards d'euros avec notamment un 13^{ème} mois pour les petites retraites, un relèvement du seuil d'imposition des revenus des ménages, l'augmentation du SMIC de 12%, l'embauche de 2000 fonctionnaires licenciés, l'arrêt de privatisations, notamment celles des ports. La question essentielle est de savoir comme un tel plan peut être financé, alors que dans le même temps il est prévu que la Grèce reçoive de la part de ses

créanciers une nouvelle tranche de prêt de plus de 7 milliards et qu'elle est a priori dans l'obligation de rembourser au cours de cette année 22,5 milliards dont 4 d'ici la fin de mars... De plus, Alexis Tsipras considère que le vote du peuple grec « annule de façon indiscutable » les accords sur la dette avec le FMI et les Européens et « fait de la troïka une chose du passé ». En plus des réactions baissières des Bourses, des sorties de capitaux de la Grèce et des idées qu'ils pourraient éventuellement donner à d'autres pays comme non seulement le Portugal et l'Irlande mais aussi l'Espagne, les résultats de ces élections législatives posent avec une acuité nouvelle et extraordinairement forte les questions non seulement du sort qui sera réservé à la dette grecque qui est passée de 100% du PIB en 2010 à 175% aujourd'hui et qui est détenue à plus de 70% par des créanciers internationaux (32 milliards par le FMI, 27 par la BCE, 53 par les États de la zone euro et 142 par le FESF) - et il est difficile de prévoir l'issue des négociations difficiles qui vont s'ouvrir à ce sujet et doivent aboutir avant le 28 février - mais aussi de la remise en cause du logiciel économique européen centré sur la discipline budgétaire, bref, sur le devenir de la politique d'austérité. On ne peut donc pas être surpris de l'immense inquiétude que soulèvent les positions du gouvernement grec au sein des institutions européennes et chez les responsables allemands.

Le soir même, Pascal Riché fait paraître sur Internet (<http://tempsreel.nouvelobs.com/edito/20150125.OBS0737/la-victoire-de-syriza-met-hollande-face-a-une-responsabilite-historique.html>) une chronique intéressante sur l'opportunité que représente la victoire de Syriza pour le président français F. Hollande : « la victoire de Syriza peut entraîner une remise en question profonde de la politique économique de la zone euro, qui, engluée dans une logique financière et comptable, s'est révélée terriblement néfaste. (...) Un grand pays de la zone euro, il y a deux ans et demi, aurait pu "renverser la table" pour reprendre la métaphore européenne convenue. La France, elle aussi, avait alors porté au pouvoir une gauche qui promettait d'en découdre avec la logique "austéritaire". François Hollande avait juré de renégocier le pacte budgétaire signé par son prédécesseur. Il a pourtant fini par l'avaloir, parmi quelques autres couleuvres. (...) Avec la victoire de Syriza, il est tout d'un coup investi d'une grande responsabilité : il peut mettre son fameux talent "d'homme de la synthèse" au service de la réorientation de l'Europe à laquelle, dans ses discours, il continue d'aspirer. De son attitude dépendront les chances de voir l'euro prendre un visage plus humain et plus social ». Les semaines et mois suivants montreront que F. Hollande n'a pas du tout saisi cette opportunité, bien au contraire, puisqu'il épousera la position allemande.

Le vendredi 30, l'euro cote 1,1288 \$ après avoir été à 1,2002 le 2, puis à 1,1842 le 9, à 1,1566 le 16 et à 1,1205 le 23.

• Février 2015 ->

Dès le dimanche 1^{er}, le ministre des finances du nouveau gouvernement grec, Yanis Varoufakis, commence à Paris une tournée européenne pour négocier. Il déclare au journal Le Monde (daté du 3 février) : « notre objectif - et je crois que c'est celui de l'ensemble de l'Europe - est de mettre fin à la triple crise que nous vivons en Grèce, qui concerne la dette, les banques et l'environnement déflationniste qui handicape le secteur privé. (...) La bonne stratégie pour Sisyphe est d'arrêter de pousser son rocher, pas de le monter en haut de la colline. On doit arrêter d'imiter Sisyphe ».

Le mercredi 4, alors que le premier ministre grec rencontre le Président français, son ministre des finances est à Francfort pour demander à la BCE d'aider son pays à « garder le tête hors de l'eau ». Mais, vers 22h, la BCE suspend le régime de faveur qu'elle accorde aux banques grecques pour leur permettre de lui emprunter des liquidités avec des garanties de qualité inférieure à ce qu'elle exige habituellement. La raison invoquée pour expliquer cette décision est que ce régime de faveur ne pouvait être accordé que parce que la Grèce était sous assistance de la « troïka ». Le refinancement des banques grecques est donc sérieusement perturbé alors que ce sont elles qui détiennent la plus grande partie de la dette souveraine grecque. Ce refinancement peut cependant être encore assuré par une seconde source, celle de la Banque centrale grecque, au moyen du mécanisme d'urgence ELA - Emergency Liquidity Assistance -, d'un montant fixé à 60 milliards, mais qui est supervisé par la BCE : sur les procédures relatives à l'ELA, voir : http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.fr.pdf.

Les observateurs analysent cette décision de la BCE comme une pression exercée sur le nouveau

gouvernement grec pour le pousser à négocier le plus vite possible avec les autres membres de l'Eurogroupe et à revenir à plus de raison en matière de politique économique, mais le ministre Varoufakis déclare que la pression est exercée sur l'Eurogroupe pour qu'un accord soit le plus vite obtenu dans l'intérêt de tous et que la décision de la BCE n'a pas de répercussions négatives sur les banques grecques puisqu'elles disposent d'autres canaux de liquidités ; et il réaffirme sa détermination à appliquer le programme de « salut social » et de relance économique annoncé.

La décision de la BCE est un « bras de fer » non seulement avec le gouvernement grec mais aussi avec les gouvernements des autres États membres qui espéraient vraisemblablement prendre du temps pour les négociations en comptant précisément sur elle pour assurer, en attendant, les fins de mois de la Grèce. Ce « bras de fer » s'ajoute à celui déjà en cours entre la Grèce et ses partenaires, non seulement à propos de la troïka mais aussi, plus largement, sur le compromis à trouver entre la restructuration de la dette et le programme électoral grec ; et, plus brutalement, sur le compromis pour éviter à la fois les dangers d'une sortie de la Grèce de la zone euro si elle mise en défaut et ceux d'une contagion à d'autres pays si on se plie à ses desiderata. Dans la conférence de presse qu'il fera le lendemain, le jeudi 5, le Président François Hollande posera sur ce sujet deux principes : « le respect du vote grec » et « le respect des règles européennes inscrites dans les traités, auxquels la Grèce a adhéré ». Toute la question est bien de rendre compatibles ces deux principes. Indiquons au passage que cela n'empêche pas les responsables français de demander à nouveau un délai supplémentaire pour honorer les engagements de la France en matière de restauration de ses finances publiques : alors que les instances européennes lui ont déjà accordé un délai de 2 ans en 2013 pour respecter la norme de 3% du PIB pour le déficit public et que le gouvernement français annonçait sans ambages qu'il ne pourrait de toute façon pas réaliser cet objectif avant 2017, il parle maintenant de 2018... ! Par ailleurs, quand on entend dire que la Russie pourrait assurer à la Grèce le financement que lui refuserait la BCE, cela fait craindre un véritable risque géostratégique à évaluer en tenant compte du problème ukrainien.

Le jeudi 5, la tournée européenne du ministre des finances grec se termine à Berlin... sur un échec : le fossé qui sépare W. Schäuble et Y. Varoufakis est grand, puisque même sur la teneur des discussions les deux ministres des finances : le ministre allemand considère que « nous ne sommes pas encore d'accord sur ce que nous devons faire maintenant mais nous sommes tombés d'accord sur le fait que nous ne sommes pas d'accord », alors que le ministre grec déclare que de son point de vue « nous ne sommes même pas tombés d'accord sur le fait que de ne pas être d'accord ». Autre illustration de ce désaccord profond : alors que la Grèce ne veut plus traiter avec la « troïka », que le Parlement européen est lui aussi très critique envers elle et que le président de la Commission souhaite la remplacer par « une structure plus légitimement démocratique et plus comptable de ses actes », le ministre allemand estime que c'est avec elle qu'il faut mener les négociations ; et, par ailleurs, il n'a pas pu s'empêcher d'exprimer son scepticisme sur les mesures économiques et sociales annoncées par le nouveau gouvernement grec. Il n'empêche que Y. Varoufakis, qui semble maintenant accepter que la dette grecque ne soit en rien effacée, ait proposé à la troïka un plan qui consisterait à remplacer les obligations que détiennent les partenaires européens de la Grèce par des obligations indexées sur la croissance et celle que détient la BCE par des obligations « perpétuelles », c'est-à-dire dont seuls les intérêts seraient à payer, et cela indéfiniment. Alors que A. Tsipras et Y. Varoufakis ont commencé leur tournée européenne par les pays pilotés par des gouvernements sociaux-démocrates, espérant leur soutien, il s'avère qu'il y a consensus pour l'instant en faveur de la position « dure » de l'Allemagne, qui est non seulement soutenue fermement par les pays du Nord comme la Finlande, mais aussi par des pays comme l'Espagne et le Portugal qui ont « joué le jeu » de la politique d'austérité. Tous veulent que la Grèce termine « proprement » son plan d'aide de 130 milliards d'euros lancé en 2012 et qui doit prendre fin à la fin du mois. Et le nouveau gouvernement grec ne veut pas prolonger ce type d'aide, tout en demandant un prêt relais jusqu'en juin, en espérant pouvoir bénéficier par la suite d'un nouveau programme d'aide fondé sur la croissance et l'investissement, modalité non prévue par les textes européens.

Le vendredi 6, l'agence S&P dégrade la dette publique grecque en la faisant passer de B à B-, la laissant sous surveillance négative et l'agence Moody's menace d'abaisser à nouveau sa propre note - Caa1- ; et pour les deux agences, la Grèce est bien sûr en catégorie spéculative : ce pays est à 4 crans de la faillite pour S&P, et à 3 crans pour Moody's.

Fin 2014, la dette publique grecque représentait 176% du PIB contre 103% en 2007, en sachant que ce PIB est aujourd'hui 25% en dessous de celui d'hier (précisons qu'entre le 1^{er} trimestre 2008 et le 4^{ème} trimestre 2014 le PIB grec a reculé de 26% ; le recul moyen pour la zone euro a été de 1,9%, avec -5,8% pour l'Espagne, -6,9% pour le Portugal et -9,5% pour l'Italie, alors que certains pays ont vu leur PIB dépasser celui d'avant la crise : +1,2% pour

L'EURO

l'Autriche, +1,4% pour la France, +2,5% pour la Belgique, +3,9% pour l'Allemagne et +5,6% pour le Luxembourg). On peut donc a priori en conclure que la politique d'austérité imposée au pays se traduit par un net alourdissement du poids de la dette. Mais ce jugement catégorique doit être nuancé de trois façons. D'abord, au niveau de l'ensemble des pays de l'OCDE, la dette publique a également augmenté, passant au cours de la même période de 73% à 112% de leur PIB. Ensuite, le déficit public grec a diminué pour atteindre 2,5% du PIB en 2014, avec un excédent primaire de 0,5%. Enfin, la politique d'austérité est loin d'être la seule variable explicative de la dette publique grecque et de son évolution ; n'oublions d'ailleurs jamais l'importance des aides européennes dont la Grèce a bénéficié depuis longtemps et qu'elle n'a pas toujours utilisées à bon escient : le montant cumulé des deux plans d'aide suite aux accords du 2 mai 2010 et du 27 octobre 2011-21 février 2012 est de 240 milliards d'euros ! Ont également joué très négativement la réponse des institutions européennes et des responsables des États membres qui est intervenue à la fois trop tard et trop fort (la politique d'austérité excessive a suivi un laxisme coupable), l'appartenance à la zone euro qui a donné à la Grèce de trop grandes facilités en matière de taux d'intérêt, d'où le gonflement de bulles spéculatives, le comportement des marchés financiers qui ont prêté à la Grèce de manière inconsidérée jusqu'en 2009, et, « the last but not the least », la décomposition politique, économique et sociale de la Grèce, avec en particulier la corruption et les évasion et fraude fiscales.

Dans son Blog du 6 février, l'OFCE, sous la plume de Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak, <http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/la-dette-grecque-une-histoire-europeenne/>, dont on conseille fortement la lecture, on lit en particulier l'analyse macroéconomique suivante : « En raison de la victoire du capital sur le travail, de la globalisation financière, de la croissance des inégalités, les pays développés ont besoin de fortes dettes publiques ; ces dettes ne sont globalement pas remboursables puisque le remboursement supposerait que des agents excédentaires acceptent de devenir déficitaires. Prenons l'exemple de l'Allemagne. Celle-ci veut maintenir un excédent extérieur important (7 % de son PIB), qui pèse sur ses partenaires européens et a contribué à un niveau excessif de l'euro. Pour que la Grèce, et les autres pays européens, puissent rembourser leurs dettes publiques, il faudrait qu'ils puissent exporter, notamment en Allemagne ; il faudrait que l'Allemagne accepte un déficit extérieur et donc augmente fortement ses dépenses publiques et ses salaires, ce qu'elle ne souhaite pas. Les exigences contradictoires des pays excédentaires (rester excédentaires, être remboursés) conduisent l'ensemble de la zone euro à la dépression. Heureusement, pour l'économie européenne, que ni la France, ni l'Italie ne tiennent guère leurs engagements européens et que le Royaume-Uni n'y est pas soumis ». En relation avec ce qui vient d'être rapporté, signalons que l'Allemagne a connu en 2014 un excédent commercial record qui a dépassé pour la première fois les 200 milliards d'euros ; et qu'avec les autres pays de la zone euro, l'Allemagne enregistre un excédent de 2,8 milliards, donc relativement très faible. Toujours à propos des relations entre pays excédentaires et déficitaires, citons un passage de la note qu'a consacrée au Bancor en mai 2010 Paul Jorion dans son blog de « journaliste presslib' » : « Si dans la relation entre deux nations, l'une est un exportateur net, et donc a priori dans une position de force, et l'autre, un importateur net, et donc a priori en position de faiblesse, une pression supplémentaire s'exercera encore sur le plus faible des deux, forcé de tenter de redresser sa situation, mais ne disposant pas nécessairement de la capacité d'abaisser suffisamment le prix de ses produits d'exportation pour y parvenir. À l'inverse, aucune pression ne s'exerce sur l'exportateur net qui se trouve en position de force et contribue à maintenir le déséquilibre, sans que rien ne vienne lui rappeler que sa posture n'est pas plus généralisable que celle de son malheureux compagnon. Ou, dans les termes-mêmes de Keynes : l'ajustement est « obligatoire pour le débiteur et volontaire pour le créancier » ».

Au début de la semaine du 9, réunion des ministres des finances du G20. À cette occasion, le ministre français M. Sapin se montre très optimiste en déclarant que « la situation de la Grèce n'est pas une menace pour la zone euro ; celle-ci n'est pas la merci de la Grèce ». Alors que dans le même temps, le ministre grec Y. Varoufakis estime que « c'est comme un château de cartes : si on enlève la carte Grèce, les autres s'écroulent ». Cela n'empêchera pas W. Schäuble, le ministre allemand des finances, de prétendre le lendemain **mardi 10** que si la Grèce refusait de demander un prolongement du plan d'aide en cours, « tout serait fini », façon d'exclure toute réduction de dette et/ou tout autre plan d'aide.

Le mercredi 11, la réunion de l'Eurogroupe, pourtant très attendue, ne débouche sur rien au bout des six heures de discussions, même pas sur un communiqué, ce qui est exceptionnel. C'est dire la force des tensions et de la gravité des désaccords entre la Grèce et ses partenaires-crédanciers européens ; surtout que le ministre grec est venu « les mains dans les poches ». La négociation doit reprendre dès le début de la semaine qui vient.

Lors du Conseil européen du lendemain, **le jeudi 12**, le Premier ministre grec rencontre pour la première fois la Chancelière allemande. Mais le Conseil ne traite pas vraiment le problème grec. Sur ce sujet, tout se passe en coulisses, et spécialement entre le Président de l'Eurogroupe et le Premier ministre grec, qui n'apprécie pas tout-à-fait de la même façon la situation puisque le premier fait

clairement une différence entre l'accord « technique » qui pourrait être obtenu pour lundi, et l'accord « politique » qui devrait prendre du temps, alors que le second estime que « s'il y a accord technique, cela veut dire qu'il y a accord politique ». On n'utilise plus le vocable « troïka » (A. Tsipras a même affirmé qu'il n'y a plus de troïka), mais rien d'essentiel n'est changé : la BCE, la Commission européenne et le FMI sont toujours directement concernés par la crise grecque et beaucoup de travail doit être fait d'ici lundi !

Soulignons que les institutions (ex-troïka) correspondent aux créanciers publics de la Grèce, ce qui regroupe en réalité des millions de contribuables. Rappelons qu'en mars 2012, les créanciers privés de la Grèce ont accepté une perte de 53,5% sur 83,5% de leurs créances sur l'État grec, qui représentaient au total 57% de la dette publique grecque - cela a évité à cette époque à la Grèce un défaut de paiement - et depuis cette date ce sont les ¾ de la dette publique grecque qui appartiennent aux créanciers publics.

Ce même jeudi 12, après le coup de semonce infligé à la Grèce par la BCE le 4 de ce mois, celle-ci relève à 65 milliards d'euros le plafond de sa fourniture de liquidité d'urgence ELA aux banques grecques et prolonge cette aide d'une semaine.

Le lundi 16, l'Eurogroupe se réunit à nouveau mais la négociation échoue tout autant que le mercredi 11. La Grèce refuse, en la considérant « absurde et inacceptable », la prolongation pendant 6 mois de l'ancien programme d'aide que demandent ses partenaires, qui, pour tenir compte du vote des grecs, acceptent des aménagements au programme de réformes demandées qui accompagne de plan d'aide. Le ton de ceux-ci s'est même durci depuis mercredi puisqu'ils exigent de la Grèce que son gouvernement ne prenne pas de « décisions unilatérales », autant dire qu'elle devrait pour les décisions qu'il prend avoir l'accord des « institutions », autrement dit de la « troïka ». Constant ce complet désaccord, le Président de l'Eurogroupe Jeroen Dijsselbloem a mis fin aux négociations officielles (la prochaine réunion est fixée lors de celle de l'Écofin le mardi 24) et il a lancé à la Grèce un ultimatum : elle doit accepter officiellement et par écrit l'extension de son programme de redressement d'ici vendredi. Comme le programme s'arrête en principe le 28 de ce mois, si la Grèce refuse, elle devra alors se financer seule sur les marchés, à des taux forcément très élevés. Mais c'est précisément ce vendredi 20 que le Parlement grec doit voter les premières mesures sociales promises, ce qui serait clairement un ensemble de « décisions unilatérales ».

L'hypothèse d'un « Grexit » devient donc tout-à-faire possible. Ses conséquences économiques en seraient dissymétriques parce que beaucoup plus catastrophiques pour la Grèce que pour ses partenaires ; même si l'institut allemand IFO, dont le Président est favorable à la sortie de la Grèce (de même d'ailleurs que l'ancien Président français V. Giscard d'Estaing et l'économiste J. Sapir), estime que le risque maximum que supporteraient alors l'Allemagne et la France, pays très impliqués dans la dette grecque, serait respectivement de 80 et 60 milliards d'euros (soit pratiquement 1000 euros par Français). *Le danger le plus grave que présenterait selon nous une sortie de la Grèce de la zone euro est que cette sortie prouverait que la zone euro n'est pas une construction irréversible.*

Le mercredi 18, la BCE décide de reconduire pour deux semaines encore le mécanisme de prêts d'urgence (les crédits ELA) à la Grèce et de relever encore une fois le plafond de ces prêts, qui passe à 68,3 milliards d'euros.

Le jeudi 19, la Grèce adresse la lettre qu'on exige d'elle, dont nous proposons ci-après une traduction : « Monsieur le Président de l'Eurogroupe,

Au cours des cinq dernières années, le peuple de la Grèce a fait des efforts remarquables pour l'ajustement économique. Le nouveau gouvernement s'est engagé à un processus de réforme plus large et plus profonde visant à améliorer durablement les perspectives de croissance et d'emploi, à assurer la viabilité de la dette et la stabilité financière, à améliorer la justice sociale et à atténuer le coût social important de la crise actuelle.

Les autorités grecques reconnaissent que les procédures acceptées par les gouvernements précédents ont été interrompues par les dernières élections présidentielles et législatives et que, par conséquent, plusieurs des dispositions techniques ont été invalidées. Les autorités grecques veulent honorer les obligations financières de la Grèce envers tous ses créanciers et assurent vouloir coopérer avec nos partenaires afin d'éviter les obstacles techniques dans le cadre du Master Financial Assistance Facility Agreement qui est pour nous contraignant sur le plan de son contenu et de sa procédure

Dans ce contexte, les autorités grecques appliquent désormais pour l'extension de l'accord de Master Financial Assistance Facility Agreement pour une période de six mois à compter de son expiration, période pendant laquelle nous allons procéder conjointement, et faisant le meilleur usage de la flexibilité donnée dans l'arrangement actuel, vers son aboutissement et l'examen sur la base des propositions d'une part du gouvernement grec et, d'autre part, des institutions.

Le but de la prolongation de six mois demandée de la durée de l'accord est :

(A) de convenir des termes financiers et administratifs mutuellement acceptables dont la réalisation, en collaboration avec

L'EURO

les institutions, permettra de stabiliser la situation financière de la Grèce, d'atteindre des excédents budgétaires primaires appropriés, de garantir la stabilité de la dette et d'aider à la réalisation des objectifs budgétaires pour 2015 qui tiennent compte de la situation économique actuelle.

(B) d'assurer, en étroite collaboration avec nos partenaires européens et internationaux, que les nouvelles mesures soient entièrement financées tout en s'abstenant de toute action unilatérale qui pourrait compromettre les objectifs budgétaires, la reprise économique et la stabilité financière.

(C) de permettre à la Banque centrale européenne de réintroduire la dérogation conformément à ses procédures et règlements.

(D) d'étendre la disponibilité des obligations du FESF détenus par le HFSF pour la durée de l'accord.

(E) de commencer les travaux entre les équipes techniques sur un éventuel nouveau contrat pour le redressement et la croissance que les autorités grecques envisagent entre la Grèce, l'Europe et le Fonds monétaire international qui pourrait suivre l'accord actuel.

(F) de mettre d'accord sous la surveillance de l'UE et de la BCE et, dans le même esprit, avec le Fonds monétaire international pour la durée de l'accord prolongé.

(G) de discuter des moyens de promulguer la décision de l'Eurogroupe en Novembre 2012 concernant d'éventuelles nouvelles mesures et l'assistance pour une mise en œuvre après l'achèvement de l'accord prolongé et dans le cadre du contrat de suivi dette.

Avec ce qui précède à l'esprit, le gouvernement grec exprime sa détermination à coopérer étroitement avec les institutions de l'Union européenne et avec le Fonds monétaire international : (a) pour atteindre la stabilité budgétaire et financière et (b) pour permettre au gouvernement grec de présenter le de fond, de profondes réformes qui sont nécessaires pour rétablir le niveau de vie de millions de citoyens grecs grâce à une croissance économique durable, l'emploi rémunéré et la cohésion sociale.

Cordialement,

Yanis Varoufakis

Ministre des Finances »

Constatant que la Grèce fait un pas en direction de ses partenaires (par cette lettre, la Grèce accepte en effet, en contrepartie d'une certaine flexibilité, une prolongation du programme d'aide, la supervision de ce que l'on appelait encore il y a peu « la troïka » et son consentement à s'abstenir de toute décision unilatérale qui nuirait à ses objectifs budgétaires), le Président de la Commission répond aussitôt que cette lettre « ouvre la voie à un compromis raisonnable ». Il n'empêche que l'Allemagne en particulier, par la voix du porte-parole de son ministre des finances, estime que dans cette lettre il n'y a pas de solution substantielle, qu'elle ne répond pas aux critères de la zone euro et qu'« en réalité la Grèce s'oriente vers un financement relais, sans remplir les exigences du programme », d'où l'emploi de l'expression de « cheval de Troie ». L'Allemagne mais aussi d'autres États membres (la Finlande et les pays baltes au Nord, l'Espagne et le Portugal au Sud) sont en effet méfiants face au contenu de cette lettre, et se posent en particulier la question du degré de flexibilité qu'attend la Grèce. Le gouvernement grec répond alors assez brutalement que « l'Eurogroupe demain vendredi a deux options : accepter ou rejeter la demande grecque. Cela laissera apparaître qui veut une solution et qui n'en veut pas ».

Pour tenter de déminer la situation avant la réunion de l'Eurogroupe du lendemain vendredi, le Premier ministre grec téléphone ce jeudi soir à la Chancellerie allemande et au Président français pour leur dire en substance qu'il espère parvenir à une solution mutuellement bénéfique pour la Grèce et pour la zone euro.

Le jeudi 19, pour la première fois de son histoire, la BCE publie les « minutes », autrement dit le compte-rendu de sa dernière réunion de son Conseil des gouverneurs, c'est-à-dire l'une des plus importantes puisqu'en ce 22 janvier il a été décidé de lancer un QE qui fera date dans la mise en œuvre de sa politique monétaire non conventionnelle. Cette publication, qui rapproche la politique de communication de la BCE de celles de la Fed et de bien d'autres grandes Banques centrales, montre que la BCE accorde de plus en plus d'importance à l'impact des signaux qu'elle adresse à l'ensemble des acteurs économiques, spécialement aux marchés.

Cela s'inscrit dans le cadre de la nouvelle philosophie des pratiques monétaires des Banques centrales, non seulement en termes de transparence mais aussi en termes d'efficacité : quand la politique monétaire conventionnelle n'est pas suffisante, autrement dit quand les taux directeurs sont à leur plancher, le guidage des anticipations doit passer par une communication sur les intentions des autorités monétaires pour les semaines voire les mois à venir, de façon à peser sur les taux d'intérêt à moyen et long terme, ce qui est en définitive l'objectif central pour agir sur le niveau d'activité macroéconomique.

Le vendredi 20, réunion (de la dernière chance ?) de l'Eurogroupe sur le cas grec. Après de nombreuses péripéties et d'intenses négociations (travail acharné de technocrates, long coup de téléphone entre la chancellerie allemande et le Premier ministre grec, discussions entre Messieurs

Moscovici, Dijsselbloem et Madame Lagarde, conversation directe entre M. Dijsselbloem et M. Tsipras), un accord est enfin trouvé.

Voici une traduction du communiqué de fin de réunion :

« L'Eurogroupe réitère son appréciation pour les efforts d'ajustement remarquables déployés par la Grèce et par le peuple grec au cours des dernières années. Au cours des dernières semaines, nous avons, avec les institutions, engagé un dialogue intensif et constructif avec les nouvelles autorités grecques et atteint aujourd'hui un terrain d'entente.

L'Eurogroupe note, dans le cadre de l'accord existant, la demande des autorités grecques pour une extension de la convention cadre de l'aide financière de l'établissement (MFFA), qui s'appuie sur un ensemble d'engagements. Le but de l'extension est la réussite de l'examen sur la base des conditions de l'accord actuel, en faisant le meilleur usage de la flexibilité donnée qui sera examiné conjointement avec les autorités grecques et les institutions. Cette extension donnerait également du temps pour les discussions sur un éventuel accord de suivi entre l'Eurogroupe, les institutions et la Grèce.

Les autorités grecques présenteront une première liste de mesures de réformes, sur la base de l'arrangement actuel, d'ici le lundi 23. Les institutions verront si c'est suffisamment complet pour être un point de départ valable pour une conclusion réussie de cet examen. Cette liste sera précisée et ensuite discutée avec les institutions à la fin avril.

C'est seulement l'approbation de la conclusion de l'accord étendu par les institutions qui permettra tout décaissement de la tranche exceptionnelle du programme de FESF actuel et le transfert des bénéfices de SMP 2014. Les deux seront à nouveau soumis à l'approbation de l'Eurogroupe.

En vue de l'évaluation par les institutions, l'Eurogroupe accepte que les fonds, jusqu'ici disponibles par l'intermédiaire de HFSF, soient tenus par le FESF. Les fonds continuent d'être disponibles pour la durée de la prolongation MFFA et ne peuvent être utilisés que pour la recapitalisation et la résolution bancaire. Ils seront libérés sur demande par la BCE / SSM.

Dans ce contexte, nous nous félicitons de l'engagement pris par les autorités grecques de travailler en collaboration avec les institutions et partenaires européens et internationaux. Dans ce contexte, nous rappelons l'indépendance de la Banque centrale européenne. Nous avons également convenu que le FMI continuera à jouer son rôle.

Les autorités grecques ont exprimé leur ferme engagement pour un processus de réforme structurelle plus large et plus profonde visant à améliorer durablement les perspectives de croissance et d'emploi, en assurant la stabilité et la résilience du secteur financier et l'amélioration de l'équité sociale. Les autorités s'engagent à mettre en œuvre les réformes attendues depuis longtemps pour lutter contre la corruption et l'évasion fiscale, et l'amélioration de l'efficacité du secteur public. Dans ce contexte, les autorités grecques s'engagent à faire le meilleur usage de la poursuite de l'assistance technique.

Les autorités grecques réitérent leur engagement sans équivoque à honorer pleinement leurs obligations financières à tous leurs créanciers et en temps opportun.

Les autorités grecques se sont également engagées à assurer un excédent budgétaire primaire approprié et des produits de financement nécessaires pour garantir la viabilité de la dette en conformité avec la déclaration de l'Eurogroupe de novembre de 2012. Les institutions, pour l'excédent primaire objectif de 2015, vont prendre en compte les circonstances économiques en 2015.

À la lumière de ces engagements, nous nous félicitons que, dans un certain nombre de domaines, les priorités politiques grecs peuvent contribuer à un renforcement et une meilleure mise en œuvre de l'arrangement actuel. Les autorités grecques s'engagent à s'abstenir de tout démantèlement des mesures et de changements unilatéraux aux politiques et réformes structurelles qui auraient un impact négatif sur les objectifs budgétaires, la reprise économique ou la stabilité financière, et ce sous le regard des institutions.

Sur la base de la demande, les engagements pris par les autorités grecques, l'avis des institutions, et l'accord d'aujourd'hui, nous allons lancer les procédures nationales en vue de parvenir à une décision finale sur l'extension de l'accord actuel EFSF Master Financial Assistance Facility Agreement d'aide financière pour un maximum de quatre mois par le Conseil d'administration d'EFSF. Nous invitons également les institutions et les autorités grecques à reprendre immédiatement le travail qui permettrait le plein succès de cet accord.

Nous restons déterminés à fournir un soutien adéquat à la Grèce jusqu'à ce qu'elle ait retrouvé un plein accès au marché tant qu'elle honore ses engagements dans le cadre convenu ».

Ce communiqué traduit un compromis relativement équilibré entre la Grèce et ses partenaires : on n'utilise plus les termes de troïka, de programme ni de mémorandum mais la logique de l'ancien programme (celui de 2012, lui-même dans le prolongement de celui de 2010) est toujours là puisqu'il est fait allusion plusieurs fois à « l'accord actuel ». Certes, les objectifs d'excédent primaire sont aménagés en fonction des circonstances économiques actuelles mais cela doit servir en priorité la soutenabilité de la dette. Certes, le terme de troïka n'est plus utilisé mais la surveillance des « institutions » sera constante ; elles devront donner leur accord à toutes les étapes du processus. Berlin aurait souhaité par ailleurs que les Européens récupèrent les fonds détenus par le fonds de stabilité financière grec (le HFSF) mais Athènes a réussi à les conserver, à condition qu'ils ne servent qu'à la recapitalisation et à la résolution bancaires, sous la surveillance de la BCE. Enfin et surtout, la Grèce obtient un prolongement de 4 mois pour son financement mais il lui faudra négocier un nouveau programme de financement en juin car elle aura des remboursements importants à faire à la BCE en juillet et en août : ce sont donc de nouvelles négociations en perspective, et également très difficiles !

Très difficiles surtout pour la Grèce qui aura absolument besoin d'un autre plan d'aide financière et qui ne pourra pas

L'EURO

compter sur les autres pays gouvernés par des partis de gauche comme en France, l'Italie et même l'Allemagne puisque le SPD fait partie de la coalition au pouvoir. Certains n'hésitent pas à souligner le manque de soutien de la position grecque par la majorité gouvernementale française qui, de fait, emboîte le pas à l'Allemagne et rappellent la façon dont le Président Hollande a enclenché en juin 2012 la ratification du TSCG avec sa fameuse règle d'or budgétaire, exactement dans les mêmes termes que ceux signés par son prédécesseur, alors qu'il avait promis lors de sa campagne de renégocier ce traité pour donner plus de place à l'objectif de croissance. Mais une autre analyse peut être faite : le temps que la France met pour réaliser l'objectif du 3% du PIB pour son déficit public et aussi pour mettre en œuvre les réformes structurelles que Bruxelles et beaucoup de ses partenaires attendent d'elle s'explique sans doute par un manque de courage politique face aux corporatismes et aux conservatismes mais il permet d'éviter l'austérité, objectif que s'était donné F. Hollande. Il n'empêche que la croissance reste atone et que le chômage n'a pas pu jusqu'ici être jugulé malgré des engagements répétés.

Le lendemain, samedi 21, le premier ministre grec, relatant les résultats de la réunion de la veille, déclare que « nous avons franchi hier une étape décisive en abandonnant l'austérité ; les plans de renflouement et la troïka » mais il ajoute : « nous avons gagné une bataille mais pas la guerre. Les véritables difficultés sont devant nous ».

Le lundi 23, le gouvernement grec envoie comme prévu mais in extremis (vers minuit) à l'ensemble des institutions (l'Eurogroupe, la Commission, la BCE et le FMI) la liste des réformes sur lesquelles il s'engage en contrepartie de la prolongation pour 4 mois du plan d'aide financière (voir http://www.ekathimerini.com/4dcgi/_w_articles_wsitel_1_24/02/2015_547577). Cette liste doit être étudiée mardi 24 après-midi par l'Eurogroupe par téléconférence. Mais la Commission fait savoir dès le mardi matin que « cette liste est suffisamment complète pour constituer un bon point de départ en vue d'une conclusion fructueuse de son examen » et qu'elle est encouragée par « l'engagement fort à combattre l'évasion fiscale et la corruption ». On sait par ailleurs que parmi les engagements pris il y a aussi celui de ne pas revenir sur les privatisations réalisées ou en cours - ce qui est la concession la plus importante faite aux « institutions » par le gouvernement grec-, celui de ne pas faire peser la lutte contre la « crise humanitaire » sur le budget, celui de contrôler les dépenses dans tous les domaines de l'action publique, celui de réformer l'administration et la fiscalité et celui de ne pas baisser davantage les salaires de la fonction publique mais de ne pas augmenter non plus la masse salariale totale.

Effectivement, ce mardi se termine par l'accord donné à la Grèce par l'ensemble des « institutions » pour prolonger jusqu'à l'été le programme de son financement : la Bourse d'Athènes fait aussitôt un bond de près de 10% et le taux d'emprunt de la Grèce passe sous les 9% après avoir été de 11% au début du mois. Mais le commissaire européen aux affaires économiques, Pierre Moscovici, estime que « l'accord de l'Eurogroupe ne veut pas dire approbation des réformes telles qu'elles ont été présentées par la Grèce » ; celle-ci doit mettre complètement au point son plan d'ici fin avril en relation avec les institutions et c'est en fonction de ce travail que seront débloquées les sommes à verser. Pour que cette prolongation soit définitivement adoptée, il convient que les Parlements se prononcent favorablement avant la fin du mois dans les pays où cela est nécessaire, en particulier en Allemagne au Bundestag (le Bundestag votera favorablement le vendredi 27, c'est-à-dire 3 ans, jour pour jour, après son vote du plan d'aides à la Grèce de 140 milliards d'euros...).

Le mercredi 25, la Commission européenne accorde à la France un délai supplémentaire de 2 ans, donc jusqu'en 2017, pour réaliser l'objectif de 3% de son PIB pour le déficit public ; alors qu'il avait été question d'un délai de 3 ans pour qu'il n'y ait pas de télescopage avec l'élection présidentielle. La discussion au sein de la Commission est vive parce que plusieurs membres considèrent que la France ne réforme pas assez : cette décision d'accorder un délai supplémentaire est loin de faire l'unanimité mais la ligne modérée défendue par le Président J.-C. Juncker et le commissaire P. Moscovici l'emporte finalement. La pression sur la France est malgré tout forte puisque, pour éviter des sanctions, il lui est demandé, par un document officialisé le 27, de proposer un programme détaillé de réformes en avril qui sera examiné en mai et le gouvernement français va devoir trouver en l'espace de quelques semaines 3 à 4 milliards d'euros d'économies supplémentaires, de réduire en 2015 son déficit structurel non pas de 0,3 point du PIB comme s'y préparait le gouvernement français mais de 0,5 point, d'avoir un déficit de 4% en 2015 puis de 3,4% en 2016 au lieu des 4,1% et 3,6% prévus par le gouvernement, et enfin 2,7% en 2017.

Le vendredi 27, l'euro cote 1,1196 \$ après 1,1315 le 6, 1,1392 le 13 et 1,1381 le 20.

• Mars 2015 ->

Lors du week-end à cheval sur fin février et début mars, on assiste à un échange de déclarations peu amènes entre d'un côté le premier ministre grec et ses collègues espagnol et portugais, le premier accusant les seconds d'avoir fait partie lors des négociations bruxelloises d'un « axe de puissances qui, pour des raisons politiques intérieures évidentes, ont tenté de mener l'ensemble des négociations au bord du gouffre ». Le premier ministre espagnol lui répond vertement que « nous ne sommes pas responsables de la frustration qu'a créée la gauche radicale grecque en faisant des promesses qu'elle savait intenables. (...) Se cherchant un ennemi à l'extérieur (...) cela ne résout pas les problèmes, ça ne fait que les aggraver. La seule solution, c'est d'être sérieux ».

Dans son édition datée du 3 mars, le journal Le Monde publie sur une pleine page un article de Wolfgang Streeck intitulé « L'Europe doit abandonner la monnaie unique ». On peut donc ajouter le nom de ce professeur à l'Université de Cologne sur la liste de toutes les personnalités ayant également une position très critique sur l'euro, établie en avril 2014 et que l'on trouve à l'adresse : <http://blogs.mediapart.fr/blog/brigitte-pascall/210414/liste-des-economistes-favorables-une-sortie-de-leuro>.

Le mercredi 4, le Président de la Commission européenne va dans le même sens dans un entretien accordé au quotidien espagnol « El País » en estimant que le Premier ministre grec devra expliquer que certaines de ses promesses électorales ne seront pas tenues et en rappelant que les élections ne changent pas les traités.

Ce même mercredi, dans le journal français « Le Parisien », le Président français déclare que « si Bruxelles demande 4 milliards de plus pour respecter nos engagements en matière de réduction des déficits publics, ils seront trouvés par des économies nouvelles » et réaffirme qu'il n'y aura pas d'augmentation d'impôts pour les années 2015, 2016 et 2017.

Soulignons qu'en définitive, en sachant que la France s'était déjà engagée sur 50 milliards et qu'il faut ajouter ces 4-5 milliards pour 2015, 12 pour 2016 et 13 pour 2017, cela fait un total de 80 milliards d'euros à trouver en 3 ans, soit 4 points de PIB ! Sans croissance ou si peu, sans inflation ou si peu, sans augmentation d'impôts, comment faire ? En jouant avec les statistiques ?

Le jeudi 5, le Conseil des gouverneurs, réuni à Nicosie, décide de laisser inchangés les taux directeurs. Lors de la conférence de presse qui suit, son Président, Mario Draghi, précise que la BCE se concentre désormais sur la mise en œuvre des instruments non conventionnels de sa politique monétaire, et plus spécialement de son fameux QE : suite à ses décisions du 22 janvier, la BCE va commencer dès le lundi 9 mars à acheter sur le marché secondaire des titres publics libellés en euros. Elle va continuer à acheter des titres adossés à des actifs et à des obligations sécurisées. M. Draghi se montre globalement optimiste sur l'évolution de l'économie de la zone euro, augmentant ses prévisions de croissance et rehaussant ses prévisions d'inflation.

Dans la foulée de cette conférence de presse, les Bourses européennes affichent de belles performances.

Le taux de change de l'euro face au dollar continue quant à lui sa baisse, passant pour la 1^{ère} fois depuis septembre 2003 sous les 1,10 \$: en un an ce taux a baissé de 20%.

Dans la mesure où elle date de six mois, cette baisse de l'euro n'est pas le résultat direct de la politique monétaire de la BCE : le QE de la BCE contribue sans doute à la conforter mais elle s'explique plutôt par l'écart de performances macroéconomiques entre les deux rives de l'Atlantique et par l'anticipation que font les investisseurs de la décision attendue des autorités monétaires américaines d'une remontée de leurs taux directeurs. Soulignons aussi que si l'euro a baissé en un an de 20% par rapport au dollar, son taux de change effectif, donc par rapport à l'ensemble des devises, n'a reculé que de 5%. De plus, la baisse du taux de change de l'euro limite l'effet positif de la baisse du prix du pétrole. Par conséquent, quand on parle de « l'alignement des planètes » en faveur de la croissance européenne (euro en baisse, taux d'intérêt au plancher, pétrole pas cher grâce à l'explosion de l'offre du pétrole de schiste, fort QE européen au moment où on anticipe une remontée des taux américains, possible retournement du cycle), il existe - les scores des Bourses européennes et les révisions à la hausse des prévisions de croissance de l'OCDE pour la zone euro sont là pour le prouver -, mais il n'est pas parfait ! Beaucoup de freins peuvent ralentir la reprise. Il y a bien évidemment la situation de la Grèce, celle des pays - comme la France - qui tardent à faire des réformes structurelles et celle des pays - comme l'Allemagne - qui répugnent à jouer le rôle de locomotive. Mais il y a aussi « les défaillances de pilotage macroéconomique dans la zone euro » comme le souligne la note du Conseil d'analyse économique de mars, rédigée par A. Bénassy-Quéré et X. Ragot (<http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/cae-note021.pdf>). « La gouvernance macroéconomique de la zone euro, matérialisée par le "semestre européen", souffre de trois faiblesses importantes : un niveau zone euro insuffisamment développé et mal

L'EURO

intégré au niveau États membres ; une ligne de partage peu claire entre la surveillance de court- moyen terme (déséquilibres budgétaires et macroéconomiques) et celle de long terme (Stratégie de croissance Europe 2020) ; une mauvaise appropriation au niveau national des recommandations formulées au niveau européen ». Après une analyse des dysfonctionnements du pilotage macroéconomique, suivent « 8 recommandations pour donner tout son sens au semestre européen ». Et nous nous permettons de citer presque intégralement la conclusion de ce travail important : « La coordination monétaire en Europe n'a survécu à la crise de 1992-1993 que dans l'optique de la mise en place d'une monnaie unique. Le scénario est en train de se répéter pour la politique budgétaire qui devra un jour passer d'un « serpent budgétaire » (règles de coordination) à la création d'un budget fédéral significatif. La zone euro se dote peu à peu d'instruments fédéraux pour venir au secours des pays en crise (Mécanisme européen de stabilité), pour crédibiliser l'union bancaire (fonds de résolution), pour suppléer au manque d'investissement des États membres (Banque européenne d'investissement). Cette évolution n'est pas le fruit du hasard. L'idée d'une « capacité budgétaire » en zone euro a été évoquée par le premier rapport dit des « quatre Présidents », en 2012 (H. Van Rompuy, J.M. Barroso, J.C. Juncker et M. Draghi : Towards a Genuine Economic and Monetary Union, 5 décembre). L'objectif était alors de réfléchir à un système « limité » d'assurance macroéconomique : un pays soumis à un choc négatif spécifique recevrait des transferts temporaires ; un pays soumis à un choc positif spécifique verserait des transferts temporaires. Plusieurs objectifs pourraient être assignés à un budget zone euro. Le premier, suggéré par le rapport des quatre Présidents et consistant en un système d'assurance mutuelle, ne nécessite pas de capacité d'endettement au niveau de la zone euro, donc pas non plus de ressource propre. Mais pour pouvoir réagir à des chocs communs, compte tenu de la taille limitée que pourrait avoir le budget (de l'ordre de 2 % du PIB de la zone euro), il faudrait prévoir une capacité d'endettement, et donc une ressource propre. Enfin, un objectif possible pour un budget zone euro serait de réaliser des investissements d'intérêt commun dans le but d'élever le potentiel de croissance de la zone ou de faciliter la transition énergétique. Dans un pays fédéral, ces trois objectifs (assurance mutuelle, capacité contra-cyclique et capacité d'investissement) se combinent car le budget commun est substantiel (22 % du PIB aux États-Unis). Ce ne sera probablement pas le cas pour un budget d'un ordre de grandeur inférieur. Davantage d'intégration sera aussi nécessaire dans d'autres domaines comme la fiscalité ou le marché du travail. Nos recommandations doivent être lues comme une première étape vers davantage d'intégration, une évolution qui apparaîtra de plus en plus indispensable au succès de l'Union économique et monétaire. En somme, la coordination comme préfiguration de l'intégration ». De surcroît, les facteurs qui aujourd'hui sont favorables à la reprise peuvent voir leur efficacité faiblir ou même s'inverser, comme l'évolution du taux de change entre l'euro et le dollar, lequel semble surévalué même aux yeux de la Fed, le prix du pétrole peut remonter, ce qui accentuerait d'ailleurs la baisse du dollar, que souhaite beaucoup d'entreprises européennes consommatrices de biens facturés en dollars, et le gain de pouvoir d'achat que permet pour l'instant le pétrole peu cher profite certes à la consommation mais aussi à l'épargne à cause des craintes sur le front de l'emploi. En France, la vigueur de la reprise dépend beaucoup de l'évolution de l'investissement des entreprises, qui est avec la consommation des ménages, faut-il le rappeler, le principal moteur de la demande, donc de la croissance et de l'emploi. Ce qui donne à l'investissement son statut de variable macroéconomique stratégique c'est qu'il est non seulement un moteur essentiel de la demande globale mais aussi l'argument majeur de la compétitivité de l'offre. D'où la pression exercée actuellement par l'exécutif sur les entreprises pour qu'elles utilisent la restauration de leurs marges bénéficiaires que ses mesures de réduction des charges ont permises pour investir davantage ; le premier ministre annoncera quelques jours plus tard (le 8 avril) des mesures fiscal-comptables de « suramortissement » pour faire redémarrer l'investissement industriel, ce qui correspond d'ailleurs à une volte-face par rapport à la position gouvernementale affichée fin 2014. De toute façon, « on ne peut pas obliger à boire un âne qui n'a pas soif » : ni ces mesures gouvernementales ni les taux d'emprunt actuels exceptionnellement bas ne peuvent avoir raison de surcapacités de production et de carnets de commandes insuffisamment garnis.

La fin de la semaine est mouvementée autour du cas grec, avant la réunion de l'Eurogroupe prévue le lundi 9 après-midi à Bruxelles. Le vendredi 6, le ministre grec des finances Yanis Varoufakis envoie une lettre au Président de l'Eurogroupe Jeroen Dijsselbloem qui contient 7 réformes que le gouvernement grec se dit prêt à engager de façon à recevoir de nouveaux financements (cela va de la réforme très sérieuse comme l'allocation de licences à des sites de paris en ligne pour augmenter les recettes publiques à la réforme la plus loufoque comme le recrutement d'inspecteurs amateurs, y compris chez des touristes, pour lutter contre la fraude fiscale). Le samedi 7, le Président de l'Eurogroupe fait un accueil favorable à cette lettre tout en soulignant qu'il est nécessaire de poursuivre les discussions techniques pour mettre en œuvre ce qui a été décidé le 20 février. Le dimanche 8, dans un entretien accordé à un journal italien, le ministre grec constate que ses partenaires ne se prononcent toujours pas sur sa proposition de remplacer la dette actuelle par des obligations indexées sur la croissance nominale du PIB et déclare que si se manifeste une opposition des institutions le gouvernement grec pourrait organiser des élections législatives anticipées ou même

un référendum !

Le lundi 9, entrée en vigueur du QE de la BCE.

Le lundi 9 aussi, en après-midi, se tient la réunion de l'Eurogroupe. Le hasard veut que la réunion soit consacrée essentiellement à deux cas, celui de la Grèce et celui de la France... Concernant la Grèce, son gouvernement accepte, sous la pression de ses partenaires et des échéances financières, de traiter avec les experts techniques des « institutions », autrement dit de la « troïka » à qui il est cependant demandé de changer de méthodes, et que maintenant on appelle de plus en plus « le groupe de Bruxelles ». La Grèce doit débiter ces négociations dès mercredi. La rallonge de financement ne sera obtenue que lorsque ces négociations seront terminées et que l'accord sur les réformes sera obtenu. Or le temps presse et la situation des finances grecques n'est pas très bonne : les recettes publiques sont moindres que prévu à cause d'une conjoncture qui se dégrade et à cause de la déflation. La Grèce vient de rembourser au FMI 310 millions d'euros et devra lui faire des remboursements de 1,5 milliard d'ici à la fin du mois... Reste que la plus dure échéance pour la Grèce reste fin juin puisque se terminera alors le prolongement du financement du FESF. Concernant la France, l'Eurogroupe approuve la recommandation faite fin février par la Commission européenne d'accorder deux années supplémentaires pour réduire son déficit public en deçà des 3% du PIB.

Le fait que l'on ait traité essentiellement des cas de la Grèce et de la France lors de cet Eurogroupe aboutit à établir forcément un parallèle entre les deux pays, malgré la grande différence de proportions. D'ailleurs, en commentant l'analyse que fait l'OCDE de la situation de la France (http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/ocd/economics/etudes-economiques-de-l-ocde-france-2015_eco_surveys_fra-2015_fr#page2), Arnaud Leparmentier titre son article paru dans Le Monde du 9 avril : « Le France, une Grèce qui s'ignore ».

Le mardi 10, c'est au tour de l'Écofin d'approuver ce prolongement de 2 ans, mais dans un climat très alourdi par l'hostilité clairement affichée des ministres des finances de plusieurs pays. Rappelons que la Commission doit dire en juin si la France a pris des mesures suivies d'effets ; si son avis est négatif, elle pourra émettre une nouvelle recommandation assortie de sanctions ou appliquer la procédure pour déséquilibres excessifs, ce qui ne s'est encore jamais produit dans la zone euro.

Comme prévu, le mercredi 11, les discussions entre la Grèce et le « groupe de Bruxelles » de ses créanciers commencent à Bruxelles. Elles se poursuivront dès le lendemain également à Athènes parce que les techniciens du groupe de Bruxelles estiment nécessaire de se rendre dans les administrations grecques pour pouvoir répondre aux questions qu'ils se posent, en particulier sur la capacité de la Grèce à toujours dégager un excédent primaire. Mais ces expertises vont prendre du temps ; or, le temps presse puisque la Grèce doit faire face très prochainement à des échéances financières redoutables : c'est pourquoi l'hypothèse d'un « Grexident », c'est-à-dire une sortie par accident de la Grèce de la zone euro, une faillite incontrôlée, prend davantage de consistance ; surtout si ne s'améliorent pas les relations entre Berlin et Athènes en général et entre Messieurs Schäuble et Varoufakis en particulier (d'abord, dès son discours d'investiture, le Premier ministre grec Tsipras a demandé à l'Allemagne le versement d'indemnités de guerre. Cette demande est évaluée à 162 milliards d'euros, à mettre en relation avec les 65 milliards que la Grèce doit actuellement à l'Allemagne au titre de sa dette publique. L'Allemagne rappelle à la Grèce que cette question des réparations de guerre a été définitivement réglée dans une succession de traités internationaux, dont le dernier date de 1990. Dès le départ, cette demande grecque a noirci les relations entre les deux pays. Ensuite, il y a une incompatibilité visible entre les deux ministres des finances, tant leurs tempéraments sont différents). Notons que cette question des indemnités de guerre prendra un tournant suite à l'entretien qu'accordera le 2 mai à la « Süddeutsche Zeitung » le Président allemand Joachim Gauck : « il est juste qu'un pays aussi conscient de son histoire que le nôtre évalue quelles possibilités de réparation il peut y avoir ».

Le jeudi 12, l'Islande fait savoir qu'elle retire sa candidature à l'adhésion à l'UE et donc à la zone euro. Cela démontre le déficit d'attractivité pour l'une et l'autre. Il ne faut pas évidemment confondre l'Islande et l'Irlande, laquelle fait partie de l'UE depuis le 1^{er} janvier 1973 et de la zone euro depuis le 1^{er} janvier 1999 et qui, après une grave crise financière à la suite des subprimes et le sauvetage par le FMI en novembre 2010 est devenue, après 6 ans de politique de forte austérité, le pays champion européen de la croissance (+4,8% en 2014).

Ce jeudi même 12, décès de Suzanne de Brunhoff qui a été directrice de recherche au CNRS et membre du Conseil scientifique d'Attac. Elle a été une spécialiste reconnue des questions monétaires

et financières, et son livre consacré à « La monnaie chez Marx », édité pour la première fois en 1967 aux Éditions sociales, fait toujours référence. Un autre de ses ouvrages, « État et capital », paru en 1976, a fait en 1977 l'objet d'une longue et passionnante note bibliographique dans la Revue économique, signée de Michel Aglietta (http://www.persee.fr/doc/reco_0035-2764_1977_num_28_4_408343_t1_0651_0000_000). Pour ce qui nous intéresse ici, il convient de souligner que Suzanne de Brunhoff a défendu l'idée d'une monnaie commune et non pas unique pour l'Europe (sur sa contribution au livre « La monnaie unique en débat », voir ici au mois d'octobre 1997).

Le mercredi 18, le Comité de politique monétaire de la FED indique en substance que les taux directeurs vont sans doute être bientôt remontés. Mais après la patience, la FED joue la prudence car selon elle les indicateurs du marché du travail ne sont pas encore suffisamment favorables, l'inflation encore très basse et il y a beaucoup d'incertitudes concernant la situation internationale et les mouvements de capitaux : comme le dit la Présidente Janet Yellen, les taux directeurs seront progressivement relevés « selon la façon dont l'économie va évoluer (...) Cela n'arrivera pas nécessairement en juin, même si on ne peut pas l'exclure ». Notons ici que la hausse du dollar est un phénomène qui peut ralentir le relèvement des taux directeurs de la FED dans la mesure où elle affecte beaucoup les entreprises américaines à l'exportation et par conséquent la macroéconomie des États-Unis en général.

Le mercredi 18, la BCE inaugure son nouveau siège : la BCE déménage donc de l'Euro tower (au 29 de la Kaiserstrasse) pour aller dans la Sky tower, au 20 de la Sonnemannstrasse (toujours à Francfort-sur-le-Main). On dit que la construction de cette nouvelle tour a coûté l'équivalent de 541 années de loyer de la précédente... , laquelle devra être rasée ou rénovée complètement d'ici 35 ou 40 ans... En tous les cas, l'inauguration de la sky tower est marquée par de violentes manifestations contre la politique d'austérité dont la BCE semble être le symbole ; la BCE devient en Grèce un véritable bouc émissaire.

Le jeudi 19 au soir, en marge du Conseil européen qui se tient à Bruxelles sur deux jours, se réunissent pendant près de trois heures à la demande du premier ministre grec le Président français, la Chancelière allemande, le Président de la BCE, le Président de l'Eurogroupe et le Président de la Commission européenne. Il est rappelé à M. Tsipras que la Grèce doit absolument respecter les termes de l'accord du 20 février et il n'est pas sûr que, comme prévu dans cet accord, on puisse vérifier que la Grèce est dans la bonne voie pour l'honorer puisque les techniciens représentant les « institutions » n'ont pas encore pu commencer leur travail. M. Tsipras reconnaît l'urgence financière dans laquelle se trouve son pays qui pourrait être en panne de liquidités dès le début avril.

Faisons ici deux remarques. D'abord, rappelons que ce que l'on appelle maintenant les Institutions correspond à ce qu'on appelait la « troïka » jusqu'aux élections qui ont porté le parti Syriza au pouvoir, c'est-à-dire le trio formé par le FMI, la BCE et l'UE. Ensuite, il ne faut pas confondre ces Institutions, ex-troïka, qui interviennent depuis 2010, avec la task force et ses « men in black », experts qui, à la demande du gouvernement grec, fournissent à celui-ci une assistance technique depuis 2011. Le rôle de cette task force s'avère très important, spécialement dans les domaines du recouvrement des impôts, de la réorganisation de l'administration, de l'intervention publique et des douanes.

Le vendredi 20 au soir, le Parlement grec vote la loi sur les « réglementations pour relancer l'économie » qui prévoit en particulier un règlement très échelonné des arriérés d'impôts et de cotisations sociales, avec réduction sur les surtaxes de ces arriérés. C'est, après la loi votée mercredi pour lutter contre « la crise humanitaire », en particulier en augmentant les petites retraites, en fournissant gratuitement l'électricité aux plus démunis et en fournissant de l'aide alimentaire, la deuxième loi promulguée conformément au programme du nouveau gouvernement mais en contradiction avec les engagements pris dans le cadre de l'accord du 20 février qui, rappelons-le, stipule : « les autorités grecques s'engagent à s'abstenir de tout démantèlement des mesures et de changements unilatéraux aux politiques et réformes structurelles qui auraient un impact négatif sur les objectifs budgétaires, la reprise économique ou la stabilité financière, et ce sous le regard des institutions ».

La mise en application de ces lois peut compliquer la résolution de la crise de la dette grecque, surtout que cela finit par excéder les partenaires européens de la Grèce. Face à une dette en réalité « irremboursable », et si l'on veut éviter le

L'EURO

« *Grexident* », il faut envisager des solutions radicales comme la monétisation de la dette grecque par la BCE ou mieux, pour éviter le piège de l'aléa moral, comme la création de monnaies locales comme cela a été fait en Argentine lors de la crise du début des années 2000, ce qui permettrait au gouvernement grec de financer les mesures emblématiques de son programme en limitant les besoins de financement externe et en évitant donc toute hausse des taux d'intérêt.

Le lundi 23, première rencontre officielle, à Berlin, entre le Premier ministre grec A. Tsipras et la Chancelière A. Merkel. L'objectif essentiel est d'apaiser les relations entre les deux pays et de « dépasser les stéréotypes » pour reprendre l'expression d'A. Tsipras ; mais cela n'efface pas malgré tout les questions difficiles et les désaccords, comme l'a remarqué A. Merkel.

Le demain, le mardi 24, le porte-parole du gouvernement grec, après s'être félicité de la rencontre la veille entre A. Tsipras et A. Merkel, annonce que la Grèce présentera au plus tard lundi, conformément à ce qui a été décidé le 20 février pour qu'elle obtienne la prolongation de 4 mois de l'aide financière internationale, une liste de réformes structurelles.

Les mercredi 25 et jeudi 26 sont publiés en France deux résultats. Le premier concerne le taux de chômage qui se met à nouveau à augmenter après une légère baisse en janvier. Le second concerne le déficit public pour 2014, qui est de 4% au lieu des 4,4% prévus dans l'ajustement du budget en septembre 2014. Rappelons cependant que le déficit prévu en septembre 2013 (loi de finances 2014) était de 3,6% du PIB et de 3,8% en juin 2014 (loi rectificative 2014), que le gouvernement s'était engagé à passer sous les 3% d'abord en 2013 puis quelque temps après en 2015, avant de demander à Bruxelles un délai supplémentaire de 2 ans. Quand on compare les composantes des déficits de 2013 et de 2014, on constate que si les résultats globaux sont à peu près équivalents (- 4,1% du PIB en 2013 et - 4% en 2014), les dépenses publiques ont progressé, passant de 52,9% à 53,2% (la progression concerne principalement les dépenses de fonctionnement malgré le gel du point d'indice des fonctionnaires) et la dette publique continue à augmenter et atteint 95% du PIB fin 2014 contre 92,3% fin 2013 parce que le déficit est toujours supérieur au niveau qui permettrait de la stabiliser : heureusement que les taux d'intérêt sont historiquement bas (moins de 0,5% ces jours-ci) !

Le vendredi 27, inquiétée par la tournure prise par les discussions entre la Grèce et ses créanciers, l'agence Fitch baisse la note de la dette publique grecque de deux crans à CCC. C'est d'ailleurs ce jour que la Grèce envoie au « groupe de Bruxelles », l'ex-« troïka » une nouvelle liste de réformes, la 3^{ème}.

En fin de semaine ont lieu des discussions entre la Grèce et « le Groupe de Bruxelles pour affiner la liste des réformes que la Grèce doit présenter à l'Eurogroupe pour obtenir une nouvelle aide. Alors que la Grèce se montre optimiste, les membres du Groupe de Bruxelles (la Commission européenne, avec l'irlandais Declan Costello, chef de la mission « Grèce », le FMI avec Poul Thomsen, chef du « pôle Europe, et la BCE avec Rasmus Røffler, chef du « desk » Grèce) sont beaucoup plus sceptiques et estiment que cette liste n'est pas assez précise et qu'il faut encore approfondir le travail technique. Par ailleurs, on apprend que l'État grec, contrairement aux engagements de campagne du nouveau gouvernement, va céder sa participation majoritaire dans le port du Pirée.

Mais le lundi 30, aucun accord n'est encore en vue. On attend d'abord dans quelques jours la réunion de « l'euroworking group » (groupe des directeurs du Trésor des pays de la zone euro) et ensuite la convocation d'un nouvel Eurogroupe lorsque les réformes arrêtées par le gouvernement grec seront conformes à l'accord du 20 février. *Les créanciers de la Grèce semblent rechercher non seulement, sur le plan économique, l'efficacité financière des réformes qu'ils exigent de la Grèce mais peut-être aussi, sur le plan politique, le renoncement du gouvernement grec à ses promesses électorales fondamentales.*

En cette fin de mois de mars, les résultats de la politique de QE de la BCE sont positifs : ont été rachetés par la BCE et les BCN 47,4 milliards d'euros de dette publique et le complément aux 60 milliards visés en titres privés. La Buba a racheté 11,06 milliards de titres allemands, la Banque de France 8,75 de titres français et la Banque d'Italie 7,60 de titres italiens.

Le taux de change euro-dollar a été le vendredi 27 de 1,0887 après avoir été de 1,0842 le 6, 1,0494 le 13 et 1,0819 le 20.

• Avril 2015 ->

Le mercredi 1^{er}, malgré qu'il ait opté pour une certaine modération lors de sa rencontre avec la chancelière A. Merkel la semaine dernière, le premier ministre grec A. Tsipras a mis en place une

commission parlementaire sur les réparations de guerre allemandes qui commence aujourd'hui ses travaux.

Ce 1^{er} avril également (et ce n'est pas non plus un « poisson d'avril »), la BCE augmente à nouveau le plafond de l'ELA aux banques grecques, qui souffrent toujours d'un grand manque de liquidités et qui doivent faire face à d'importants retraits depuis décembre 2014, lequel plafond passe à 71,8 milliards d'euros.

Le 2 avril, la BCE publie les « minutes » de la réunion de son Conseil des gouverneurs du 5 mars. Il en ressort une sorte de contradiction entre d'un côté le fait que la BCE veuille mettre en œuvre son QE fermement et sans hésitation et de l'autre un ensemble d'interrogations qu'elle se pose à la fois sur l'efficacité de cette politique non conventionnelle et sur la vigueur de la reprise qui s'amorce et qui pourrait en effet être contrainte par le manque de réformes structurelles dans beaucoup de pays, par l'effet récessif des mesures d'austérité prises par d'autres et par une remontée possible du prix du pétrole.

Le 13 avril, le Haut Conseil des Finances Publiques (HCFP) publie son avis sur les prévisions macroéconomiques gouvernementales associées au programme de stabilité pour les années 2015 à 2018, qui sera transmis à Bruxelles à la fin du mois, en même temps que le programme de réformes (l'avis du HCFP y sera joint lui aussi). Cet avis est plus optimiste que le précédent. Etant donné l'intérêt que présente l'analyse que propose cet avis, on en reproduit ci-après la synthèse :

« Depuis quelques mois, la France et la zone euro bénéficient d'une conjonction de facteurs qui devraient soutenir la croissance à court et à moyen terme, au premier rang desquels la forte baisse du prix du baril de pétrole et la dépréciation de l'euro. Le « policy mix » est également plus favorable, avec un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la BCE et un ajustement budgétaire dont le rythme moyen a fortement ralenti dans plusieurs pays européens. Si les ingrédients d'une reprise sont là, entraînant notamment un redressement de la consommation des ménages, ils ne se sont pas encore traduits par une hausse sensible de la production. Au-delà du rebond en cours, l'enclenchement d'une reprise durable dépendra du comportement des agents économiques et supposera un redémarrage de l'investissement, qui n'est pas encore perceptible. Les incertitudes sont nombreuses sur l'ampleur et la pérennité de la reprise économique, dans un contexte où les risques financiers se sont accrus. Ce contexte plaide pour que le scénario de finances publiques soit fondé sur des hypothèses prudentes. Le Haut Conseil estime que la prévision de croissance du Gouvernement de 1 % en 2015, inchangée par rapport au projet de loi de finances pour 2015, est désormais prudente, dans le contexte plus favorable créé par les fortes baisses du cours du pétrole et de l'euro. Les prévisions d'inflation et de masse salariale ont été à juste titre revues substantiellement à la baisse. Le Haut Conseil considère que, nonobstant les risques financiers, les prévisions de croissance pour les années 2016 à 2018 sont prudentes. Elles visent à assurer la crédibilité de la trajectoire nominale de finances publiques. Toutefois, le Haut Conseil s'interroge sur la pertinence d'un écart de production (écart entre la production effective et la production potentielle) très creusé pendant près d'une décennie et qui ne se réduirait pratiquement pas à l'horizon 2018, ce qui ne s'accorde pas avec l'accélération de l'investissement, de l'inflation et des salaires retenue par ailleurs dans le scénario du Gouvernement. Il estime qu'une hypothèse de croissance potentielle moins élevée aurait permis un début de résorption de l'écart de production. Pour la même trajectoire de déficit nominal, elle aurait conduit à un ajustement structurel moins important. Le Haut Conseil regrette enfin que la croissance potentielle, dont l'estimation est entourée de fortes incertitudes, ait été revue quelques mois seulement après l'adoption de la loi de programmation de décembre 2014. Cette révision rend peu lisible le partage entre les composantes conjoncturelle et structurelle du solde public et plus difficile l'analyse de la politique budgétaire ». Soulignons que dans le corps de son avis, le HCFP s'inquiète de l'utilisation que le gouvernement fait du concept de croissance potentielle : « Le Haut Conseil s'interroge sur la pertinence d'un écart de production (écart entre la production effective et la production potentielle) très creusé pendant près d'une décennie et qui ne se réduirait pratiquement pas à l'horizon 2018, ce qui ne s'accorde pas avec l'accélération de l'investissement, de l'inflation et des salaires retenue par ailleurs dans le scénario du Gouvernement. Il estime qu'une hypothèse de croissance potentielle moins élevée aurait permis un début de résorption de l'écart de production. Pour la même trajectoire de déficit nominal, elle aurait conduit à un ajustement structurel moins important. Le Haut Conseil regrette enfin que la croissance potentielle, dont l'estimation est entourée de fortes incertitudes, ait été revue quelques mois seulement après l'adoption de la loi de programmation de décembre 2014. Cette révision rend peu lisible le partage entre les composantes conjoncturelle et structurelle du solde public et plus difficile l'analyse de la politique budgétaire ». Le concept de croissance potentielle est fragile parce qu'il s'agit d'une variable non observable et que donc son estimation est incertaine. Et pourtant, c'est par son intermédiaire que l'écart de production est estimé pour porter un jugement sur la santé de l'économie et que le Pacte de discipline budgétaire de 2012 a fixé le déficit structurel maximal à 0,5%. Cela explique aussi que les chiffres qui en sont faits par le gouvernement français et par la Commission européenne soient différents (alors que les traités prévoient que c'est la Commission qui détermine le niveau de croissance potentielle des États membres) : pour les années 2014 à 2017, le premier table respectivement sur 1 ; 1,1 ; 1,5 et 1,5 alors que la Commission raisonne sur 1 ; 1 ; 1,1 et 1,2. On peut se demander s'il s'agit d'une différence d'appréciation « politique » de la part du gouvernement français dans la mesure où table sur une croissance potentielle plus élevée peut lui permettre de limiter les efforts budgétaires : d'ailleurs, M. Sapin fixe à 0,5 point la réduction structurelle des dépenses publiques, chaque année, de 2015 à 2017, alors que la Commission demande des réductions, certes de 0,5 point en 2015, mais de 0,8 en 2016 et de 0,9 en 2017. Or, réduire les dépenses de 0,8 point avec une croissance potentielle estimée à 1% demande plus d'efforts que de les réduire de 0,5 point avec une croissance potentielle estimée à 1,5% ; table sur une

croissance potentielle de 1,5% au lieu de 1% permet au gouvernement de faire moins d'économies structurelles que ce qui lui est demandé par Bruxelles.

Le jeudi 15 avril se tient la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE. Lors de sa conférence de presse, d'ailleurs interrompue par l'irruption sur sa table d'une militante du groupe féministe « les Femmes », armée de confettis, le Président Mario Draghi informe que la BCE ne modifie pas ses taux d'intérêt directeurs et se réjouit de l'efficacité du programme d'achat d'actifs élargi mis en œuvre le 9 mars. « Grâce à ces mesures, nous allons contribuer à une nouvelle amélioration des perspectives économiques, une réduction du ralentissement économique et une reprise de la croissance monétaire et du crédit. Ensemble, ces évolutions vont conduire à un retour durable de l'inflation vers un niveau inférieur à, mais proche de 2% sur le moyen terme et sous-tendront l'ancrage solide des anticipations d'inflation à long terme ».

Dès cette moitié du mois, il apparaît, au vu de la persistance des désaccords entre la Grèce et ses créanciers (au point que cela commence à secouer les marchés financiers), que l'Eurogroupe prévu à Riga le 24 ne pourra pas aboutir à un accord et qu'il ne servira sans doute qu'à faire le point et à tenter de faire réussir sa réunion suivante, prévue le 11 mai à Bruxelles. Cela ne fait que repousser toujours plus loin la solution et à augmenter par conséquent le risque d'un « Grexit ». Pour de nombreux observateurs, la date butoir cruciale est le 30 juin puisque c'est à cette date que se termine le deuxième plan de sauvetage (prolongé de 4 mois fin février). La Grèce doit rembourser près de 7 milliards d'euros au plus tard le 20 juillet, qui est donc une date-couperet (et il lui faudra rembourser plus de 4 milliards le 20 août, sans compter le paiement fin juillet des fonctionnaires et des retraites) : soit le pays fait défaut soit un 3^{ème} plan d'aide est négocié, soit encore un rééchelonnement des remboursements est accordé.

Les jeudi 16 et vendredi 17 se tient à Washington le « G20 Finances » : les ministres des finances et les banquiers centraux du G20 se félicitent de l'actuel climat de reprise, ce qui fait reculer le risque de déflation, mais s'inquiètent de la situation de la Grèce et de la volatilité des variables financières, que ce soit sur le marché des changes ou sur des marchés financiers.

Le dimanche 19, Le Monde publie sur son site Internet un article de Marie Charrel intitulé « Peut-on encore sauver l'euro » (http://abonnes.lemonde.fr/economie/article/2015/04/19/peut-on-encore-sauver-l-euro_4618812_3234.html), repris dans sa version papier en date du 21 avril, qui rejoint plusieurs arguments que nous développons plusieurs fois dans le présent document ainsi que dans la deuxième partie. Nous pouvons y lire en particulier : « Ils ont le blues. Économistes, politiques, citoyens : les europhiles qui, il y a quinze ans, pensaient que la monnaie unique apporterait prospérité et intégration sont aujourd'hui inquiets. Ils vacillent. « *L'euro de Maastricht ne fonctionne pas* », constate Agnès Bénassy-Quéré, du Conseil d'analyse économique (CAE). « *Nous avons commis beaucoup d'erreurs* », ajoute Henrik Enderlein, fondateur de l'Institut Jacques-Delors, à Berlin. « *Si c'était à refaire, il faudrait probablement s'y prendre différemment* », complète Jean Pisani-Ferry, président de France Stratégie, centre de réflexion rattaché à Matignon. Comme eux, nombre d'économistes dressent aujourd'hui le même constat : l'euro n'a pas tenu ses promesses. Loin de créer de la convergence, il a accentué les déséquilibres entre États. Loin d'éviter les crises, il a aggravé le choc de 2009. (...) Avant de reconstruire l'euro, encore faut-il en convenir : tout a commencé de travers. Quand le rapport Delors, en 1989, puis le traité de Maastricht, en 1992, ont jeté les fondations de la future monnaie unique, les experts étaient déjà conscients du problème : une union monétaire construite entre plusieurs pays sans budget, ni gouvernement commun, serait forcément bancal. Mais, à l'époque, le pari était le suivant : l'euro conduirait les États à plus d'intégration politique. Soit parce qu'ils le désireraient, soit parce que les crises les y contraindraient. « *C'est la méthode Monnet, et jusque-là, elle avait été un moteur efficace de la construction européenne* », explique Alexandre Delaigue, professeur d'économie à l'École spéciale militaire de Saint-Cyr ». Seulement, pour l'euro, la méthode Monnet n'a pas bien fonctionné. « *Nous avons sous-estimé les difficultés et surestimé la capacité des États à renoncer à plus de souveraineté* », reconnaît Guntram Wolff, patron du think tank bruxellois Bruegel. Si bien qu'entre 1999 et 2009, aucune des institutions nécessaires au meilleur fonctionnement de l'euro n'a été construite. A commencer par les mécanismes capables de prévenir les crises... ». Le Prix Nobel Joseph Stiglitz abonde en ce sens dans l'entretien qu'il a accordé au même quotidien : « Le problème fondamental est que l'euro est un projet politique, mais que, paradoxalement, la volonté politique de faire fonctionner la monnaie unique est absente. Il y avait à l'origine l'espoir que lorsqu'une crise surviendrait, cette volonté politique émergerait enfin, mais ce n'est pas arrivé. Bien au contraire, la crise a divisé les pays membres, alors que l'euro était supposé rassembler les Européens ».

Sur le site « economie.fr », Fabien Pirollo publiera le 11 mai un article où il montre que « les pays européens qui n'ont pas l'euro s'en sortent mieux » (<http://www.economie.fr/news-union-europeenne-pays-membres-zone-euro>). Certes, reconnaît-il, les pays de la zone euro ont mieux résisté à la crise des subprimes et de manière générale aux chocs exogènes et bénéficient de taux d'intérêt plus bas, ce qui est bon pour leurs finances publiques, mais les promesses de l'euro n'ont pas été tenues en matière de croissance globale, de dépenses d'investissement et de consommation, de

chômage et même de commerce intra-communautaire, variables pour lesquelles les pays de la zone euro réussissent moins bien.

Dans les statistiques d'Eurostat du taux de croissance du PIB réel (en %), on lit :

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
UE (28)	3,1	0,5	-4,4	2,1	1,7	-0,5	0,0	1,3
Zone euro (compo. variable)	3,0	0,5	-4,5	2,0	1,6	-0,8	-0,5	0,9
Allemagne	3,3	1,1	-5,6	4,1	3,6	0,4	0,1	1,6
France	2,4	0,2	-2,9	2,0	2,1	0,3	0,3	0,4
Italie	1,5	-1,0	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	-0,4

Le vendredi 24, tenue de l'Eurogroupe à Riga, et, comme prévu, aucun résultat tangible n'est obtenu. L'impression qui ressort de cette réunion est un mélange de lassitude générale, d'inquiétude face à la situation de plus en plus critique des finances grecques et même de colère devant tout le temps perdu et devant l'extrême urgence à trouver une solution. L'Eurogroupe exerce une pression de plus en plus forte sur le gouvernement grec pour qu'il réalise les réformes attendues, et en plus la BCE menace de revoir les modalités de sa fourniture de liquidités aux banques grecques.

Après l'échec de la réunion de Riga et après un entretien entre A. Tsipras et A. Merkel pendant le week-end, le premier ministre grec décide le lundi 27 un remaniement de son équipe de négociateurs avec les créanciers, en donnant moins d'importance au ministre des finances Y. Varoufakis qui constitue pour beaucoup un réel facteur de blocage (le coordonnateur de l'équipe est Euclide Tsakalotos, lui aussi professeur d'économie mais plus conforme dans son comportement à ce qu'attendent « les institutions », bien qu'il se revendique marxiste, qu'il soit membre du comité directeur de Syriza et qu'avec Varoufakis il soit sur la ligne définie par l'économiste historique Yannis Dragasakis, vice-président du gouvernement). Et le soir, lors d'un entretien télévisé, A. Tsipras livre plusieurs informations qui sont autant de concessions faites aux créanciers de son pays. Le mercredi 29, l'agence Moody's abaisse la note de la dette publique grecque à Caa2 à cause précisément de la situation de la négociation entre la Grèce et ses créanciers.

Le jeudi 30, la négociation reprend entre les responsables grecs et ceux du « groupe de Bruxelles » pour établir la liste des réformes qui conditionnent le versement de la dernière tranche de 7,2 milliards d'euros du 2^{ème} plan d'aide. Mais le mardi 5 mai des tensions se manifesteront à nouveau entre les deux camps.

Le taux de change euro/dollar est à 1,1214 le 30 avril, après avoir été à 1,0977 le 3, 1,0603 le 10, 1,0807 le 17 et 1,0868 le 24.

• Mai 2015 ->

Le mardi 5, la Commission européenne publie ses prévisions de croissance, qui expriment la réalité d'une certaine reprise : pour 2015 et 2016, elle prévoit respectivement pour la zone euro des taux de 1,5% et 1,9% (0,9% en 2014), pour l'Allemagne 1,9% et 2% (1,6% en 2014), et pour la France 1,1% et 1,7% (0,4% en 2014).

Le même jour, A. Tsipras attribue vertement l'échec des négociations à la coordination déficiente entre les « institutions » et, dès le lendemain, le mercredi 6, faisant souffler ainsi le froid et le chaud, multiplie les contacts téléphoniques pour faire avancer le dossier.

Également le 6, c'est la Présidente de la Fed qui fait souffler le froid : « la valorisation des marchés boursiers est aujourd'hui généralement assez haute. Il y a des dangers potentiels dans ce domaine ».

En même temps, on constate une remontée et du prix du pétrole et de l'euro et des taux souverains, donc a priori un renversement de l'alignement des planètes. Mais la hausse du prix du pétrole participe à l'élévation du taux d'inflation, donc à l'éloignement du risque déflationniste, et la remontée de l'euro de même que la hausse des taux souverains sont elles-mêmes la conséquence de l'amélioration des indicateurs de la zone euro (inflation et croissance). D'où a priori un jugement contrasté sur l'efficacité du QE de la BCE puisque d'un côté il a pour but d'abaisser les taux souverains et que

L'EURO

de l'autre il contribue à l'amélioration des indicateurs macroéconomiques, mais en réalité cela donne raison à la politique de M. Draghi parce que c'est la phase de baisse des taux souverains qui a permis dans un second temps de réaliser l'objectif final de redressement du niveau d'activité et du niveau d'inflation pour évacuer le risque de déflation. À propos des taux souverains, indiquons que les États européens lancent souvent des emprunts qui sont indexés sur l'inflation - la France a 12% de son stock de dettes souveraines ainsi indexées - en tablant sur une inflation durablement basse : si celle-ci remonte, ces États ne pourront pas bénéficier de la baisse des taux réels et il se pourrait même que ceux-ci augmentent...

Le jeudi 7, le parti conservateur obtient largement la majorité absolue aux élections législatives au 56^{ème} Parlement du Royaume-Uni. Son chef, David Cameron reste donc au 10 Downing Street. La question d'un referendum sur le maintien de la G.-B. dans l'UE va donc se poser puisqu'il l'avait promis en cas de victoire.

Il y a donc potentiellement au même moment le double risque d'un « Grexit » et d'un « Brexit ». Sur le plan économique, l'un et l'autre pourraient avoir des conséquences non négligeables pour la zone euro mais plutôt en termes psychologiques sur les marchés et politiques sur les opinions publiques, qu'en termes de performances économiques sur la zone euro étant donné que la G.-B. n'en fait pas partie (pas plus d'ailleurs que de la PAC ou de l'espace Schengen, ...) et que la Grèce ne représente que 1,6% du PIB (exprimé en euros PPA) des 28 pays de l'UE, soit 2,26% de celui de la zone euro (2014).

Le lundi 11, la réunion tant attendue de l'Eurogroupe à Bruxelles se termine sur un bilan mitigé : d'un côté, aucun accord n'est trouvé mais tout le monde s'accorde sur les progrès réalisés, sur la possibilité d'un accord d'ici la fin du mois et donc sur l'éloignement du risque d'un Grexit.

Le mercredi 13, l'INSEE publie la statistique de la croissance du PIB au 1^{er} trimestre 2015 qui est de 0,6% en volume après une stagnation au 4^{ème} trimestre 2014 (+0,1%, ce qui donne en moyenne annuelle pour 2014 une croissance identique à celle de 2013 de +0,4%), ce qui correspond à une bonne surprise (le Premier ministre Manuel Valls espère une croissance de 1,5% fin 2015, ce qui correspond au niveau qu'il faut pour envisager le renversement de la courbe du chômage...). Cette embellie s'explique par une double dynamique, celle de la consommation des ménages (effet-prix positif sur le pouvoir d'achat - en particulier la baisse du prix du pétrole représente pour la France un avantage évalué à 1 point de PIB - et effet-rattrapage par rapport à la stagnation antérieure) et celle des variations de stocks. Mais l'investissement recule de nouveau - de toute façon la demande des entreprises en investissements ne peut repartir que 2 à 3 trimestres après une progression de la demande de consommation des ménages -, les exportations ralentissent et les importations progressent essentiellement à cause de l'augmentation de la consommation, ce qui souligne le problème d'offre que ressent notre système productif ; d'où des effets forcément très limités sur l'emploi, sans parler du PIB par tête et de la consommation par tête qui sont toujours inférieurs à leur niveau d'avant la crise ni du creusement des inégalités. Il n'empêche que la Commission de Bruxelles se montre maintenant moins sévère avec la France, tout en lui demandant de poursuivre ses efforts de réforme, spécialement dans les domaines de l'évolution des salaires (question de la réévaluation du SMIC), du système de retraite, du droit du travail et de l'indemnisation du chômage, des dépenses sociales, de la fiscalité et des professions réglementées. Ces préconisations de la Commission rejoignent largement celles que fait Christian Mumssen, Directeur des bureaux européens du FMI, qui ajoute la réduction des effectifs de la fonction publique territoriale. Parmi les statistiques françaises publiées, on apprend que les prélèvements obligatoires, les dépenses publiques et la dette publique ont continué à augmenter en 2014 pour représenter en 2014 44,9% du PIB pour les premiers, 57,5% pour les secondes et 95,6% pour la troisième.

À propos de l'évolution du PIB par habitant en France, une étude du Trésor public de juin 2014 est intéressante : elle montre que le PIB par habitant français décroche par rapport aux autres pays développés depuis 40 ans. Nous en proposons des extraits :

« Entre 1975 et 2012, la France a vu son PIB par habitant progresser moins vite que la moyenne des pays de l'OCDE, en particulier par rapport aux États-Unis et, dans une moindre mesure, par rapport à l'Allemagne et au nord de l'Europe. La position de la France située en 1975 au-dessus de la moyenne des pays de l'OCDE, est maintenant de ce fait en-deçà de la plupart des grands pays développés, à l'exception de l'Italie et de l'Espagne.

Les facteurs sous-jacents à ce recul relatif de la France peuvent être identifiés à partir d'une décomposition comptable des différentes composantes du PIB par habitant : population en âge de travailler, taux d'activité, taux de chômage et productivité par tête.

S'agissant de la population en âge de travailler, la France présente sur l'ensemble de la période une démographie qui pénalise temporairement ses performances relatives en termes de PIB par habitant. La démographie devrait néanmoins

jouer positivement à l'avenir lorsque les moins de 15 ans d'aujourd'hui seront en âge de travailler. En ce qui concerne le taux d'activité, en particulier celui des jeunes et des seniors, le déficit de la France s'accroît sur l'ensemble de la période par rapport à la plupart des économies comparables de l'OCDE, notamment par rapport à l'Allemagne et aux pays du Nord de l'Europe, vis-à-vis desquels la France accuse également un déficit d'activité des femmes. Quant au taux de chômage, il est plus élevé en France que dans la moyenne des pays de l'OCDE depuis le milieu des années 1980.

Pour ce qui est de la productivité, l'évolution est plus contrastée. La France accroît son avance en termes de productivité par tête jusqu'au début des années 1990 grâce au dynamisme de sa productivité horaire. Mais, depuis les années 1990, la stagnation relative de la productivité horaire en France, ainsi que la poursuite du recul des heures travaillées par tête, jouent négativement. Il en résulte un rattrapage de productivité par tête des autres économies de l'OCDE (en particulier le Royaume-Uni et les pays du nord de l'Europe) ainsi que l'avance grandissante des États-Unis.

Au total, depuis une quarantaine d'années, la France présente un déficit annuel moyen de croissance du PIB par habitant de 0,4 point par rapport aux pays de l'OCDE, lié à la démographie à hauteur de 0,1 point et au taux d'emploi (taux d'activité et taux de chômage) à hauteur de 0,2 point. Sur l'ensemble de la période, la contribution de la productivité par tête au déficit de croissance est globalement nulle. En revanche, depuis le milieu des années 1990, les gains de productivité horaire en France ne suffisent plus à compenser le recul des heures travaillées et la moindre productivité par tête explique l'essentiel du déficit de croissance par rapport à la moyenne des pays de l'OCDE depuis vingt ans (0,5 point) ».

Le dimanche 24, Podmos, le parti anti-austérité, est devenu le 3^{ème} parti politique espagnol du pays lors des élections locales, ce qui met fin au bi-partisme en place en Espagne depuis 40 ans. Podemos pourrait remporter les mairies de Madrid et de Barcelone. Si Podemos confirme sa progression lors des élections législatives en novembre, la physionomie politique de l'Europe du Sud en serait significativement changée.

Le mercredi 27, contradiction entre les déclarations grecques selon lesquelles la rédaction d'un accord est en cours, et celles des créanciers, beaucoup moins optimistes, pour qui les négociations n'ont pas beaucoup progressé. Pour que la situation se dénoue, il faut qu'un Eurogroupe puisse se réunir au plus tard le 5 juin (sans parler de la validation nécessaire par certains parlements nationaux dont le Bundestag) et entériner un accord pour qu'en particulier la BCE remette en route en faveur de la Grèce le dispositif qu'elle a suspendu en février (indiquons que selon le règlement du FMI les pays retardataires ont un mois pour régler leur dette avant que la Direction générale n'avertisse le Conseil d'administration du défaut et ils ont 3 mois après le premier impayé pour honorer leurs engagements avant que ne leur soit limité l'accès aux fonds du FMI).

Du 27 au 29, réunion à Dresde en Allemagne des ministres des finances et des banquiers centraux du G7 (en présence aussi du Président de la BCE, de la Directrice générale du FMI, du Commissaire européen pour l'économie, du Président de l'Eurogroupe et, innovation, de 7 économistes invités par le ministre des finances allemand pour débattre de la croissance et de la régulation de la finance : Alberto Alesina, Nouriel Roubini, Jaime Caruana, Robert Schiller, Martin Hellwig, Larry Summers, Kenneth Rogoff), avec plusieurs sujets à l'ordre du jour (l'état de la croissance mondiale, avenir international de la monnaie chinoise, lutte financière contre le terrorisme, contre aussi l'évasion et l'optimisation fiscales, ...) mais la situation de la Grèce est dans tous les esprits et obscurcit la fin des débats. Christine Lagarde déclare même à un journal allemand que la sortie de la Grèce est « une possibilité », sans que cela ne mette fin pour autant à la zone euro. Le FMI reste toujours ferme sur les questions des retraites grecques qu'il faudrait encore diminuer et du déficit grec prévu pour 2015 qui nécessiterait de nouvelles économies. À propos du FMI, notons que son chef économiste et directeur de la recherche économique Olivier Blanchard vient d'annoncer qu'il quittera l'Institution internationale en septembre ; il rejoindra en octobre le Peterson Institute for International Economics, très célèbre think tank de Washington.

Le 29 au soir, David Cameron commence à Paris sa tournée des capitales européennes pour discuter avec ses homologues de l'avenir de l'UE et de ses traités, dans la perspective du referendum qu'il a promis à ses concitoyens sur le maintien de la Grande-Bretagne dans l'Union européenne. L'objectif de D. Cameron est d'obtenir de ses partenaires de nouvelles concessions (après celles obtenues par Thatcher en 1988) qui lui permettront de défendre le « oui » (cette démarche de D. Cameron s'inscrit dans la logique de son discours fait en janvier 2013 à La Haye, précisément comme M. Thatcher en 1988, pour donner le change à l'aile eurosceptique de son parti).

Dans le Journal du Dimanche du 31 mai, le ministre de l'économie française E. Macron se déclare favorable à une Europe à deux vitesses et à une « avant-garde de la zone euro » allant « vers plus de solidarité et d'intégration : un budget commun, une capacité d'endettement commune et une convergence fiscale ».

Ce point de vue va dans le sens de la proposition de gouvernement économique pour la zone euro que

viennent de faire F. Hollande et A. Merkel dans une lettre envoyée à J.-C. Juncker. L'idée d'un gouvernement économique est un « serpent de mer » depuis longtemps : elle a été évoquée dès 1991 par P. Bérégovoy pour faire contrepoids au pouvoir donné à la BCE dans le traité de Maastricht qui était en préparation, puis à nouveau en 2008 par N. Sarkozy, mais dans les deux cas l'Allemagne s'y est opposée. C'est un fait nouveau et important que cette fois-ci l'Allemagne s'associe à la France.

Sur le marché des changes, l'euro cote le 29 1,0991, après avoir coté 1,1201 le 1^{er}, 1,1199 le 8, 1,1451 le 15 et 1,1023 le 22. La baisse de l'euro par rapport au dollar est de 17% depuis janvier 2013 (la baisse du rouble est de 40%) : on voit là l'effet - effet papillon – de l'annonce faite en mai 2013 par la Fed d'un arrêt possible de sa politique de QE.

• Juin 2015 ->

Dans son édition parue lundi 1^{er} (mais datée du mardi 2), le journal Le Monde publie un article du Premier ministre Alexis Tsipras où on peut notamment lire : « si nous ne sommes pas encore arrivés à un accord avec nos partenaires, ce n'est pas à cause de notre intransigeance ou de positions incompréhensibles. Cela serait plutôt à cause de l'obsession de certains représentants institutionnels qui insistent sur des solutions déraisonnables en se montrant indifférents à l'égard du résultat démocratique des récentes élections législatives en Grèce ainsi qu'à l'égard des positions d'institutions européennes et internationales qui se disent prêtes à faire preuve de flexibilité pour respecter le verdict des urnes ».

Ce même lundi 1^{er}, en soirée à Berlin, se retrouvent de manière impromptue avec A. Merkel, F. Hollande, Ch. Lagarde, M. Draghi et J.-C. Juncker pour parler soi-disant d'économie numérique mais en réalité du dossier grec : ils décident de « travailler avec beaucoup d'intensité et rester en contact entre eux et avec le gouvernement grec » et veulent avoir une position commune permettant de faire une ultime offre à la Grèce.

Le mercredi 3, réunion-dîner à Bruxelles entre le Président de la Commission, celui de l'Eurogroupe et le Premier ministre grec : réunion constructive mais des différends subsistent... Il est remis à ce dernier une proposition d'accord faite par les créanciers.

Le jeudi 4, autrement dit la veille du jour où elle doit rembourser au FMI 300 milliards d'euros, la Grèce décide, certes comme le règlement du FMI le permet, de rembourser le FMI en fin de mois pour l'ensemble des sommes dues au titre de juin, soit 1,6 milliard euros. Mais cela prend les créanciers à contre-pied et les partenaires européens de la Grèce comptaient sur un accord cette semaine. C'est une façon pour le gouvernement d'A. Tsipras, de plus en plus critiqué par ses partisans, de repousser encore une fois à plus tard le compromis nécessaire avec ses créanciers pour obtenir la tranche de 7,2 milliards dont le pays a besoin.

Le vendredi 6, Alexis Tsipras fait devant le Parlement grec un discours offensif dans lequel il rejette la proposition des créanciers faite à la Grèce qui lui a été remise le mercredi à Bruxelles et qui, selon lui, traduit une « volonté d'humilier et de faire plier un peuple ». *A. Tsipras est complètement coincé entre des créanciers relativement exigeants et sa majorité désireuse de rompre avec eux, le tout dans un contexte de moins en moins clair : les créanciers ne forment plus un ensemble homogène, le FMI étant plus ferme que les autres, et la majorité d'A. Tsipras se disloque à mesure que se déroulent les négociations.*

Par ailleurs, le début de mois de juin est marqué par une grande instabilité des marchés financiers, avec une remontée brutale du taux du Bund allemand à 10 ans (en frôlant le jeudi 4 la barre de 1% à 0,965 alors qu'il était à 0,481 le 1^{er}), taux qui sert d'indicateur - et de valeur refuge - pour les marchés obligataires en particulier et pour les Bourses en général (le CAC40 est passé sous le seuil des 5000 points le jeudi). Le mercredi, le Président de la BCE, M. Draghi, avait dit que « nous allons devoir s'habituer à une volatilité plus élevée » : *drôle de déclaration pour un des banquiers centraux et non des moindres qui ont intégré pourtant l'objectif de stabilité financière. À la lumière de ces événements, on est en droit de se poser la question du bien fondé de la politique monétaire de taux bas et de QE menée par les principales Banques centrales : ne favorise-t-elle pas trop le financement à crédit de l'économie au point de faire courir le risque d'une nouvelle crise financière par excès d'endettement (privé et public) et par la formation de bulles spéculatives ? En tous les cas, les réactions des marchés traduisent une certaine contradiction entre les signaux donnés aux investisseurs d'un côté par les Banques centrales qui restent fidèles à leur politique de taux bas et de l'autre par les résultats macroéconomiques en termes de reprise à la fois de l'activité et de l'inflation. Certains n'hésitent pas à mettre en cause l'indépendance des Banques centrales en considérant que les Banques centrales sont devenues de fait très dépendantes des marchés et remarquent malicieusement*

L'EURO

que deux anciens Présidents de la FED - A. Greenspan et Ben Bernanke - ont rejoint des hedge funds. Indiquons que pour la France, fin 2014 et en % du PIB, le taux d'endettement des APu était de 95% (contre 65,5% au 1^{er} trimestre 2007), que celui des ménages était de 55,1% et celui des SNF de 66,5%, soit plus de 121% pour les agents non financiers privés (contre 95,6% au 1^{er} trimestre 2007). Indiquons aussi que le marché des devises est lui aussi bousculé en ce début juin : en particulier, l'euro connaît également des soubresauts à la hausse.

Les 7 et 8, réunion du G7 à Elmau en Allemagne. Le principal point prévu à l'ordre du jour est la question du réchauffement climatique (les 7 pays les plus riches du monde confirment leur engagement de « maintenir la hausse de la température moyenne dans le monde au-dessous de 2 degrés Celsius ») mais le Président de la Commission européenne et le Président des États-Unis lui substituent de fait celle de la dette grecque, le premier étant irrité par le comportement d'A. Tsipras ces derniers jours et le second étant soucieux des conséquences du manque de compromis entre la Grèce et ses créanciers sur la stabilité des marchés financiers.

Le lundi 8, le gouvernement grec adresse à la Commission européenne des contre-propositions à celles faites par les créanciers.

En l'état actuel des négociations, il apparaît que les créanciers de la Grèce prônent plutôt un allongement du plan d'aide actuel, les uns jusqu'à l'automne, les autres jusqu'à la fin du premier trimestre 2016, tandis que les Grecs souhaitent plutôt un nouvel accord qu'ils appellent d'ailleurs un « new deal », comportant en particulier une renégociation de la dette.

Tous les jours qui suivent, les négociations se suivent et se ressemblent : elles échouent totalement et se crispent même de plus en plus ; plus la fin du mois approche (fin du 2^{ème} plan d'aide avec le possible versement à Athènes de 7,2 milliards d'euros et versement de 1,6 milliard d'euros à faire au FMI, sans parler des 3,5 milliards à verser à la BCE au plus tard le 20 juillet) et plus l'éventualité d'un « grexit » est considérée comme probable (les réactions négatives des Bourses et le pessimisme qui gagne manifestement les instances européennes en sont des preuves). Pourtant, cette issue aurait des conséquences gravissimes si l'on en croit plusieurs experts, comme en particulier David Amiel et Paul-Adrien Hyppolite, élèves en économie à l'ENS de la Rue d'Ulm, qui fait paraître une tribune dans Le Monde du mercredi 10. Étant donné l'intérêt que présente leur analyse, nous en donnons ci-après de larges extraits :

« (...) Le " Grexit " ne mettrait pas un point final à la question des dettes intra-européennes. Au contraire, il la ferait ressurgir avec une intensité multipliée. Précisons.

Pour être efficace, un retour à la monnaie nationale devrait être le plus complet possible. Non seulement les salaires seraient alors payés en drachmes, mais l'épargne, les prêts, et plus généralement toutes les formes de contrats impliquant des résidents grecs, aujourd'hui libellés en euros, devraient demain être convertis. Mais les Grecs risquent de se heurter ici à une contrainte juridique fondamentale. Le gouvernement peut certes, en vertu du principe de droit international dit de *lex monetae*, convertir en drachmes les contrats qui tombent sous sa juridiction. Mais toutes les dettes émises sur les marchés internationaux et soumises au droit de pays étrangers (notamment anglo-saxons) resteraient dues en euros ou, le cas échéant, en devises étrangères.

Selon nos calculs, environ 95% de la dette publique grecque est ainsi aujourd'hui en loi étrangère, suite à la restructuration de 2012. C'est le cas également de 99,6% de la dette de marché des grandes sociétés grecques qui empruntent depuis des sociétés " offshore " sans activité économique à Londres, à Jersey ou dans les îles Caïmans. Nombre d'acteurs de l'économie du pays risqueraient alors de se fracasser sur un mur financier : comment rembourser des dettes au prix fort quand on perçoit désormais des recettes dans une monnaie dévaluée d'au moins 50% par rapport à l'euro ?

Dans une étude réalisée pour la conférence " A New Growth Model for the Greek Economy " (" Un nouveau modèle de croissance pour l'économie grecque ") qui s'est tenue à Athènes le 3 juin 2015, nous avons précisé l'ampleur de ce problème. Certes, les ménages et la plupart des entreprises non financières, opérant essentiellement à l'intérieur du système financier national et possédant plus d'actifs que de dettes à l'étranger, seraient relativement épargnés dans l'immédiat.

En revanche, les banques grecques, n'ayant plus accès aux liquidités de l'eurosysteme dont elles dépendent pour assurer leurs opérations quotidiennes, seraient incapables de rembourser ces prêts. Pour une dévaluation de 50 % par exemple, le sauvetage du système bancaire nécessiterait l'injection immédiate de plus de 40 milliards d'euros par le gouvernement grec. La crise s'étendrait instantanément à la banque centrale.

Face aux défauts des banques, celle-ci saisirait le collatéral, c'est-à-dire les actifs des banques grecques sur lesquels les octrois de liquidité sont actuellement gagés. Malgré cela, elle verrait son actif se déprécier considérablement sous le double impact de la dévaluation des actifs domestiques en loi grecque – désormais convertis en drachmes – et de la restructuration quasi certaine des titres émis ou garantis par le gouvernement.

Nous avons estimé à 70 milliards d'euros les pertes nettes qu'enregistrerait la banque centrale grecque sur le collatéral des banques domestiques en cas de sortie de l'euro. Elle ne pourrait alors plus rembourser les trois quarts de la dette due aux autres banques centrales de la zone euro (dite " Target 2 "), qui s'élève aujourd'hui à 100 milliards d'euros. A terme, les créanciers européens supporteraient donc également une partie du coût de la dévaluation des actifs privés grecs.

Il faudrait alors que les Européens acceptent, ou bien de fournir une assistance temporaire à Athènes, ou bien de mettre

L'EURO

en place une restructuration/redénomination des dettes privées en loi étrangère. En somme, le " Grexit " n'aurait fait que transformer une crise de la dette publique en une crise de la dette privée, plus difficile à résoudre, à la fois techniquement, financièrement et politiquement. Techniquement, car elle serait d'une nature économique et juridique absolument inédite. Financièrement, car les montants en jeu seraient bien plus élevés que ceux dont il est actuellement question. Politiquement, car le dernier îlot de confiance mutuelle, fondé sur l'attachement commun au " projet européen ", aurait été englouti.

La leçon est claire. Il n'existe aucune façon, à l'heure de l'intégration monétaire et financière, d'échapper à un compromis raisonnable entre États. Chacun doit, le plus rapidement possible, prendre ses pertes : l'intransigeance comporte pour tous des risques incalculables (...).

Profitons de ce large extrait de cet excellent article pour en proposer un autre, également excellent, (Le Monde daté du 18 juin), de Xavier Ragot, sur le paiement de la dette souveraine :

« Qui paiera pour les dettes publiques ? Plus important encore : qui décidera qui va payer ?

Une première solution est de faire payer les générations futures. Il suffit pour cela soit de laisser l'endettement public augmenter, par exemple dans les pays du sud de l'Europe, soit de restructurer les dettes publiques pour allonger leur maturité. Cette option pourrait être moins scandaleuse qu'il n'y paraît, si une croissance économique élevée devait faire décroître le coût futur de la dette par rapport au revenu disponible. C'est d'ailleurs ce choix qui avait été fait par les pays européens dans l'après-guerre. Mais il semble aujourd'hui injuste pour deux raisons. Tout d'abord, la croissance future pourrait être durablement faible dans les années à venir : les innovations dans le domaine du numérique, par exemple, pourraient ne pas générer une croissance élevée des recettes fiscales ; la « *stagnation séculaire* » nous guette. D'autre part, les générations futures devront déjà payer le coût de la transition énergétique et des conséquences du changement climatique. Leur infliger une double peine pourrait passer pour l'égoïsme d'une génération.

Il reste trois autres options : le défaut, la monétisation et la mutualisation.

Le défaut sur les dettes publiques n'est pas inconcevable. Cela correspond à une taxe sur les détenteurs de la dette publique. Au lieu de les taxer pour leur payer ensuite les intérêts sur la dette, les intérêts ne sont simplement pas payés. Comme les détenteurs de la dette publique sont les ménages les plus riches, cette taxe est globalement une taxe progressive sur la richesse. Mais il est possible qu'un défaut souverain affecte principalement les classes moyennes, car les ménages les plus riches sont plus aptes à protéger plus rapidement leur richesse. Par exemple, peu de ménages français se sont posé la question du sort de leur assurance-vie en cas de défaut de pays européens. Ensuite, un défaut souverain peut mettre en faillite des banques saines, mais qui possèdent des quantités importantes de dettes publiques. Les avancées de l'union bancaire et de la réglementation financière européenne réduisent ce risque, mais l'expérience de la faillite de Lehman Brothers aux États-Unis montre que l'on n'en maîtrise pas tous les effets.

La monétisation est une hypothèse de plus en plus discutée parmi les économistes. Les banques centrales, nationales ou européenne, pourraient acheter massivement les dettes publiques pour les effacer, les États ne payant pas les banques centrales ou les payant avec la monnaie créée par les banques centrales elles-mêmes.

En réalité, les dettes publiques ne sont pas effacées, mais payées par d'autres. Car si les États ne paient pas les banques centrales, celles-ci vont générer moins de ressources et donc moins de profits. Comme les profits des banques centrales sont distribués aux États – ce que l'on appelle la rente de seigneurage –, cela revient à diminuer les ressources des États et donc à faire payer les contribuables nationaux.

Si la dette publique est payée par la création monétaire, cela générera de l'inflation, qui est une taxe sur la monnaie détenue par les ménages. Si une hausse de l'inflation est aujourd'hui souhaitable, les effets redistributifs de la taxe inflationniste sont en revanche mal connus. Cette taxe semble être progressive, mais il n'est pas sûr qu'elle affecte les revenus les plus élevés. L'intérêt de la monétisation est cependant qu'elle est moins visible : le rachat des dettes par les banques centrales ne demande pas de débat au Parlement, par exemple.

La mutualisation est la dernière option. Imaginons que les pays européens n'émettent plus de nouvelle dette, mais que toute nouvelle dette soit émise directement au niveau européen, sous forme d'« *eurobond* » par exemple. Les intérêts sur cette nouvelle dette seraient payés par un nouvel impôt européen sur le revenu, permettant de diminuer les impôts nationaux. Dès lors, ce sont les détenteurs des revenus les plus élevés en Europe (les Allemands par exemple) qui paieraient pour les budgets publics déficitaires. Alors que les Allemands ont choisi de faire décroître rapidement leur dette publique et que leur population se réduit, on devine qu'il pourrait être difficile de les convaincre de payer pour les autres. Il faut soit montrer que les efforts sont justement partagés au nom d'une solidarité européenne, soit que la survie de la zone euro est en jeu et qu'il y va de leur intérêt particulier de participer à l'effort commun.

Où placer le curseur entre les trois options ? Certes, l'efficacité économique de chacune d'entre elles est différente. Mais la question n'est pas là. L'impôt, explicite ou implicite, renvoie à une vision de la justice sociale : la contribution de chacun et chacune aux besoins publics. La solution choisie est moins importante que le débat qui permettra d'accepter, ou pas, cet impôt futur. Car quelle que soit l'option retenue, les intérêts sur les dettes publiques européennes seront en très grande partie payés par les citoyens européens ».

À la suite de ces deux articles, et après les nombreux commentaires faits tout au long de ces lignes consacrés depuis 2010 à la crise grecque, il apparaît que nous sommes en pleine irrationalité car la zone euro traverse une crise majeure alors que la Grèce pèse moins de 2% du PIB de la zone euro (ce qui n'empêche d'ailleurs pas la crise des finances grecques d'être un facteur important d'instabilité du marché financier mondial), que la question de son insolvabilité, qui date maintenant de fort longtemps (sans remonter pour autant à ses précédents historiques du 19^{ème} siècle), porte aujourd'hui

L'EURO

sur moins de 2 milliards d'euros, ce qui est une part dérisoire des 322 milliards de sa dette publique globale, d'où son « irremboursabilité » et son inéluctable restructuration, et que, tout en rappelant que la crise financière de la Grèce trouve son origine dans l'inexistence d'un véritable État et dans l'incurie de ses gouvernements successifs, la politique d'austérité imposée par les créanciers de la Grèce est maintenant contreproductive : le destin de la Grèce et de son peuple se trouve en définitive entre les mains d'institutions et de technocrates et cela pose la question cruciale de la démocratie. Il y a une grave crise de légitimité : comment alors espérer qu'il puisse y avoir un réel sentiment d'appartenance à l'Europe de l'ensemble de ses citoyens ? Leur mobilisation est le seul véritable enjeu pour la survie de la zone euro et de l'UE tout entière (dans le même esprit, dans Le Monde daté du jeudi 26 juin, Jürgen Habermas fera paraître une tribune intitulée « La scandaleuse politique grecque de l'Europe » et Cécile Ducourtieux une chronique intitulée « Grèce : à qui profite l'accord ». Nous recommandons la lecture de l'une et de l'autre).

Deux remarques :

. En ce qui concerne la dimension contreproductive de la politique « austéritaire » imposée par les institutions internationales aux pays européens en difficulté, les cas irlandais, portugais et chypriote montrent que le jugement doit être balancé : on peut dire de manière un peu cavalière que si les peuples ont payé, les réformes aussi ont fini par payer puisque leur économie est maintenant en bien meilleure santé. La question qui se pose est donc de savoir si ce rétablissement économique n'a pas été trop chèrement payé sur le plan social.

. En ce qui concerne la restructuration de la dette grecque, il est d'abord intéressant de connaître le point de vue qu'exprimera le 29 juin lors d'un entretien accordé au journal « Les Échos » par Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE : « la dette grecque a été aménagée à trois reprises, depuis 2012. En cumulant la restructuration et le rachat de la dette privée puis la révision de la maturité et des taux d'intérêt des prêts européens, ce sont plus de 100% de PIB d'allègements de dette qui ont été consentis. La charge de la dette grecque représente 4% du PIB, moins qu'en Italie ou en Espagne. La question n'est donc pas de savoir s'il faut réaménager la dette mais s'il est utile pour la Grèce de la réaménager une quatrième fois. Le plus important pour l'avenir de la Grèce, c'est de recréer de la croissance ». Ensuite, il faut reconnaître que l'Eurogroupe se montre trop rigide depuis le début des négociations avec la Grèce en ne faisant porter celles-ci que sur l'ajustement budgétaire et en refusant d'évoquer la question pourtant incontournable de la restructuration. D'un autre côté, il faut savoir que depuis son adhésion à l'UE, la Grèce bénéficie de transferts grâce aux fonds structurels et à la PAC qui représentent annuellement 4 à 5% de son PIB, sans parler de la baisse des taux d'intérêt dont elle bénéficie depuis qu'elle est dans la zone euro et qui représente un bonus de plus de 2% de son PIB. D'où la possibilité pour elle d'une sorte de « syndrome hollandais » (rappelons qu'un syndrome hollandais est l'ensemble des mécanismes qui affectent paradoxalement de façon négative la croissance d'un pays bien doté en ressources (naturelles pour le cas de la Hollande)).

Précisons ici que la Grèce doit 42,4 milliards d'euros à la France (56,5 à l'Allemagne), sans compter la quote part française de la dette que la Grèce a envers la BCE ; ce qui aboutirait à un risque de perte totale de 68 milliards (mais sur plusieurs décennies). Précisons aussi que la BCE est exposée au risque grec pour une somme globale de 136 milliards d'euros (116 milliards de prêts accordés aux banques grecques et 20 milliards d'encours dans le cadre du programme SMP).

Les créanciers de la Grèce n'acceptent plus les tergiversations du gouvernement d'A. Tsipras, lequel va jusqu'à dire que « nous attendrons patiemment jusqu'à ce que les institutions se rallient au réalisme ». Pourtant celles-ci ont fait un réel effort, en particulier en ramenant l'exigence d'excédent primaire pour 2015 de 3,5% à 1% du PIB. Il faut noter au passage que les efforts consentis par les Grecs jusqu'ici ont commencé à porter leurs fruits si l'on se réfère au solde budgétaire structurel primaire : en 2014, les 5 pays qui ont dégagé l'excédent primaire le plus positif sont, en % du PIB, et dans l'ordre décroissant : la Grèce (+4,3), Chypre (+4,3), le Portugal (+4,2), l'Italie (+3,7), l'Allemagne (+2,9) ; la France fait partie des pays qui enregistrent un solde structurel primaire négatif : -0,4, et entre 2010 et 2014 ses efforts en termes de finances publiques ont été pratiquement 3 fois moins importants que ceux du Portugal ou de la Grèce. Pour tenter de sortir de l'impasse dans laquelle A. Tsipras se trouve, coïncé qu'il est entre les exigences des créanciers et celles de son parti, l'opinion grecque étant elle-même désireuse à la fois de tourner le dos à l'austérité et de rester dans la zone euro, le gouvernement grec semble ne pas redouter l'échec des négociations techniques parce qu'il compte au final sur un compromis politique in extremis avec ses partenaires européens ; comme le prouve la multiplication ces jours-ci des réunions de M. Tsipras avec Mme Merkel, M. Hollande et M. Juncker. C'est pourquoi « la » solution pourrait être trouvée non pas tellement lors de l'Eurogroupe du 18 juin mais plutôt lors du Conseil européen des 25 et 26. D'ailleurs, pour préparer ce Conseil, les 4 présidents (celui de la Commission, celui de l'Eurogroupe, celui du Conseil européen et celui de la BCE) établissent en ce milieu de mois un projet de rapport montrant la nécessité de

renforcer l'UEM, et proposent pour cela non seulement de mieux utiliser les traités existants pour accroître la coordination économique mais aussi de modifier si nécessaire les traités pour pousser plus loin l'intégration. De nouveaux critères de convergence pourraient ainsi être définis, notamment en matière de compétitivité et de cohésion sociale. Par ailleurs, une réunion de l'ensemble des directeurs du Trésor de la zone euro est prévue le jeudi 11 : iront-ils jusqu'à imaginer un « plan B » ? Mercredi 10 et vendredi 12, l'agence S&P baisse de la même façon (de CCC+ à CCC, avec une perspective négative) la note de la dette souveraine de la Grèce et celle de 4 grandes banques grecques, qui, selon l'agence, pourraient tomber en faillite dans les 12 mois si aucun accord n'était trouvé entre la Grèce et ses créanciers, à cause en particulier des retraits très importants et croissants qu'elles enregistrent depuis plusieurs mois, surtout que la Grèce ne dispose pas de loi pour contrôler les mouvements de capitaux.

Mardi 16, jugement de la Cour de justice de l'UE (CJUE) déclarant compatible avec le droit de l'UE le dispositif de la BCE de rachat de dettes souveraines, l'OMT. La Cour constitutionnelle allemande va alors devoir trancher définitivement la question de savoir si l'OMT est conforme à la Constitution allemande.

Le mercredi 17, la Présidente de la Fed Janet Yellen confirme que les taux directeurs américains remonteront bel et bien ; ils le feront de manière lente et modérée mais rien n'est dit sur le calendrier du début de cette remontée. Cela prouve indirectement qu'il y a des doutes sur la santé de l'économie des États-Unis.

Le jeudi 18, comme anticipé, la réunion de l'Eurogroupe aboutit à un échec. D'où, la fixation pour le lendemain d'une réunion des banquiers centraux et pour le lundi 22 d'une réunion exceptionnelle du Conseil qui sera précédée d'une autre réunion de l'Eurogroupe.

Pour la Directrice générale du FMI, Christine Lagarde, « l'urgence est de rétablir le dialogue, avec des adultes dans la pièce ».

Le lundi 22, réunion successivement de l'Eurogroupe et du Conseil européen. Avec ce Conseil, l'optimisme semble renaître même si aucun accord n'est vraiment obtenu mais les progrès réalisés, notamment grâce aux nouvelles propositions du gouvernement grec sur les retraites, les impôts sur les sociétés et sur la TVA, laissent penser qu'un accord sera possible lors de la réunion du Conseil des 25 et 26, avec une réunion préalable de l'Eurogroupe la veille ; d'où une réaction euphorique des marchés. Mais le timing est d'autant plus serré pour que la Grèce puisse percevoir le reliquat du second plan d'aide (7,2 milliards d'euros), absolument nécessaire pour payer l'échéance du 30 juin au FMI (1,6 milliard) ainsi que les fonctionnaires et retraités grecs (en sachant d'ailleurs que 30% des fonctionnaires partent à la retraite avant 55 ans, et que les fonctionnaires représentaient avant la crise un quart de la population active...), que plusieurs parlements nationaux doivent être consultés sur l'accord qui pourrait être trouvé. De surcroît, les 7,2 milliards de reliquat d'aide ne sont pas suffisants face aux échéances qui sont inscrites dans le calendrier de l'année : jusqu'en septembre, la Grèce doit rembourser 8,6 milliards et jusqu'à la fin de l'année c'est presque 12 milliards qu'elle doit ; et il est difficile de compter sur les 10 milliards du fonds hellénique de stabilité financière puisque sa vocation est de recapitaliser les banques en cas de difficultés ; or, ce sont 6 milliards environ qui ont été retirés par les Grecs aux guichets bancaires lors de la seule semaine dernière (avec l'Allemagne comme destination préférée des transferts de capitaux) : c'est un début de panique bancaire (« bank run »).

Lundi 22 également, à nouveau, comme déjà de nombreuses fois au cours des semaines précédentes, et c'est la troisième fois depuis seulement mercredi dernier, la BCE augmente le niveau de son aide d'urgence (ELA) aux banques grecques. Mais l'octroi de ces ELA doit répondre à deux conditions : il faut que le pays considéré bénéficie d'un programme d'aide et que ses banques soient solvables.

Toujours le 22, publication du « rapport des cinq présidents » pour « compléter l'Union économique et monétaire européenne » (Juncker, Tusk, Dijsselbloem, Draghi et Schulz) : http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_fr.pdf En fin de son introduction, on lit : « Compléter l'UEM n'est pas une fin en soi ; c'est un moyen de créer les conditions d'une vie meilleure et plus équitable pour tous les citoyens, de préparer l'Union aux futurs défis mondiaux et de permettre à chacun de ses États membres de prospérer ».

Mercredi 24, la réunion de l'Eurogroupe est un échec ; ses participants se quittent au bout d'une heure à peine ! Une nouvelle réunion est programmée pour le lendemain en milieu de journée, avant que

les chefs d'États et de gouvernements se retrouvent en Conseil.

Les jeudi 25 et vendredi 26, nouvel échec de l'Eurogroupe et le Conseil européen, en plus de l'échec sur la question mise initialement au centre de son ordre du jour, celle des migrants, n'a pas tout le temps prévu pour traiter du cas grec parce que le Président Hollande quitte la réunion en fin de matinée du 26 pour rejoindre la France qui vient de connaître un nouvel attentat terroriste. Une nouvelle réunion de l'Eurogroupe doit donc se tenir le lendemain 27.

Ce même Conseil européen du 26 donne à Jacques Delors le titre de Citoyen d'honneur de l'Europe. Dans la nuit du 26 au 27, Alexis Tsipras annonce lors d'une très courte allocution-surprise à la télévision un referendum pour le 5 juillet sur les propositions des créanciers de la Grèce, en considérant que celles-ci constituent un ultimatum et qu'elles « sapent la relance de la société et de l'économie grecques ». Le principe de ce referendum, loin de vouloir remettre en cause l'appartenance de la Grèce à la zone euro, est de renforcer le pouvoir de négociation du gouvernement grec. C'est non seulement un coup de poker de la part du Premier ministre grec mais c'est aussi un épisode qui aura forcément un impact incalculable sur les relations entre les partenaires européens et par conséquent sur l'avenir du projet européen. Les critiques grecques des propositions faites par les créanciers concernent principalement la prolongation du plan d'aide en cours (les 5 mois proposés sont considérés comme trop courts), le montant du paquet financier (les 15,5 milliards envisagés sont considérés comme insuffisants), et les réformes et mesures d'économies exigées (considérées comme trop sévères, toujours essentiellement en matière de retraites et de TVA). Rappelons ici que le FMI et les créanciers européens ont une différence d'appréciation entre eux : alors que le FMI, privilégiant ses remboursements prochains, souhaite que soit traitée au plus vite la restructuration de la dette grecque et considère donc que la position des Européens est trop stricte, ceux-ci ont au contraire une vision à plus long terme et exigent que la Grèce mène les réformes nécessaires pour restaurer ses finances publiques et ses capacités de croissance préalablement à toute discussion sur la restructuration de la dette. De plus, les « institutions » elles-mêmes ne sont pas dans la même situation par rapport à la dette grecque à cause de leurs statuts respectifs : le FMI ne peut envisager que l'allongement de la dette, pas son effacement ; la BCE n'a pas le droit de financer directement un État et ne peut donc restructurer la dette grecque qu'elle détient ; c'est pour le FESF et les États que c'est le plus facile de restructurer les obligations grecques qu'ils détiennent. En tout état de cause, il y a bien consensus sur l'impossibilité pour la Grèce de rembourser sa dette et donc sur la nécessité de restructurer celle-ci, d'une manière ou d'une autre (*sur les modalités du traitement d'une dette souveraine insolvable et sur les différents niveaux de restructuration, voir mon article « dette publique » dans le dictionnaire encyclopédique de l'État, éditions Berger-Levrault, 2015*).

On peut craindre que ce référendum devienne un vote pour ou contre la sortie de la Grèce de la zone euro.

Le samedi 27, la réunion de l'Eurogroupe tourne au drame. Les ministres des finances de la zone euro sont sidérés par l'annonce grecque d'un référendum pour le 5 juillet. Cela entraîne une suspension de la réunion, qui reprendra sans la présence du ministre grec qui décide de la quitter avant qu'elle ne soit terminée : l'Eurogroupe, considérant alors que la Grèce rompt unilatéralement les négociations, décide de ne pas prolonger l'aide financière à la Grèce au-delà du 30 juin. L'hypothèse d'un défaut de la Grèce devient donc probable (le plan « B » devient le plan « A » !), a fortiori si le « non » l'emporte au referendum, comme le demande A. Tsipras alors qu'il souhaite pourtant le maintien de son pays dans la zone euro (certains parlent de la position schizophrénique du premier ministre grec). Reste à connaître maintenant la décision de la BCE concernant les ELA dans la mesure où il semble que les deux conditions que leur octroi nécessite ne sont plus remplies. Si la BCE décidait de ne plus fournir de liquidités, cela ferait faire à la Grèce un pas de plus vers la sortie de la zone euro ; avec le cumul de deux gros risques, celui de panique bancaire et celui de contagion de la crise. On comprend une fois de plus que des décisions déterminantes pour le devenir des États membres et de la zone euro tout entière dépendent en définitive d'institutions technocratiques.

Sur son tout nouveau compte Tweeter, D. Strauss-Kahn relate sa réflexion sur la crise grecque. Avant de faire une proposition, il commence par un rappel historique, dans lequel il reconnaît notamment que le FMI a fait des erreurs « et je suis prêt à prendre ma part de responsabilité. Le diagnostic du FMI selon lequel nous rencontrons un problème classique de crise budgétaire et de balance des paiements a négligé le fait que la nature inachevée (notamment sur le plan de la politique budgétaire

et de la régulation bancaire) de l'union monétaire européenne était à l'origine de tout le problème et aurait dû être un élément essentiel de sa solution. (...) Le danger vient maintenant de ce que nous soyons collectivement incapables de tirer les leçons de notre expérience et que nous continuions à nous dresser les uns contre les autres. En réalité, tout donne à penser que nous nous complaisons à répéter les mêmes erreurs et c'est pourquoi je crois que nous avons besoin de penser différemment, de changer de logique et de prendre une direction radicalement différente dans les négociations avec la Grèce. Ma proposition est que la Grèce ne reçoive plus aucun financement nouveau de la part de l'UE comme du FMI mais qu'elle bénéficie d'une très large extension de la maturité et même d'une réduction nominale massive de sa dette à l'égard des institutions publiques. Insister sur un ajustement budgétaire préalable dans l'environnement économique actuel est irresponsable à la fois économiquement et politiquement. Fournir plus d'aide pour seulement rembourser les créanciers publics existant est tout simplement inepte ».

Indiquons ici que deux autres personnalités, également européennes convaincues, se sont exprimées sur le sujet : Valéry Giscard d'Estaing considère que la Grèce doit quitter la zone euro puisque son gouvernement veut mener une autre politique économique que celle décidée au niveau de la zone alors que toute union monétaire nécessite une même politique économique ; et Jean-Claude Trichet, ancien Président de la BCE, propose que, lors d'un blocage causé par un État membre, ce soit une Chambre de la zone euro composée à égalité de députés européens et de représentants des Parlements nationaux qui examine et amende les propositions des parties et vote un projet qui s'impose à elles.

Dans la nuit de samedi 27 à dimanche 28, le Parlement grec approuve le principe du referendum.

Le dimanche 28, dans l'après-midi, la BCE annonce qu'elle maintient à leur niveau décidé vendredi (90 milliards) les prêts d'urgence accordés aux banques grecques mais elle n'autorise pas de nouveaux tirages. C'est une façon pour la BCE de renvoyer le ballon (le boulet ?) dans le camp des politiques.

De son côté, le Gouverneur de la Banque centrale grecque affirme tout faire pour assurer la stabilité financière de son pays.

En cours de journée, la Commission européenne publie l'état des dernières propositions faites à la Grèce : « Par souci de transparence, et pour l'information du peuple grec, la Commission européenne publie les dernières propositions faites à la Grèce par ses trois partenaires institutionnels (Commission européenne, Banque centrale européenne et Fonds monétaire international), qui tiennent compte des propositions avancées par les autorités grecques les 8, 14, 22 et 25 juin 2015, ainsi que des négociations qui ont eu lieu aux niveaux politique et technique durant toute la semaine écoulée » : http://ec.europa.eu/news/2015/06/20150628_fr.htm.

Le dimanche au soir, le gouvernement grec décide de fermer les banques jusqu'à mardi prochain, de limiter les retraits aux distributeurs à 60 euros par jour et par carte bancaire (car, de manière générale, une banque commerciale ne détient en monnaie manuelle qu'entre 10% et 20% du montant des comptes qu'elle gère, d'où rapidement pour elle une impossibilité de répondre aux demandes de retraits si elle ne peut plus ou insuffisamment se refinancer auprès de la banque centrale) et de contrôler les mouvements de capitaux, ce qui entre totalement en contradiction avec la liberté des mouvements de capitaux affirmée dans les traités. D'ailleurs, la Grèce accuse la BCE de la contraindre à ce contrôle des capitaux en n'élevant pas encore le plafond des ELA. *En réalité, la BCE adopte depuis longtemps une position accommodante vis-à-vis de la Grèce puisqu'elle s'oppose à celle de la « Buba » qui milite en faveur d'un arrêt total des ELA, qu'elle a déjà fait beaucoup plus pour la Grèce que pour l'Irlande et Chypre et qu'elle ne peut pas faire autrement que de tenir compte du fait que c'est la Grèce qui est elle-même à l'origine de la rupture des négociations. De plus, les partenaires européens et le FESF ont accepté un moratoire qui permet à la Grèce de ne pas payer d'intérêts ni de rembourser les sommes empruntées jusqu'en 2023 ; et la durée de certains prêts a été allongée, ce qui porte la maturité moyenne de la dette grecque à 16 ans.*

Le lundi 29, toutes les places boursières enregistrent de fortes baisses et les taux d'emprunt à 10 ans grimpent pour l'Espagne, le Portugal et l'Italie et celui de la Grèce atteint 14,632%.

Également lundi, l'agence S&P abaisse la note de la Grèce à CCC-. L'agence évalue à 50% le risque que la Grèce quitte la zone euro et estime que si la situation n'évalue pas favorablement il y aura inévitablement défaut d'ici 6 mois sur sa dette détenue par le secteur privé.

Dans la nuit de lundi à mardi est lancée la page « Greek Bailout Fund » sur le site IndieGogo par un jeune britannique. L'objectif est de collecter la somme des 1,6 milliard d'euros que la Grèce doit au

FMI par le financement participatif (crowdfunding). Le dispositif fonctionne très bien puisqu'en deux jours, le 30 juin et le 1^{er} juillet, seront déjà collectés 700 000 euros.

Également dans cette nuit de lundi à mardi, le Président de la Commission propose à A. Tsipras d'accepter les propositions des créanciers faites vendredi et officialisées dimanche en y ajoutant un plan de financement et un plan pour la croissance et l'emploi, contre un engagement d'A. Tsipras à faire voter « oui » au referendum. Aussitôt, le bureau d'A. Tsipras demande officiellement à l'Eurogroupe de conclure avec le MES un accord de 2 ans pour couvrir ses besoins de financement et de restructurer sa dette.

Le mardi 30, le gouvernement grec fait plusieurs propositions aux créanciers, la création d'un troisième plan d'aide et la restructuration de la dette pour un montant de 130 milliards, avec à la clé une liste de réformes, mais tout est refusé par l'Eurogroupe. (Contenu de la lettre qu'envoie A. Tsipras aux responsables des Institutions : <http://www.humanite.fr/la-lettre-de-tsipras-aux-creanciers-578507>).

Également ce mardi, c'est au tour de l'agence Fitch d'abaisser une nouvelle fois la note de la Grèce, qui passe à CC.

Le mardi 30 à minuit, comme cela était prévisible, la Grèce ne rembourse pas au FMI les 1,6 milliards qu'elle lui doit, après avoir demandé en vain à l'Europe une extension de l'aide financière. Par conséquent, la Grèce ne peut plus compter sur les ressources du FMI et plus spécialement sur les 3,5 milliards que le FMI devait encore verser à la Grèce dans le cadre du plan d'aide ; et, de plus et parallèlement, la Grèce est privée des 16 milliards d'euros du volet européen du plan d'aide.

L'euro cote par rapport au dollar 1,1168 le 26 juin, après avoir été à 1,1115 le 5, 1,1264 le 12 et 1,1351 le 19.

• Juillet 2015 ->

Le mercredi 1^{er} juillet, en milieu de journée, Alexis Tsipras envoie une lettre aux créanciers de la Grèce pour trouver un accord : la Grèce se dit prête à accepter les réformes demandées le dimanche 28 juin et fait une nouvelle proposition amendant la leur. Cette lettre reçoit un accueil plus que mitigé et A. Tsipras confirme un peu plus tard le maintien du referendum pour dimanche prochain. Depuis la mise en défaut de paiement de la Grèce, certains envisageaient pourtant l'annulation de ce referendum surtout que les sondages montrent une progression du « oui » alors qu'A. Tsipras prône le « non ».

Dans un éditorial qui paraîtra le lendemain sur « Les Échos.fr », Jean-Marc Vittori écrit : A. Tsipras « accepte aujourd'hui tout ce qu'il dénonçait hier. Mais encore une minute, monsieur le bourreau ! La retraite à 67 ans ? En 2022, pas maintenant. La suppression du minimum vieillesse par étapes d'ici à 2019 ? Oui, à condition de ne pas commencer tout de suite. La réduction des dépenses militaires de 400 millions d'euros ? En 2017, pas cette année. Toutes ces revendications ont naturellement leur justification. Il faut du temps pour changer le temps humain. Mais il est tard, sans doute trop tard pour ajouter des délais aux délais. Depuis cinq ans maintenant, les gouvernements grecs de droite et de gauche promettent des changements qu'ils sont incapables de mettre en œuvre. Des changements qui peuvent paraître injustes, mais aussi des changements indispensables, comme la lutte contre la fraude fiscale, qui reste un sport national en Grèce. Le temps de la négociation s'épuise. Celui de l'action aussi. En déclenchant le référendum, en n'honorant pas une échéance de remboursement au FMI, Tsipras a enclenché une mécanique incontrôlable. Encore une minute, monsieur le bourreau ! Il n'est guère étonnant qu'Athènes trouve ici le soutien de Paris. Car, en France aussi, les gouvernements de droite et de gauche n'ont cessé d'adresser exactement la même supplique à Bruxelles et à leurs partenaires européens. Encore une minute, une année, une décennie, avant de libérer des marchés enserrés dans des corsets dignes de l'Ancien Régime (...) ».

A l'occasion d'un déplacement à Lyon, le Président Hollande exhorte la Grèce et ses partenaires à trouver un accord financier : « il faut être clair, l'accord, c'est tout de suite ! Il ne pourra pas être différé. Ça fait tellement de temps qu'on parle de cet accord, il faut qu'il vienne (...) Si cet accord peut être trouvé avant le referendum, ça ne donnera plus grand sens à cette consultation ».

En toute fin d'après-midi, l'Eurogroupe se réunit à Bruxelles : partageant le point de vue de Berlin, il décide de remettre la suite des négociations après les résultats du referendum.

Et pendant que ces négociations sont gelées jusqu'à lundi, le Président Hollande va prendre pendant trois jours la température en Afrique... Plus sérieusement, cette journée montre une différence d'appréciation de la situation entre Paris et Berlin, entre F. Hollande et A. Merkel. Alors que le premier continue à vouloir jouer les médiateurs entre la Grèce et ses partenaires et les institutions, la seconde est décidée à faire respecter les règles du jeu européen en considérant que déjà beaucoup

d'efforts ont été faits pour aider la Grèce. On dit en Allemagne qu'il vaut mieux une fin effrayante qu'un effroi sans fin.

Également ce mercredi 1^{er} juillet, à la suite des agences S&P et Fitch, l'agence Moody's abaisse la note de la Grèce en la faisant passer à Caa3, donc à un cran du « défaut de paiement imminent ».

En attendant les résultats du referendum grec, les réflexions vont bon train sur les questions de savoir quelles peuvent être les conséquences de la victoire du « non », et celles de la victoire du « oui », sur les modalités d'un sauvetage éventuel de la Grèce, s'il vaut mieux ou non que la Grèce quitte la zone euro : on compare alors souvent la Grèce d'aujourd'hui à l'Argentine du début des années 2000 et certains en concluent que pour la Grèce la sortie de la zone euro pourrait être une voie de sortie de crise dans la mesure où la dévaluation extérieure (par la monnaie) pourrait mieux réussir que la dévaluation interne (par les salaires) que la politique austéritaire a ratée. Se pose en revanche la question de savoir quels seraient les impacts du Grexit sur la zone euro : on nous dit qu'il y a aujourd'hui les filets de sécurité nécessaires pour éviter toute contagion mais ce serait malgré tout un saut dans l'inconnu, ne serait-ce qu'aux niveaux des réactions des marchés et du jeu des interdépendances entre l'économie mondiale et la zone euro.

Rappelons encore une fois ici les aspects juridico-institutionnels de la question de la sortie de la zone euro d'un État membre : en fonction des traités, un État peut demander sa sortie de l'UE (article 50 du Traité de Lisbonne) mais il ne peut pas demander la sortie de la zone euro. Seulement, une sortie de l'UE implique quasi mécaniquement une sortie de la zone euro, tout au moins dans l'état actuel des traités. Et il n'est pas possible pour des États membres d'en exclure un autre : pour assurer sa crédibilité, notamment aux yeux des marchés, la zone euro est conçue comme irréversible et le taux de conversion entre la monnaie nationale et l'euro est irrévocable (art. 140). Par conséquent, si, d'une manière ou d'une autre, la Grèce était évincée de la zone euro, on pourrait craindre que des actions juridiques soient menées pour contester le bien fondé juridique de cette éviction. Indiquons aussi que tout pays entrant dans l'UE a vocation à entrer dans la zone euro à partir du moment où il en remplit les conditions, et à moins d'obtenir des dérogations comme c'est le cas du Royaume-Uni et du Danemark. En fonction de cela, la seule piste sérieusement envisageable serait que la Grèce demande elle-même de sortir de l'UE, ce qui la ferait quitter la zone euro par voie de conséquence ; et il lui reviendrait plus tard la décision de se porter à nouveau candidate à l'UE, avec, en fonction de sa situation économique et financière, la possibilité par la suite de demander son admission dans la zone euro ou au contraire un régime dérogatoire.

Le jeudi 2, à quelques jours du referendum grec, le FMI publie un rapport - que les Européens tentent empêcher – qui met la pression en révisant sa prévision de croissance nettement à la baisse pour 2015 : 0% contre 2,5% et en publiant des chiffres catastrophiques sur les finances publiques. Surtout, il propose une restructuration de la dette grecque parce qu'il considère que celle-ci ne sera pas viable si elle n'est pas substantiellement allégée par une annulation de prêts qu'ont accordés les partenaires européens de la Grèce ; il estime par ailleurs que la Grèce aura besoin les 3 ans qui viennent de 50 milliards d'euros pour couvrir ses besoins de financement.

Le vendredi 3, le FESF, le plus important créancier de la Grèce, officialise son constat que la Grèce est en défaut sur les prêts que la zone euro lui a accordés, suite au non-paiement de ce qu'elle devait au FMI au 30 juin. Le FESF adresse à la Grèce une recommandation en se réservant le droit d'agir concernant les prêts en cours et, ce faisant, n'opte pas pour la demande de remboursement immédiat qu'il aurait pu faire mais qui aurait entraîné une banqueroute immédiate de la Grèce.

En fin de journée, le Premier ministre grec utilise le rapport du FMI publié la veille pour appuyer le « non » au referendum.

Le samedi 4, dans un entretien accordé au quotidien espagnol El Mundo, le ministre des finances grecques Yanis Varoufakis déclare à propos des créanciers de la Grèce : « ce qu'ils font avec la Grèce a un nom : "terrorisme" (...) Pourquoi est-ce qu'ils nous ont forcés à fermer les banques ? Pour insuffler la peur aux gens. Et quand il s'agit de répandre la peur, on appelle ce phénomène "le terrorisme" (...) Je crois que dans toute l'Europe, il y a besoin de partis comme Syriza et Podemos, des partis à la fois critiques à l'égard du système, mais en même temps pro-européens et démocrates. Ceux qui nous détestent veulent nous faire passer pour anti-européens, mais non, ce n'est pas vrai, nous ne le sommes pas ». Et au journal allemand Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, il déclare : « Je m'attends à ce que nous ayons un accord lundi. Et cela ne dépendra pas du fait qu'une majorité vote 'oui' ou 'non' lors du référendum ». Mais à propos de peur on peut citer la réflexion faite par Dominique Seux sur « Les Échos.fr » le 30 juin : « en rompant de façon unilatérale les discussions en cours à Bruxelles et en appelant à voter « non » au référendum qu'il provoque lui-même (cas totalement inédit), Alexis Tsípras a tenté le coup de poker de trop. Il pariait sur la peur des Européens face aux conséquences d'un Grexit. La peur est là, mais elle n'est plus aussi forte qu'en 2010 et 2012, et il y a aussi, osons le mot, un ras-le-bol général. Son pari, le Premier ministre grec pourrait donc bien l'avoir perdu ».

Le dimanche 5, jour « j » du referendum grec.

Dès le soir, on sait que le « non » l'emporte. Le score exact sera de 61,31%, donc une nette victoire (participation de 62,5%).

Le lundi 6 :

Tôt en matinée, le ministre grec des finances, Yanis Varoufakis annonce sa démission, de façon, précise-t-il, à faciliter les négociations à venir. Il faut dire que les créanciers et de nombreux responsables européens ont peu apprécié ses propos et son comportement. Notons ici que lors d'un entretien donné au Nouvel Observateur en octobre, Y. Varoufakis déclarera que, contrairement à lui, Tsipras espérait en réalité perdre ce referendum et qu'il lui a dit : « il est temps de se rendre », ce à quoi Y. Varoufakis lui a répondu : « pas pour moi », d'où sa démission (en septembre 2017, Y. Varoufakis publiera en France un ouvrage - « Conversations entre adultes ; dans les coulisses secrètes de l'Europe » ; Les Liens qui Libèrent - qui en dit long sur le fonctionnement de la zone euro en général et sur celui de l'Eurogroupe en particulier).

Tout au long de la journée, les commentaires vont bon train sur le résultat du referendum grec.

Le Président de l'Eurogroupe juge le résultat du referendum « très regrettable » tandis que la Commission européenne « prend note et respecte » le résultat du vote. Le Premier ministre anglais dit qu'il fera « tout ce qui est nécessaire pour protéger son économie ». Le ministre français des finances (M. Sapin) affirme que « c'est au gouvernement grec de faire des propositions », avis que partage l'Eurogroupe tout entier, et le ministre de l'économie (E. Macron) s'oppose à l'appel lancé par A. Juppé à l'UE pour organiser la sortie de la Grèce de la zone euro et considère « qu'il y a une responsabilité collective en termes de solidarité et de refinancement ». Mais l'Allemagne se montre sceptique : compte tenu du résultat du referendum, « les conditions pour des négociations autour d'un nouveau programme d'aide » ne sont pas réunies. L'Espagne adopte une position intermédiaire : elle est prête à négocier avec les autres membres de la zone euro un « troisième plan de sauvetage » tout en admettant que les réformes sont « inéluctables ». Et, tout en reconnaissant que le résultat du vote grec complique les choses, le vice-président de la Commission chargé de l'euro (Valdis Dombrovskis) estime que « nous avons tous les outils nécessaires pour assurer la stabilité financière de la zone euro » et pour défendre la monnaie unique. Les risques de contagion sont donc faibles. De nombreuses discussions ont lieu aussi entre les chefs d'État et de gouvernement, y compris entre A. Tsipras et V. Poutine. Lors d'un entretien entre A. Tsipras et A. merkel, il y a accord pour que la Grèce présente des propositions mardi, lors du sommet européen. Le ministre de l'économie et vice-chancelier allemand Sigmar Gabriel indique qu'il faudra sans doute que ce sommet envisage une « aide humanitaire » pour la Grèce (idée que reprendra le Commissaire européen au développement le lendemain). En même temps, en Grèce, les dirigeants de principaux partis politique trouvent un accord pour élaborer en commun un texte de soutien aux négociations avec les créanciers. En milieu d'après-midi, le FMI se dit prêt à aider la Grèce si elle lui en fait la demande. En fin d'après-midi, Euclide Tsakalotos est nommé ministre des finances en remplacement de Y. Varoufakis. Ce n'est pas un inconnu pour les créanciers de la Grèce et pour les participants aux négociations puisqu'il avait été désigné par A. Tsipras pour y représenter la Grèce dès la fin avril. En fin d'après-midi et début de soirée, A. Merkel et F. Hollande se rencontrent à l'Élysée : « la porte est ouverte aux discussions » mais le gouvernement grec devra faire des propositions « sérieuses ». Et en début de soirée aussi, le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de maintenir le dispositif des ELA pour apporter aux banques grecques les liquidités dont elles ont de plus en plus cruellement besoin. Mais, pour tenir compte de la dégradation de la situation de la Grèce et de ses banques, la décote appliquée aux titres apportés en collatéraux est réajustée. Il est d'ailleurs décidé que les banques vont rester fermées au moins jusqu'à jeudi.

La première question qui doit être posée est celle de la signification du « non » que les Grecs ont donné à la question qui leur a été posée. Surtout que la signification que le gouvernement d'A. Tsipras a voulu lui-même lui donner a évolué : lors de la décision d'organiser ce referendum, c'est-à-dire au moment où A. Tsipras a décidé unilatéralement de quitter la table des négociations, le « non » était non seulement un « non » aux propositions des créanciers mais aussi, pratiquement, un « non » à l'Europe et à la zone euro, puis, pour suivre son opinion publique, le gouvernement grec a milité en faveur du « non » en affirmant vouloir rester dans la zone euro et dans l'UE et en considérant que le « non » lui donnerait plus

L'EURO

de poids dans les négociations à venir face aux créanciers, en particulier pour exiger que le sort de la dette soit traité. Mais à ce sujet, il apparaît de plus en plus que le problème essentiel n'est pas tellement le sort de la dette grecque, tant tout le monde est d'accord pour reconnaître la nécessité de sa restructuration, mais bien, d'une part, la capacité de l'économie grecque à se redresser et à produire de la croissance, et d'autre part la capacité du personnel politique grec d'avoir la volonté de réaliser des réformes incontournables en exprimant clairement sa « puissance publique », pour reconstruire l'État grec en général et pour réformer en profondeur les finances publiques en particulier.

En tous les cas, ce « non » ouvre pour la zone euro et pour l'UE une période de fortes turbulences (mais un « oui » victorieux aurait également entraîné beaucoup de perturbations). Mais on peut aussi se rappeler que l'Europe n'avance qu'à coup de crises et que ses dirigeants ne prennent de grandes décisions que lorsqu'ils sont au pied du mur : on peut donc espérer que cette crise-ci permettra aux responsables de corriger les insuffisances congénitales de l'union monétaire, en particulier en la complétant avec un fédéralisme budgétaire et en renforçant la gouvernance économique européenne.

Si on se demande pourquoi, pour porter secours à la Grèce, n'est toujours pas utilisé le MES (mécanisme européen de stabilité) décidé lors du Conseil européen du 11 mars 2011, signé le 11 juillet 2011 par les États membres, ratifié par les États membres par la suite et entré finalement en vigueur le 27 septembre 2012, la réponse tient dans le manque de confiance dans la volonté des responsables grecs de mener les réformes nécessaires.

Mardi 7 :

En début de matinée, le Premier ministre français, M. Valls considère qu'il n'y a pas de sujet tabou et évoque un rééchelonnement de la dette grecque mais affirme qu'A. Tsipras doit faire des propositions ; il décrit les risques d'un Grexit, risque économique « pour la croissance et l'économie mondiales » et risques « surtout politiques » ; il rappelle que « la Grèce est dans notre patrimoine philosophique et culturel » et annonce un débat sur la question grecque à l'Assemblée nationale mercredi. Lors d'un entretien, le ministre italien des affaires étrangères, déclare de son côté : « nous savons bien que la Grèce est en dehors des paramètres, mais ce n'est pas la faute aux méchants Allemands, mais en raison de la responsabilité des gouvernants grecs qui se sont succédés à Athènes ces 15-20 dernières années ». Devant le Parlement européen, le Président de la Commission veut que les négociations reprennent pour empêcher le Grexit. En milieu de matinée, l'ancien Premier ministre Dominique de Villepin publie une tribune chez Médiapart pour se féliciter du comportement des responsables grecs, pour défendre la participation de la Grèce à l'UE et pour souhaiter que l'investissement soit le facteur de redressement de l'économie grecque : « La clé en Grèce c'est l'investissement. Il y a des propositions sur la table. Pourquoi ne pas coupler le remboursement des créances à des investissements en Grèce, à travers les banques de développement européennes et grecque ? Chaque euro remboursé dans les cinq prochaines années serait réinvesti en Grèce. On créerait ainsi un cercle vertueux de relance économique sans un sou payé par les contribuables européens, puisque les sommes seraient à terme remboursées ». En milieu de journée, le Commissaire Moscovici rejette le Grexit mais il demande aux Grecs de faire « des propositions complètes, crédibles, efficaces ». Le ministre de l'économie allemand Gabriel attend que la Grèce fasse des réformes pour que la discussion sur l'allègement de la dette soit possible. À son arrivée à la réunion de l'Eurogroupe, en début d'après-midi, le ministre finlandais des finances affirme que « nous n'étudions pas un financement relais à ce stade », pendant qu'A. Tsipras déclare que la Grèce a besoin de 7 milliards d'euros dans les 48 heures, et alors que le ministre grec des finances ne fait aucune proposition écrite précise devant l'Eurogroupe. L'Eurogroupe attend une lettre officielle de la Grèce pour une nouvelle demande d'aide financière. À la fin de la réunion de l'Eurogroupe, le ministre grec estime que des progrès ont été réalisés.

En fin d'après-midi, rencontre entre F. Hollande, A. Merkel, A. Tsipras et J.-C. Juncker avant que ne se réunisse le Sommet bruxellois des chefs d'États et de gouvernements, de même qu'un entretien téléphonique entre A. Tsipras et B. Obama, lequel joindra également A. Merkel (dans cet entretien comme dans ceux qui auront lieu par la suite, on peut imaginer que le Président américain rappelle à la chancelière que pour son pays la Grèce joue un rôle déterminant dans sa stratégie géo-stratégico-militaire). La réunion du Conseil n'aboutit pas et s'avère donc nécessaire la programmation d'une autre réunion, qui sera vraisemblablement décisive : un nouveau sommet est programmé pour dimanche 12 ; la Grèce doit présenter au plus tard jeudi 9 une amélioration des propositions faites le 30 juin. Le Président de la Commission reconnaît qu'est préparé un scénario envisageant la sortie de la Grèce de la zone euro pour le cas où les mesures proposées par la Grèce ne seraient pas jugées suffisamment sérieuses par les créanciers. A. Merkel considère que pour éviter sa sortie de la zone

euro, la Grèce a besoin d'un programme sur plusieurs années et que les responsables grecs doivent faire des propositions de réformes très détaillées. Notons que cinq économistes dont le Français Thomas Piketty font parvenir au cours de la soirée une lettre à A. Merkel pour défendre la stratégie de la restructuration de la dette grecque : <http://www.thenation.com/article/austerity-has-failed-an-open-letter-from-thomas-piketty-to-angela-merkel/>.

Soulignons ici que dès 1855, dans « La Grèce contemporaine », livre très vivant et documenté, tiré d'un voyage d'étude fait en 1852, l'écrivain et journaliste français Edmond About, membre de l'Académie française, de l'École française d'Athènes et représentant du mishellénisme, insiste sur l'écart qui existe entre le mythe grec venant de l'Antiquité et la réalité contemporaine.

Citons quelques extraits : « Le peuple grec est nerveux, vif, sobre, sensé, spirituel, et fier de tous ses avantages : il aime passionnément la liberté, l'égalité et la patrie ; mais il est indiscipliné, jaloux, égoïste, peu scrupuleux, ennemi du travail des mains » (chapitre 2). « C'est un axiome très accrédité en Grèce que, nuire à l'État, c'est ne nuire à personne. Les paysans n'ont pas plus de respect pour la propriété nationale que si elle appartenait au Turcs. Ils ne croient faire ni une mauvaise action ni un mauvais calcul lorsqu'ils causent à l'État un dommage de mille drachmes qui leur rapporte une sou (...) Le peuple grec est pauvre, mais le pays ne l'est pas. (...) Le pays est mal cultivé, faute de bras, faute de capitaux et faute de routes (...) Le devoir d'un gouvernement est de procurer, par tous les moyens honnêtes, l'accroissement et le bien-être de la population, l'observation rigoureuse des lois et le meilleur emploi possible des revenus de l'État. D'où je conclus que, sans autres ressources que son agriculture, la Grèce serait riche si le gouvernement faisait son devoir (...) Tous les produits manufacturés qui se consomment dans le royaume viennent de l'étranger. On ne sait pas faire en Grèce un de ces couteaux fermés que l'on vend à Paris pour cinq sous ! (...) Les Grecs filent de la soie et construisent des navires (...) Ce n'est pas seulement l'indifférence du gouvernement et l'absurdité des lois qui s'opposent au progrès des manufactures, c'est surtout l'esprit d'individualisme et la rage de décentralisation dont les Grecs sont possédés. (...) Quand on parle du commerce de la Grèce, il ne peut être question que du commerce maritime. Dans un pays où les routes sont des sentiers, le seul commerce à terre est le colportage. » (chapitre 3). « Tout ministre est prêt à tout faire pour garder son portefeuille. Ces hommes pauvres, ambitieux, sans principes, élevés à la triste école de politique, n'aspirent qu'à gagner le plus longtemps possible 800 drachmes par mois. Ils savent que leur position est précaire (...), ils ne songent donc qu'à se maintenir en place et à tirer le meilleur parti de leur passage aux affaires. Chacun d'eux, en arrivant au pouvoir, prend soin de s'entourer de ses créatures. Il le fait par prudence et par devoir : par prudence, pour n'être pas trahi par ses subalternes, par devoir, pour récompenser le dévouement de ceux qui l'ont servi. (...) Le gouvernement dispose du budget pour les élections qui s'achètent, et de l'armée pour les élections qui s'enlèvent. (...) La Grèce possède un Code civil provisoire emprunté au droit romain, au Code Napoléon et à la législation allemande ; un Code de commerce calqué sur le nôtre ; un Code pénal très complet, très méthodique et très doux ; un Code de procédure civile (...), un Code de procédure criminelle qui offre toutes les garanties désirables à la justice et à l'accusé. Cependant, il n'y a pas de justice en Grèce. Les juges ne sont ni inamovibles ni incorruptibles. (...) Il n'y a dans tout le royaume qu'une prison munie d'un bon verrou. C'est le pénitencier du château de Nauplie ; partout ailleurs, les détenus ont un pied dans la cage et l'autre dans la rue » (chapitre 5). « Le régime financier de la Grèce est tellement extraordinaire et ressemble si peu au nôtre, que je crois nécessaire, avant d'entrer dans les détails du budget, de placer ici quelques observations générales. La Grèce est le seul exemple connu d'un pays vivant en pleine banqueroute depuis le jour de sa naissance. Si la France et l'Angleterre se trouvaient seulement une année dans cette situation, on verrait des catastrophes terribles : la Grèce a vécu plus de vingt ans avec la banqueroute. Tous les budgets, depuis le premier jusqu'au dernier, sont en déficit. Lorsque, dans un pays civilisé, le budget des ressources ne suffit pas à couvrir le budget des dépenses, on y pourvoit au moyen d'un emprunt fait à l'intérieur. C'est un moyen que le gouvernement grec n'a jamais tenté, et qu'il aurait tenté sans succès. Il a fallu que les puissances protectrices de la Grèce garantissent sa solvabilité pour qu'elle négociât un emprunt à l'extérieur. Les ressources fournies par cet emprunt ont été gaspillées par le gouvernement sans aucun fruit pour le pays ; et, une fois l'argent dépensé, il a fallu que les garants, par pure bienveillance, en servissent les intérêts : la Grèce ne pouvait point les payer. Aujourd'hui elle renonce à l'espérance de s'acquitter jamais. Dans le cas où les trois puissances protectrices continueraient indéfiniment à payer pour elle, la Grèce ne s'en trouverait pas beaucoup mieux. Ses dépenses ne seraient pas encore couvertes par ses ressources ; la Grèce est le seul pays civilisé où les impôts soient payés en nature. (...) Depuis que l'État s'est chargé lui-même de percevoir l'impôt, les frais de perception sont plus considérables, et les revenus sont à peine augmentés. Les contribuables font ce que faisaient les fermiers : ils ne payent pas. Les riches propriétaires, qui sont en même temps des personnages influents, trouvent moyen de frustrer l'État, (...). Les employés, mal payés, sans avenir assuré, sûrs d'être destitués au premier changement de ministère, ne prennent point, comme chez nous, les intérêts de l'État. Ils ne songent qu'à se faire des amis, à ménager les puissances et à gagner de l'argent. Quant aux petits propriétaires, qui doivent payer pour les grands, ils sont protégés contre les saisies, soit par un ami puissant, soit par leur propre misère. (...) Tous les Grecs se connaissent beaucoup et s'aiment un peu : ils ne connaissent guère cet être abstrait qu'on appelle l'État, et ils ne l'aiment point. (...) En 1832, la France, l'Angleterre et la Russie, pour achever l'émancipation de la Grèce et assurer sa prospérité matérielle, appuyèrent de leur garantie un emprunt de 60 millions de francs. Chacune des trois puissances garantissait un tiers de la somme, c'est-à-dire 20 millions. Une partie de ces 60 millions était destinée à indemniser les créanciers de la Grèce, et surtout le gouvernement turc : le reste devait fournir aux premiers besoins de l'agriculture et du commerce, et former comme un capital social à ce royaume improvisé. Malheureusement, les fonds furent confiés au conseil de régence. Les régents étaient irresponsables. Ils employèrent l'argent comme il leur plut, et se retirèrent sans rendre de comptes. (...) Si le budget est régulièrement en déficit, si la Grèce est hors d'état de servir les intérêts de la dette, c'est parce qu'elle a une armée » (chapitre 7).

Remarques :

1) Sur la nécessité de distinguer la Grèce antique et la Grèce « contemporaine », ajoutons que lorsqu'on pense à l'époque de Périclès, dont la période faste a été encadrée de manière sanglante par les guerres médiques et la guerre du Péloponnèse, il s'agissait plus d'aristocratie que de démocratie, puisque le débat public et les institutions politiques n'étaient ouverts qu'aux seuls « citoyens », laissant les femmes, les esclaves et les métèques hors de la communauté politique. Aux citoyens était réservée la seule activité noble, le loisir (otium) et à tous les autres le neg-otium, le négoce, les affaires, le travail. La distinction entre otium et negotium vaudra jusqu'à la fin du 18^{ème} siècle.

2) Pour actualiser le constat d'E. About, on peut rappeler que pour entrer dans la zone euro la Grèce a falsifié ses comptes publics, que récemment encore il y avait environ 1 million de fonctionnaires pour 4 millions de personnes actives, que 25% des Grecs ne payaient pas un euro d'impôt sur le revenu, que les retraités grecs recevaient 96% de leur dernier salaire, qu'il y avait des départs massifs à la retraite à 50 ans, qu'on trouvait 50 chauffeurs en moyenne par voiture officielle, et 45 jardiniers pour la petite pelouse de l'hôpital Evangelismos, que les décès n'étaient souvent pas déclarés pour que les pensions continuent à être versées, y compris parfois pendant 50 ans, que des familles percevaient plusieurs pensions qui ne les concernaient pas, que plusieurs dizaines de milliers de jeunes filles, parce que filles célibataires de fonctionnaires décédés, recevaient des rentes viagères de 1000 euros, que des retraites très anticipées étaient prévues pour 600 emplois reconnus comme particulièrement pénibles comme les coiffeurs, les instrumentistes, les présentateurs de télévision, ...

Sans exagérer, on peut dire que la Grèce est un pays sans État fiable et sans économie forte.

Dans un entretien publié par Le Monde du 22 juillet, l'historien Nikolas Bloudanis affirmera que « depuis son indépendance en 1830, et surtout depuis la chute de la dictature des colonels en 1974, la Grèce n'a jamais vraiment construit un État moderne, c'est-à-dire fonctionnant correctement ». Et lors de son intervention du 17 juillet 2015, devant le Bundestag, le ministre allemand de l'économie S. Gabriel considérera que « la quasi-absence de structures publiques qui fonctionnent, la domination de la corruption, de la fraude fiscale, du clientélisme n'ont pas seulement détruit la capacité financière de l'État, elles l'ont aussi rendu incapable de soutenir la croissance économique. (...) Il ne sert à rien de mettre davantage d'argent à disposition de la Grèce ou de rayer ses dettes. Il est bien plus efficace de lier un programme d'aides à des conditions claires. Car, au fond, il s'agit de changer les structures politiques de tout le pays ».

3) Certains passages du livre d'About sont de plus en plus cités par la presse. C'est le cas aussi du livre qu'a fait paraître en 2013 Christopher Clark, « Les somnambules », dans lequel l'historien analyse le terrible engrenage qui a conduit à la 1^{ère} guerre mondiale : il est en effet facile de trouver des analogies avec ce qui est en train de se passer dans la tragédie grecque et européenne actuelle ; en particulier, la façon dont des engrenages dans lesquels se laissent enfermer les acteurs peuvent conduire à l'impasse.

Mercredi 8 juillet :

Dans la deuxième partie de la matinée, Alexis Tsipras intervient devant le Parlement européen après une intervention de Donald Tusk, Président du Conseil européen au cours de laquelle celui-ci dit que « nous sommes confrontés à des moments difficiles, uniques pour l'Europe et l'Union européenne » et invite « tous les dirigeants à trouver un consensus (...) sans lequel nous arriverons au scénario du pire. (...) Nous avons tous la responsabilité de sortir de cette crise ». A. Tsipras dit assumer « la responsabilité de ce qu'il s'est déroulé durant les derniers 5 mois et demi. (...) Mais comprenons bien que cette responsabilité ne vient pas de ces 5 mois et demi, mais de ces 5 années passées ». Malgré les plans d'austérité, « le chômage, la pauvreté, l'exclusion sociale et la dette publique ont explosé ». Il veut « un accord qui comporte des réformes nécessaires (...) Il faudra faire des efforts, mais le fardeau doit être porté par ceux qui peuvent le supporter. Les retraités, les travailleurs n'ont plus la possibilité de supporter ce fardeau ». Il veut « une juste répartition du fardeau » et un programme qui mène à la croissance, « sinon nous ne sortirons jamais de la crise (...) Notre proposition doit aboutir à un engagement pour trouver une solution durable à la dette ». (...) « Les fonds attribués à la Grèce ne sont jamais parvenus au peuple grec, ils ont été attribués au sauvetage des banques (...) « Je ne suis pas de ceux qui prétendent que tous les maux du pays sont à mettre sur le dos des vilains étrangers. Si la Grèce est dans cette situation, c'est parce que pendant des décennies, les gouvernements ont gouverné de façon clientéliste, en soutenant la corruption, sans contrôler la fraude fiscale des plus riches. Au plus fort de l'austérité, les 10% les plus riches ont été épargnés (...) Les prétendues réformes précédentes n'ont pas amélioré le bien commun. (...) Nous voulons lutter contre les oligarchies et les cartels, la fraude et l'évasion fiscales. Nous voulons moderniser l'Etat, ce sont pour nous des priorités. (...) Nous voulons nous en prendre aux mentalités qui ont enfoncé la Grèce et l'Europe. Nous sommes porteurs d'un mandat fort du peuple grec. (...) À problème européen, il faut une solution européenne ». Après le discours du Premier ministre grec, c'est J.-C. Juncker qui intervient pour défendre le rôle de la Commission lors de ces dernières semaines. Puis c'est le tour des eurodéputés, présidents de groupes, d'intervenir. Celle de l'allemand Manfred Weber, du groupe PPE, est très critique à l'égard de la Grèce et de son gouvernement : « Nous respectons Alexis Tsipras mais nous allons continuer à le combattre. Vous aimez l'échec, nous aimons le succès, vous aimez la division, nous aimons le compromis. J'espère que vous trouverez rapidement la raison et que

vous présenterez un programme ». En fin de matinée, sur une radio française, le Président de l'Assemblée nationale Claude Bartolone déplore que « l'Europe soit le continent des tableaux Excel, le continent des comptables » et souhaite que « l'Europe redevienne le continent des espérances et du débat politique ». Vers midi, un porte-parole du MES dit que vient d'être reçue du gouvernement grec une demande d'un programme d'aide sur 3 ans, avec en contrepartie l'engagement de réaliser « un paquet de réformes et de mesures sur les impôts et les retraites qui doivent garantir la stabilité des finances publiques ». À peine plus tard, le gouverneur de la Banque de France, Christian Noyer, estime sur une autre radio française que, sans accord sur un programme de réformes, la BCE ne pourra pas continuer à soutenir les banques grecques : « nous avons des règles et nous les avons interprétées au maximum pour pouvoir maintenir la ligne de survie des banques grecques mais nous ne pouvons pas indéfiniment continuer à augmenter les risques que nous prenons. (...) Je crains que s'il n'y a pas d'accord dimanche ce soit l'effondrement de l'économie grecque et le chaos ». Il est alors annoncé que le gouvernement grec va devoir communiquer à ses partenaires un programme détaillé de réformes crédibles d'ici jeudi minuit - ce qu'accepte A. Tsipras à la fin de son intervention - plan qu'il assure mettre en œuvre en échange de l'aide qu'il demande au MES. Ce programme sera étudié par les créanciers puis par l'Eurogroupe samedi à Bruxelles, c'est-à-dire la veille de la réunion du Conseil européen qui peut être vraiment appelé le « Sommet de la dernière chance ». En milieu d'après-midi, le Premier ministre français M. Valls prend la parole à l'Assemblée nationale et y ouvre un débat sans vote sur la question grecque. En début de soirée, la BCE annonce le maintien du dispositif ELA, avec toujours le même plafond. Ce plafond est de 89 milliards d'euros depuis le 26 juin ; il a été augmenté 16 fois en 5 mois, ayant été de 60 milliards le 5 février, date à laquelle, rappelons-le, la BCE a supprimé pour les banques grecques la modalité normale de refinancement, refusant de recevoir en contrepartie de sa monnaie des obligations de l'État grec et de titres garantis par lui. Au cours de la soirée, Ch. Lagarde réaffirme la position du FMI : pour que la dette grecque soit viable, il faut la restructurer. Assez tard dans la soirée, on apprend que les banques grecques resteront fermées jusqu'à lundi prochain.

Par ailleurs, un vent de panique souffle ce mercredi 9 juillet sur les Bourses asiatiques : toutes enregistrent de fortes baisses et les marchés chinois, continuent de vivre un krach qui a commencé déjà mi-juin. Si la crise grecque ne peut avoir concrètement que des effets à court-moyen terme pour l'économie européenne, les conséquences de ces désordres financiers peuvent être à plus court terme. Les pertes enregistrées en quelques jours par la place de Shanghai représentent 10 fois le montant de la dette publique grecque ! La décélération de l'économie chinoise et la crise profonde du marché immobilier qui fait que les épargnants se sont reportés massivement sur les placements financiers, expliquent en grande partie ce krach et celui-ci rejaillira négativement sur la crédibilité financière de la Chine et sur la croissance chinoise, donc sur l'économie mondiale.

Jeudi 9 juillet :

En milieu de matinée, le Gouverneur de la Bundesbank et membre à ce titre du Conseil des gouverneurs de la BCE, considère que la BCE doit arrêter son aide d'urgence à la Grèce.

En fin de matinée, il est décidé que la Bourse d'Athènes, qui avait été fermée le 28 juin jusqu'au 7 juillet va le rester jusqu'au 13 inclus.

Peu après midi, le président de la BCE, répond à un journal italien : « je ne sais pas, cette fois c'est vraiment difficile ».

Vers 13h, le prix Nobel Stiglitz demande aux États-Unis d'aider la Grèce mais ne craint pas une sortie de la Grèce de la zone euro en prenant l'exemple de l'Argentine. Quelques heures plus tard, ce sont 26 professeurs et universitaires de la London School of Economics qui, dans une lettre ouverte, critiqueront la politique d'austérité budgétaire : « l'austérité pendant une récession est une mauvaise politique et elle aggrave la récession. La poursuite des mesures d'austérité retarde la reprise ».

En milieu d'après-midi, le FMI révisé à la baisse sa prévision de croissance pour l'économie mondiale en 2015 et met en garde contre les tensions financières en Europe que peut causer la crise grecque mais en minimise les risques de contagion aux marchés financiers mondiaux.

Un peu plus tard, en déplacement dans les Balkans, A. Merkel réaffirme son opposition à une réduction de la dette grecque. Et pratiquement une heure plus tard, son ministre des finances W. Schauble reconnaît que la dette grecque n'est pas tenable sans décote mais que cette opération est contraire aux règles de l'UE. Et il ne croit pas en la volonté de la Grèce de faire de réels efforts.

Deux heures avant l'heure limite, donc vers 22h, le gouvernement grec fait parvenir à l'Eurogroupe ses « actions prioritaires et engagements », texte de 13 pages qui reprend pratiquement intégralement les mesures demandées par les créanciers le 26 juin, celles-là mêmes qui ont été repoussées par le referendum : peut-on parler de « capitulation » ? S'agit-il, pour le gouvernement grec de « reculer pour mieux sauter » ou au contraire, si un accord est finalement obtenu, A. Tsipras ne réussit-il pas sa stratégie issue de la théorie des jeux chère à Y. Varoufakis, dans la mesure où à la fois il sauverait économiquement la situation de son pays et compterait politiquement sur une sorte d'union nationale, ce que le vote du Parlement grec permettra de vérifier ? D'ailleurs, en contrepartie de ces mesures, qui doivent permettre des économies de 13 milliards sur 3 ans, la Grèce demande une aide financière de 53,5 milliards pour couvrir ses besoins de remboursement de la dette jusqu'en 2018 (si on compte les 35 milliards pour investir dans la croissance du plan Juncker cela fait au total près de 84 milliards), une modification de l'objectif concernant l'excédent budgétaire primaire et un « reprofilage » de la dette à long terme.

Voici ce texte, dans son intégralité :

« Greece : Prior Actions.

Policy Commitments and Actions to be taken in consultation with EC/ECB/IMF staff:

1. 2015 supplementary budget and 2016-19 MTFS¹

Adopt effective as of July 1, 2015 a supplementary 2015 budget and a 2016–19 medium-term fiscal strategy, supported by a sizable and credible package of measures. The new fiscal path is premised on a primary surplus target of (1, 2, 3), and 3.5 percent of GDP in 2015, 2016, 2017 and 2018. The package includes VAT reforms (¶2), other tax policy measures (¶3), pension reforms (¶4), public administration reforms (¶5), reforms addressing shortfalls in tax collection enforcement (¶6), and other parametric measures as specified below.

¹ The fiscal path to reach the medium term primary surplus target of 3.5% will be discussed with the institutions, in light of recent economic developments.

2. VAT reform

Adopt legislation to reform the VAT system that will be effective as of July 1, 2015. The reform will target a net revenue gain of 1 percent of GDP on an annual basis from parametric changes. The new VAT system will: (i) unify the rates at a standard 23 percent rate, which will include restaurants and catering, and a reduced 13 percent rate for basic food, energy, hotels, and water (excluding sewage), and a super-reduced rate of 6 percent for pharmaceuticals, books, and theater; (ii) streamline exemptions to broaden the base and raise the tax on insurance; and (iii) Eliminate discounts on islands, starting with the islands with higher incomes and which are the most popular tourist destinations, except the most remote ones. This will be completed by end-2016, as appropriate and targeted fiscally neutral measures to compensate those inhabitants that are most in need are determined. The new VAT rates on hotels and islands will be implemented from October 2015.

The increase of the VAT rate described above may be reviewed at the end of 2016, provided that equivalent additional revenues are collected through measures taken against tax evasion and to improve collectability of VAT. Any decision to review and revise shall take place in consultation with the institutions.

3. Fiscal structural measures

Adopt legislation to:

- close possibilities for income tax avoidance (e.g., tighten the definition of farmers), take measures to increase the corporate income tax in 2015 and require 100 percent advance payments for corporate income and gradually for individual business income tax by 2017; phase out the preferential tax treatment of farmers in the income tax code by 2017; raise the solidarity surcharge;
- abolish subsidies for excise on diesel oil for farmers and better target eligibility to halve heating oil subsidies expenditure in the budget 2016;
- in view of any revision of the zonal property values, adjust the property tax rates if necessary to safeguard the 2015 and 2016 property tax revenues at €2.65 billion and adjust the alternative minimum personal income taxation;
- eliminate the cross-border withholding tax introduced by the installments act (law XXXX/2015) and reverse the recent amendments to the ITC in the public administration act (law XXXX/2015), including the special treatment of agricultural income;
- adopt outstanding reforms on the codes on income tax, and tax procedures: introduce a new Criminal Law on Tax Evasion and Fraud to amend the Special Penal Law 2523/1997 and any other relevant legislation, and replace Article 55, ¶s 1 and 2, of the TPC, with a view, inter alia, to modernize and broaden the definition of tax fraud and evasion to all taxes; abolish all Code of Book and Records fines, including those levied under law 2523/1997 develop the tax framework for collective investment vehicles and their participants consistently with the ITC and in line with best practices in the EU;
- adopt legislation to upgrade the organic budget law to: (i) introduce a framework for independent agencies; (ii) phase out ex-ante audits of the Hellenic Court of Auditors and account officers (ypologos); (iii) give GDFSs exclusive financial service capacity and GAO powers to oversee public sector finances; and (iv) phase out fiscal audit offices by January 2017;
- increase the rate of the tonnage tax and phase out special tax treatments of the shipping industry.

By September 2015, (i) simplify the personal income tax credit schedule; (ii) re-design and integrate into the ITC the solidarity surcharge for income of 2016 to more effectively achieve progressivity in the income tax system; (iii) issue a circular on fines to ensure the comprehensive and consistent application of the TPC; (iv) and other remaining reforms as specified in ¶9 of the IMF Country Report No. 14/151.

On health care, effective as of July 1, 2015, (i) re-establish full INN prescription, without exceptions, (ii) reduce as a first step the price of all off-patent drugs to 50 percent and all generics to 32.5 percent of the patent price, by repealing the grandfathering clause for medicines already in the market in 2012, and (iii) review and limit the prices of diagnostic tests to bring structural spending in line with claw back targets; and (iv) collect in the full the 2014 clawback for private clinics, diagnostics and pharmaceuticals, and extend their 2015 clawback ceilings to 2016.

Launch the Social Welfare Review under the agreed terms of reference with the technical assistance of the World Bank to target savings of 1/2 percent of GDP which can help finance a fiscally neutral gradual roll-out of the GMI in January 2016.

Adopt legislation to:

- reduce the expenditure ceiling for military spending by €100 million in 2015 and by €200 million in 2016 with a targeted set of actions, including a reduction in headcount and procurement;
- introduce reform of the income tax code, [inter alia covering capital taxation], investment vehicles, farmers and the self-employed, etc.;
- raise the corporate tax rate from 26% to 28%;
- introduce tax on television advertisements;

- and announce international public tender for the acquisition of television licenses and usage related fees of relevant frequencies;
- extend implementation of luxury tax on recreational vessels in excess of 5 meters and increase the rate from 10% to 13%, coming into effect from the collection of 2014 income taxes and beyond;
- extend Gross Gaming Revenues (GGR) taxation of 30% on VLT games expected to be installed at second half of 2015 and 2016;
- generate revenues through the issuance of 4G and 5G licenses.

We will consider some compensating measures, in case of fiscal shortfalls: (i) Increase the tax rate to income for rents, for annual incomes below €12,000 to 15% (from 11%) with an additional revenue of €160 million and for annual incomes above €12,000 to 35% (from 33%) with an additional revenue of €40 million; (ii) the corporate income tax will increase by an additional percentage point (i.e. from 28% to 29%) that will result in additional revenues of €130 million.

4. Pension reform

The Authorities recognise that the pension system is unsustainable and needs fundamental reforms. This is why they will implement in full the 2010 pension reform law (3863/2010), and implement in full or replace/adjust the sustainability factors for supplementary and lump-sum pensions from the 2012 reform as a part of the new pension reform in October 2015 to achieve equivalent savings and take further steps to improve the pension system.

Effective from July 1, 2015 the authorities will phase-in reforms that would deliver estimated permanent savings of 1/4-1/2 percent of GDP in 2015 and 1 percent of GDP on a full year basis in 2016 and thereafter by adopting legislation to:

- create strong disincentives to early retirement, including the adjustment of early retirement penalties, and through a gradual elimination of grandfathering to statutory retirement age and early retirement pathways progressively adapting to the limit of statutory retirement age of 67 years, or 62 and 40 years of contributions by 2022, applicable for all those retiring (except arduous professions, and mothers with children with disability) with immediate application;
- adopt legislation so that withdrawals from the Social Insurance Fund will incur an annual penalty, for those affected by the extension of the retirement age period, equivalent to 10 percent on top of the current penalty of 6 percent;
- integrate into ETEA all supplementary pension funds and ensure that, starting January 1, 2015, all supplementary pension funds are only financed by own contributions;
- better target social pensions by increasing OGA uninsured pension;
- Gradually phase out the solidarity grant (EKAS) for all pensioners by end-December 2019. This shall be legislated immediately and shall start as regards the top 20% of beneficiaries in March 2016 with the modalities of the phase out to be agreed with the institutions;
- freeze monthly guaranteed contributory pension limits in nominal terms until 2021;
- provide to people retiring after 30 June 2015 the basic, guaranteed contributory, and means tested pensions only at the attainment of the statutory normal retirement age of currently 67 years;
- increase the health contributions for pensioners from 4% to 6% on average and extend it to supplementary pensions;
- phase out all state-financed exemptions and harmonize contribution rules for all pension funds with the structure of contributions to IKA from 1 July 2015;

Moreover, in order to restore the sustainability of the pension system, the authorities will by 31 October 2015, legislate further reforms to take effect from 1 January 2016; (i) specific design and parametric improvements to establish a closer link between contributions and benefits; (ii) broaden and modernize the contribution and pension base for all self-employed, including by switching from notional to actual income, subject to minimum required contribution rules; (iii) revise and rationalize all different systems of basic, guaranteed contributory and means tested pension components, taking into account incentives to work and contribute; (iv) the main elements of a comprehensive SSFs consolidation, including any remaining harmonization of contribution and benefit payment rules and procedures across all funds; (v) abolish all nuisance charges financing pensions and offset by reducing benefits or increasing contributions in specific funds to take effect from 31 October 2015; and (vi) harmonize pension benefit rules of the agricultural fund (OGA) with the rest of the pension system in a pro rata manner, unless OGA is merged into other funds. The consolidation of social insurance funds will take place by end 2017. In 2015, the process will be activated through legislation to consolidate the social insurance funds under a single entity and the operational consolidation will have been completed by 31 December 2016. Further reductions in the operating costs and a more effective management of fund resources including improved balancing of needs between better-off and poorer-off funds will be actively encouraged.

The authorities will adopt legislation to fully offset the fiscal effects of the implementation of court rulings on the 2012 pension reform.

In parallel to the reform of the pension system, a Social Welfare Review will be carried out to ensure fairness of the various reforms.

The institutions are prepared to take into account other parametric measures within the pension system of equivalent effect to replace some of the measures mentioned above, taking into account their impact on growth, and provided that such measures are presented to the institutions during the design phase and are sufficiently concrete and quantifiable, and in the absence of this the default option is what is specified above.

5. Public Administration, Justice and Anti Corruption

Adopt legislation to:

- reform the unified wage grid, effective 1 January, 2016, setting the key parameters in a fiscally neutral manner and consistent with the agreed wage bill targets and with comprehensive application across the public sector, including decompressing the wage distribution across the wage spectrum in connection with the skill, performance and responsibility of staff. (The authorities will also adopt legislation to rationalise the specialised wage grids, by end-November 2015);
- align non-wage benefits such as leave arrangements, per diems, travel allowances and perks, with best practices in the EU, effective 1 January 2016;
- establish within the new MTFs ceilings for the wage bill and the level of public employment consistent with achieving the fiscal targets and ensuring a declining path of the wage bill relative to GDP until 2019;
- hire managers and assess performance of all employees (with the aim to complete the hiring of new managers by 31 December 2015 subsequent to a review process);
- introduce a new permanent mobility scheme applied by Q4 2015. The scheme will promote the use of job description and will be linked with an online database that will include all current vacancies. Final decision on employee mobility will be taken by each service concerned. This will rationalize the allocation of resources as well as the staffing across the General Government;
- reform the Civil Procedure Code, in line with previous agreements; introduce measures to reduce the backlog of cases in administrative courts; work closely with European institutions and technical assistance on e-justice, mediation and judicial statistics;
- strengthen the governance of ELSTAT. It shall cover (i) the role and structure of the Advisory bodies of the Hellenic Statistical System, including the recasting of the Council of ELSS to an advisory Committee of the ELSS, and the role of the Good Practice Advisory Committee (GPAC); (ii) the recruitment procedure for the President of ELSTAT, to ensure that a President of the highest professional calibre is recruited, following transparent procedures and selection criteria; (iii) the involvement of ELSTAT as appropriate in any legislative or other legal proposal pertaining to any statistical matter; (iv) other issues that impact the independence of ELSTAT, including financial autonomy, the empowerment of ELSTAT to reallocate existing permanent posts and to hire staff where it is needed and to hire specialised scientific personnel, and the classification of the institution as a fiscal policy body in the recent law 4270/2014; role and powers of Bank of Greece in statistics in line with European legislation.
- Publish a revised Strategic Plan against Corruption by 31 July 2015. Amend and implement the legal framework for the declaration of assets and financing of the political parties and adopt legislation insulating financial crime and anti-corruption investigations from political intervention in individual cases.

Moreover, in collaboration with the OECD, the Authorities will:

- Strengthen controls in public entities and especially SOEs. Empower the Line Ministries to perform robust audit and control inspections to supervised entities including SOEs.

L'EURO

- Strengthen controls and internal audit processes in high spending Local Government Institutions and their supervised legal entities.
- Strengthen controls in public and private investment cases funded either by national or co-funded by other sources, public works and public procurement (e.g. in health sector, SDIT).
- Strengthen transparency and control processes and skills in tax and customs authorities.
- Assess major risks in the public procurement cycle, taking in consideration the recent developments (Central Purchasing and e-Procurement: KHMDHS and ESHDHS) and the need to have a clear governance framework. Develop strategy according to the assessment(Q4 2015).
- Implement strategy to mitigate public procurement risks.(Q1 2016)
- Assess 2 specific sectors, Health and Public Works in order to understand the existing constraints related to corruption and waste risks and propose measures to address them. Develop and implement strategy. (Q4 2015)

6. Tax administration

- Take the following actions to:
 - Adopt legislation to establish an autonomous revenue agency, that specifies: (i) the agency's legal form, organization, status, and scope; (ii) the powers and functions of the CEO and the independent Board of Governors; (iii) the relationship to the Minister of Finance and other government entities; (iv) the agency's human resource flexibility and relationship to the civil service; (v) budget autonomy, with own GDFS and a new funding formula to align incentives with revenue collection and guarantee budget predictability and flexibility; (vi) reporting to the government and parliament; and (vii) the immediate transfer of all tax- and customs-related capacities and duties and all tax- and customs-related staff in SDOE and other entities to the agency.
 - on garnishments, adopt legislation to eliminate the 25 percent ceiling on wages and pensions and lower all thresholds of €1,500 while ensuring in all cases reasonable living conditions; accelerate procurement of IT infrastructure to automatize e-garnishment; improve tax debt write-off rules; remove tax officers' personal liabilities for not pursuing old debt; remove restrictions on conducting audits of tax returns from 2012 subject to the external tax certificate scheme; and enforce if legally possible upfront payment collection in tax disputes.
 - amend (i) the 2014–15 tax and SSC debt instalment schemes to exclude those who fail to pay current obligations and introduce a requirement for the tax and social security administrations to shorten the duration for those with the capacity to pay earlier and introduce market-based interest rates; the LDU and KEAO will assess by September 2015 the large debtors with tax and SSC debt exceeding €1 million (e.g. verify their capacity to pay and take corrective action) and (ii) the basic instalment scheme/TPC to adjust the market-based interest rates and suspend until end-2017 third-party verification and bank guarantee requirements.
 - adopt legislation to accelerate de-registration procedures and limit VAT re-registration to protect VAT revenues and accelerate procurement of network analysis software; and provide the Presidential Decree needed for the significantly strengthening the reorganization of the VAT enforcement section in order to strengthen VAT enforcement and combat VAT carousel fraud. The authorities will submit an application to the EU VAT Committee and prepare an assessment of the implication of an increase in the VAT threshold to €25,000.
 - combat fuel smuggling, via legislative measures for locating storage tanks (fixed or mobile);
 - Produce a comprehensive plan with technical assistance for combating tax evasion which includes (i) identification of undeclared deposits by checking bank transactions in banking institutions in Greece or abroad, (ii) introduction of a voluntary disclosure program with appropriate sanctions, incentives and verification procedures, consistent with international best practice, and without any amnesty provisions (iii) request from EU member states to provide data on asset ownership and acquisition by Greek citizens, (iv) renew the request for technical assistance in tax administration and make full use of the resource in capacity building, (v) establish a wealth registry to improve monitoring.
 - develop a costed plan for the promotion of the use of electronic payments, making use of the EU Structural and Investment Fund;
 - Create a time series database to monitor the balance sheets of parent-subsidiary companies to improve risk analysis criteria for transfer pricing.

7. Financial sector

Adopt: (i) amendments to the corporate and household insolvency laws including to cover all debtors and bring the corporate insolvency law in line with the OCW law; (ii) amendments to the household insolvency law to introduce a mechanism to separate strategic defaulters from good faith debtors as well as simplify and strengthen the procedures and introduce measures to address the large backlog of cases; (iii) amendments to improve immediately the judicial framework for corporate and household insolvency matters; (iv) legislation to establish a regulated profession of insolvency administrators, not restricted to any specific profession and in line with good cross-country experience; (v) a comprehensive strategy for the financial system: this strategy will build on the strategy document from 2013, taking into account the new environment and conditions of the financial system and with a view of returning the banks in private ownership by attracting international strategic investors and to achieve a sustainable funding model over the medium term; and (vi) a holistic NPL resolution strategy, prepared with the help of a strategic consultant.

8. Labour market

Launch a consultation process to review the whole range of existing labour market arrangements, taking into account best practices elsewhere in Europe. Further input to the consultation process described above will be provided by international organisations, including the ILO. The organization and timelines shall be drawn up in consultation with the institutions. In this context, legislation on a new system of collective bargaining should be ready by Q4 2015. The authorities will take actions to fight undeclared work in order to strengthen the competitiveness of legal companies and protect workers as well as tax and social security revenues.

9. Product market

Adopt legislation to:

- implement all pending recommendations of the OECD competition toolkit I, except OTC pharmaceutical products, starting with: tourist buses, truck licenses, code of conduct for traditional foodstuff, eurocodes on building materials, and all the OECD toolkit II recommendations on beverages and petroleum products:
 - In order to foster competition and increase consumer welfare immediately launch a new competition assessment, in collaboration and with the technical support of the OECD, on wholesale trade, construction, e-commerce and media. The assessment will be concluded by Q1 2016. The recommendations will be adopted by Q2 2016.
 - open the restricted professions of engineers, notaries, actuaries, and bailiffs and liberalize the market for tourist rentals;
 - eliminate non-reciprocal nuisance charges and align the reciprocal nuisance charges to the services provided;
 - reduce red tape, including on horizontal licensing requirements of investments and on low-risk activities as recommended by the World Bank, and administrative burden of companies based on the OECD recommendations, and (ii) establish a committee for the inter-ministerial preparation of legislation. Technical assistance of the World Bank will be sought to implement the easing of licensing requirements.
 - design electronic one-stop shops for businesses through analysing information obligations businesses have to comply with, structuring them accordingly and helping to design a project on developing the necessary ICT tools and infrastructure (Q3 2015). Setting up the institutional & co-ordination structure, identification of the business life events to be included, identification and mapping of information obligations & administrative procedures and training of officials (Q4 2015). Launch (Q1 2016).
 - adopt the reform of the gas market and its specific roadmap, and implementation should follow suit.
- take irreversible steps (including announcement of date for submission of binding offers) to privatize the electricity transmission company, ADMIE, or provide by October 2015 an alternative scheme, with equivalent results in terms of competition, in line with the best European practices to provide full ownership unbundling from PPC, while ensuring independence.

On electricity markets, the authorities will reform the capacity payments system and other electricity market rules to avoid that some plants are forced to operate below their variable cost, and to prevent the netting of the arrears between PPC and market operator; set PPC tariffs based on costs,

L'EURO

including replacement of the 20% discount for HV users with cost based tariffs; and notify NOME products to the European Commission. The authorities will also continue the implementation of the roadmap to the EU target model prepare a new framework for the support of renewable energies and for the implementation of energy efficiency and review energy taxation; the authorities will strengthen the electricity regulator's financial and operational independence;

10. Privatization

- The Board of Directors of the Hellenic Republic Asset Development Fund will approve its Asset Development Plan which will include for privatisation all the assets under HRDAF as of 31/12/2014; and the Cabinet will endorse the plan. ^[1] ^[2]
- To facilitate the completion of the tenders, the authorities will complete all government pending actions including those needed for the regional airports, TRAINOSE, Egnatia, the ports of Piraeus and Thessaloniki and Hellinikon (precise list in Technical Memorandum). This list of actions is updated regularly and the Government will ensure that all pending actions are timely implemented. ^[1] ^[2]
- The government and HRADF will announce binding bid dates for Piraeus and Thessaloniki ports of no later than end- October 2015, and for TRAINOSE ROSCO, with no material changes in the terms of the tenders. ^[1] ^[2]
- The government will transfer the state's shares in OTE to the HRADF. ^[1] ^[2]
- Take irreversible steps for the sale of the regional airports at the current terms with the winning bidder already selected ». ^[1] ^[2]

Vendredi 10 :

Après l'envoi du texte par le gouvernement grec, le climat européen change et devient plus confiant et plus favorable pour trouver un accord. Tout en estimant que « rien n'est encore fait », le Président Hollande juge « sérieuses et crédibles » les propositions grecques (cela n'est pas très étonnant s'il est exact que des Inspecteurs des finances de la Direction du Trésor français ont aidé leurs homologues grecs à rédiger ces propositions), et le chef du gouvernement italien se dit plus optimiste aujourd'hui qu'hier ; les taux d'emprunt des pays du Sud de la zone euro se détendent. Mais, contrairement à la France, l'Allemagne reste toujours opposée à toute restructuration de la dette grecque.

En tout début d'après-midi se tient une téléconférence entre les créanciers de la Grèce pour examiner les propositions grecques.

En cours d'après-midi, le Parlement grec est appelé à autoriser le gouvernement à négocier sur le texte envoyé la veille (se pose la question de savoir si dans le texte soumis au Parlement n'est pas ajoutée la question de l'allègement de la dette, alors qu'elle ne figure pas dans le texte transmis aux créanciers). Si ces propositions sont admises par le Conseil européen de dimanche, le Parlement grec devra alors se réunir pour transformer ces propositions en loi. Et il faudra aussi que six parlements nationaux acceptent obligatoirement le contenu de l'accord, ceux d'Allemagne, d'Autriche, d'Estonie, de Finlande, des Pays-Bas et de Slovaquie ; les parlements des autres pays pouvant être eux-aussi sollicités, avec ou sans vote.

Au cours de la nuit de vendredi à samedi, alors que les déçus du « non » manifestent devant le Parlement, celui-ci vote à une large majorité le soutien au programme de réformes du gouvernement : A. Tsipras a donc procuration pour aller négocier samedi devant l'Eurogroupe et dimanche devant le Conseil européen, avec « un mandat clair ». Pendant ce temps, les créanciers jugent « positives » les propositions du gouvernement grec et considèrent qu'elles constituent « une base de négociation » pour aboutir à un 3^{ème} plan d'aide.

Samedi 11, réunion de l'Eurogroupe à partir de 15h mais au bout de 9 heures de discussions, toujours pas d'accord : il est suspendu vers minuit et la poursuite des travaux est prévue le lendemain à 11h.

En début de réunion, trois sous-groupes apparaissent : l'un, majoritaire, qui comprend en particulier des pays comme l'Allemagne, la Finlande (le ministre finlandais dit clairement qu'il ne souhaite pas participer à un nouveau plan d'aide), la Slovaquie et la Slovénie, qui n'ont plus confiance en A. Tsipras et son gouvernement, un autre, minoritaire, qui comprend la France, l'Italie et Chypre, qui veulent tout faire pour que la Grèce reste dans la zone euro, et le troisième qui comprend environ 5 pays, dont le Luxembourg, qui adoptent une position relativement neutre. Alors que l'Eurogroupe est en réunion, le ministre allemand fait circuler une lettre datée du 10 juillet qui envisage plusieurs scénarios, y compris celui d'une sortie temporaire de la Grèce « avec une possible restructuration de la dette, si nécessaire dans un club de Paris, dans les 5 prochaines années ». Selon W. Schäuble, la restructuration de la dette allemande est nécessaire et cela est impossible juridiquement selon les textes des traités européens : il faut donc que la Grèce sorte temporairement de la zone euro. Indiquons au passage que certains beaux esprits pensent que c'est l'Allemagne qui aurait grand intérêt à sortir de la zone euro...

La position finlandaise et la lettre allemande déstabilisent la réunion.

Dimanche 12, l'Eurogroupe reprend ses discussions. Le Président du Conseil annonce l'annulation du Conseil de l'UE prévu pour l'après-midi. Pour se centrer sur la crise grecque, c'est seulement le Conseil limité aux 19 pays de la zone euro qui se tient à partir de 16h et il est annoncé qu'il durera

jusqu'à ce que soit trouvée une solution pour la Grèce. L'Eurogroupe a transmis au Conseil un document évoquant une sortie temporaire de la Grèce de la zone euro, une aide d'environ 84 milliards dont aurait besoin la Grèce (donc une augmentation de 30 milliards par rapport aux 50 initialement prévus) et l'Eurogroupe exige des garanties concernant la mise en œuvre effective des réformes par le vote rapide (mercredi ?) par le Parlement grec de lois correspondant aux réformes proposées en particulier sur la TVA, la fiscalité et les retraites pour pouvoir parler d'échelonnement de la dette. Manque cependant des réflexions sur la relance de l'économie via l'investissement.

Vers 18h 30 suspension des travaux du Conseil pour une réunion à 4 : Allemagne, France, Grèce et Président du Conseil, qui va durer près de 2h. Puis le Sommet à 19 reprend. Vers 21h, la Grèce accepte de faire voter le Parlement mercredi comme cela est attendu.

Les négociations continuent pratiquement tout au long de la nuit, avec des suspensions qui permettent des discussions en groupes restreints et en têtes à têtes. Des points « noirs » empêchent encore un accord, en particulier le rôle du FMI et la création d'un fonds rassemblant des actifs publics grecs à hauteur de 50 milliards d'euros pour garantir des mesures de privatisation, fonds qui serait géré au Luxembourg. À un peu plus de 7h du matin se retrouvent une fois de plus A. Merkel, F. Hollande, A. Tsipras et D. Tusk : le sujet principal de la discussion est le fonds de privatisation et sa localisation. Une heure plus tard, les 19 se retrouvent tous ensemble. À 8h57, D. Tusk annonce que « le sommet européen a conclu un accord à l'unanimité (...) Tout est prêt pour lancer le mécanisme européen de stabilité financière pour soutenir les importantes réformes que fera la Grèce » ; le Président du Conseil fait quelques minutes plus tard un jeu de mot « we have an agreekment », Il aura fallu au Conseil 17 heures de négociations ; le « Grexit » est donc évité. Aussitôt, les Bourses réagissent favorablement et le taux à 10 ans de la Grèce recule fortement ; l'euro remontera aussi en cours de journée face au dollar. Devant la presse, A. Tsipras déclare en milieu de matinée que « Nous avons livré un combat juste jusqu'au bout. (...) Nous avons évité le projet de transfert des actifs à l'étranger, l'asphyxie financière. (...) Nous avons pu obtenir une restructuration de la dette et un financement à moyen terme. Nous savions que ce ne serait pas facile. Mais nous avons obtenu beaucoup de choses pour un changement nécessaire (...) Le message de la dignité grecque a été transmis en Europe et dans le monde entier. (...) La mise en œuvre (du plan) sera difficile. Les mesures prévues sont celles votées au Parlement grec. Elles renforceront sans aucun doute la récession mais je suis convaincu et j'espère que les mesures financières de l'accord permettront aux marchés de comprendre que le Grexit appartient au passé ». Le Président français souligne que l'accord comprend « un reprofilage de la dette grecque par un allongement des échéances, des maturités et par une négociation des intérêts ».

La déclaration signée à l'issue du Sommet de la zone euro est publiée en fin de matinée.

En voici l'intégralité :

« Le sommet de la zone euro souligne la nécessité cruciale de rétablir la confiance avec les autorités grecques, condition préalable pour un éventuel futur accord sur un nouveau programme du MES. À cet égard, il est essentiel que la maîtrise du processus revienne aux autorités grecques, et que les engagements pris dans ce contexte devraient être suivis d'une mise en œuvre effective.

Il est attendu d'un État membre de la zone euro demandant l'assistance financière du MES qu'il adresse, lorsque cela est possible, une demande similaire au FMI (1). Il s'agit d'une condition préalable pour que l'Eurogroupe approuve un nouveau programme du MES. La Grèce demandera donc que le FMI maintienne son soutien (surveillance et financement) à partir de mars 2016. (1) Traité instituant le MES, considérant (8).

Compte tenu de la nécessité de rétablir la confiance avec la Grèce, le sommet de la zone euro se félicite que la Grèce ait pris l'engagement de légiférer sans délai sur une première série de mesures. Ces mesures, prises en accord total et préalable avec les institutions, porteront sur :

- pour le 15 juillet

- une rationalisation du régime de TVA et un élargissement de l'assiette fiscale afin d'accroître les recettes ;
- des mesures directes pour améliorer la viabilité à long terme du système des retraites dans le cadre d'un programme global de réforme des retraites ;
- la garantie de la pleine indépendance juridique d'ELSTAT ;
- la pleine mise en œuvre des dispositions pertinentes du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire, notamment en rendant opérationnel le conseil budgétaire avant la finalisation du protocole d'accord et en introduisant des réductions quasi automatiques des dépenses en cas de dérapages par rapport à des objectifs ambitieux d'excédents primaires, après avoir sollicité l'avis du conseil budgétaire et sous réserve de l'accord préalable des institutions ;

- pour le 22 juillet

- l'adoption du code de procédure civile, qui représente une refonte en profondeur des procédures et modalités propres au système de justice civile et peut accélérer considérablement les procédures judiciaires et réduire les coûts dans ce domaine ;
- la transposition de la directive relative au redressement des banques et à la résolution de leurs défaillances, avec le soutien de la Commission européenne.

Ce n'est qu'après - et immédiatement après - que les quatre premières mesures susmentionnées auront fait l'objet d'une mise en œuvre au plan juridique et que le Parlement grec aura approuvé tous les engagements figurant dans le présent document, avec vérification par les institutions et l'Eurogroupe, qu'une décision pourra être prise donnant mandat aux institutions de négocier un protocole d'accord. Cette décision serait prise sous réserve de l'achèvement des procédures nationales et à condition que les conditions préalables prévues à l'article 13 du traité instituant le MES soient

réunies, sur la base de l'évaluation visée à l'article 13, paragraphe 1.

Afin de pouvoir servir de base à la conclusion positive du protocole d'accord, les mesures de réforme présentées par la Grèce doivent être sérieusement renforcées compte tenu de la profonde dégradation de la situation économique et budgétaire du pays au cours de l'année dernière.

Le gouvernement grec doit s'engager formellement à renforcer ses propositions dans un certain nombre de domaines recensés par les institutions, en les accompagnant d'un calendrier suffisamment précis pour ce qui est de la législation et de la mise en œuvre, y compris des critères de référence structurels, des échéances et des critères de référence quantitatifs, afin de donner une idée claire de l'orientation des politiques à moyen terme. Il doit notamment, en accord avec les institutions :

- mener d'ambitieuses réformes des retraites et définir des politiques visant à compenser pleinement l'incidence budgétaire de l'arrêt de la cour constitutionnelle relative à la réforme des pensions de 2012 et mettre en œuvre la clause de déficit zéro ou des mesures alternatives mutuellement acceptables d'ici octobre 2015 ;

- adopter des réformes plus ambitieuses du marché des produits assorties d'un calendrier précis de mise en œuvre de toutes les recommandations du volume I du manuel de l'OCDE pour l'évaluation de la concurrence, y compris dans les domaines suivants: ouverture des magasins le dimanche, périodes de soldes, propriété des pharmacies, lait et boulangeries, à l'exception des produits pharmaceutiques vendus sans ordonnance qui feront l'objet d'une mise en œuvre à un stade ultérieur, ainsi qu'en ce qui concerne l'ouverture de professions fermées essentielles au niveau macro-économique (par exemple, les transports par ferry). En ce qui concerne le suivi du volume II du manuel de l'OCDE, l'industrie manufacturière doit être comprise dans les actions préalables ;

- en ce qui concerne les marchés de l'énergie, procéder à la privatisation de l'opérateur du réseau de distribution d'électricité (ADMIE), à moins que l'on puisse trouver des mesures de remplacement ayant un effet équivalent sur la concurrence, comme convenu par les institutions ;

- en ce qui concerne le marché du travail, entreprendre un réexamen rigoureux et une modernisation des négociations collectives, de l'action syndicale et, conformément à la directive pertinente de l'UE et aux bonnes pratiques, des procédures de licenciement collectif selon le calendrier et l'approche convenus avec les institutions. Sur la base de ces réexamens, les politiques du marché du travail devraient être alignées sur les meilleures pratiques internationales et européennes, sans que cela se traduise par un retour aux politiques antérieures qui ne sont pas compatibles avec les objectifs de croissance durable et inclusive ;

- adopter les mesures nécessaires pour renforcer le secteur financier, y compris des mesures radicales concernant les prêts non performants et des mesures visant à renforcer la gouvernance du Fonds hellénique de stabilité financière (HFSF) et des banques, en particulier en éliminant toute possibilité d'interférence politique, notamment dans les processus de nomination.

Par ailleurs, les autorités grecques suivront les mesures suivantes :

- élaborer un programme de privatisation nettement plus étoffé avec une meilleure gouvernance ; des actifs grecs de valeur seront transférés dans un fonds indépendant qui monétisera les actifs par des privatisations et d'autres moyens. La monétisation des actifs constituera une source permettant le remboursement programmé du nouveau prêt du MES et générera sur la durée du nouveau prêt un montant total fixé à 50 milliards d'euros, dont 25 milliards d'euros serviront au remboursement de la recapitalisation des banques et d'autres actifs, et 50 % de chaque euro restant (c'est-à-dire 50 % de 25 milliards d'euros) serviront à diminuer le ratio d'endettement, les autres 50% étant utilisés pour des investissements. Ce fonds serait mis en place en Grèce et géré par les autorités grecques sous la supervision des institutions européennes concernées. En accord avec les institutions, et sur la base des bonnes pratiques internationales, un cadre législatif devrait être adopté pour garantir des procédures transparentes et une valorisation adéquate des ventes d'actifs, conformément aux principes et aux normes de l'OCDE sur la gestion des entreprises publiques ;

- conformément aux ambitions du gouvernement grec, moderniser et considérablement renforcer l'administration publique grecque, et mettre en place, sous l'égide de la Commission européenne, un programme de renforcement des capacités et de dépolitisation de l'administration publique grecque. Une première proposition devrait être présentée d'ici le 20 juillet après discussion avec les institutions. Le gouvernement grec s'engage à réduire encore les coûts de l'administration publique grecque, conformément à un calendrier convenu avec les institutions ;

- normaliser complètement les méthodes de travail avec les institutions, y compris le travail nécessaire sur le terrain à Athènes, pour améliorer la mise en œuvre et le suivi du programme. Le gouvernement doit consulter les institutions et convenir avec elles de tout projet législatif dans les domaines concernés dans un délai approprié avant de le soumettre à la consultation publique ou au Parlement. Le sommet de la zone euro souligne une nouvelle fois que la mise en œuvre est capitale et, dans ce contexte, se félicite que les autorités grecques aient l'intention de demander d'ici le 20 juillet le soutien des institutions et des États membres en vue d'une assistance technique et demande à la Commission européenne de coordonner ce soutien de l'Europe ;

- à l'exception de la loi sur la crise humanitaire, le gouvernement grec procédera à un réexamen en vue de modifier les dispositions législatives adoptées qui sont contraires à l'accord du 20 février puisqu'elles constituent un retour en arrière par rapport aux engagements pris au titre du programme précédent ou il définira des mesures compensatoires clairement équivalentes pour les droits acquis qui ont été créés par la suite.

Les engagements énumérés plus haut correspondent au minimum exigé pour entamer les négociations avec les autorités grecques. Toutefois, le sommet de la zone euro a clairement indiqué que le fait de commencer des négociations n'exclut pas la possibilité d'un accord final sur un nouveau programme du MES, qui devra reposer sur une décision relative à l'ensemble du paquet (y compris les besoins de financement, le caractère soutenable de la dette et un financement-relais éventuel).

Le sommet de la zone euro prend acte de ce que les besoins de financement du programme pourraient se situer entre 82 et 86 milliards d'euros, selon les estimations des institutions. Il invite ces dernières à étudier les possibilités de réduire l'enveloppe de financement, en suivant une autre trajectoire budgétaire ou grâce à des recettes plus élevées tirées des privatisations. Rétablir l'accès au marché, ce qui est un des objectifs de tout programme d'assistance financière, diminue la nécessité de puiser dans l'enveloppe de financement totale. Le sommet de la zone euro prend note des besoins de financement urgents de la Grèce qui rendent d'autant plus nécessaire de progresser rapidement pour prendre une décision sur un nouveau protocole d'accord: d'après les estimations, ces besoins s'élèveraient à 7 milliards d'euros d'ici le 20 juillet, et à 5 milliards d'euros supplémentaires d'ici la mi-août.

Le sommet de la zone euro est conscient qu'il importe de veiller à ce que l'État grec souverain puisse régler ses arriérés vis-à-vis du FMI et de la Banque de Grèce et honorer ses titres de créances dans les semaines qui viennent afin de créer les conditions qui permettront de mener à bonne fin les négociations. Le risque de ne pas pouvoir conclure rapidement les négociations demeure entier pour la Grèce. Le sommet de la zone euro invite l'Eurogroupe à discuter d'urgence de ces questions.

Compte tenu de l'acuité des problèmes rencontrés par le secteur financier grec, l'enveloppe totale d'un nouveau programme éventuel du MES devrait inclure la constitution d'un fonds de réserve de 10 à 25 milliards d'euros pour le secteur bancaire afin de pouvoir faire face aux éventuels besoins de recapitalisation des banques et aux éventuels coûts de résolution, dont 10 milliards d'euros seraient immédiatement mis à disposition dans un compte ségrégué au MES.

Le sommet de la zone euro est conscient qu'une décision doit être prise rapidement sur un nouveau programme pour que les banques puissent rouvrir, ce qui permettrait d'éviter une augmentation de l'enveloppe de financement totale. La BCE/le MSU procédera à une évaluation complète après l'été. La réserve globale permettra de combler les éventuelles insuffisances de fonds propres suivant l'évaluation complète après que le cadre juridique aura été appliqué.

De sérieux doutes planent sur le caractère soutenable de la dette grecque. Cela est dû au relâchement des politiques au cours des douze derniers mois, qui a entraîné la dégradation récente de l'environnement macroéconomique et financier du pays. Le sommet de la zone euro rappelle que les États membres de la zone euro ont, tout au long de ces dernières années, adopté une série impressionnante de mesures pour soutenir la viabilité de la dette de la Grèce, qui ont allégé le service de la dette de la Grèce et sensiblement réduit les coûts.

En conséquence, dans le cadre d'un éventuel programme futur du MES, et conformément à l'esprit de la déclaration de l'Eurogroupe de novembre 2012, l'Eurogroupe est prêt à envisager, si nécessaire, d'éventuelles mesures supplémentaires (un allongement éventuel des périodes de grâce et des délais de remboursement) afin de faire en sorte que les besoins bruts de financement demeurent à un niveau soutenable. Ces mesures seront subordonnées à la mise en œuvre intégrale des mesures à convenir dans le cadre d'un nouveau programme éventuel et seront envisagées après le premier réexamen qui aura abouti à un résultat concluant.

Le sommet de la zone euro souligne que l'on ne peut pas opérer de décote nominale sur la dette.

Les autorités grecques réaffirment leur attachement sans équivoque au respect de leurs obligations financières vis-à-vis de l'ensemble de leurs créanciers,

intégralement et en temps voulu.

Pour autant que toutes les conditions nécessaires figurant dans le présent document soient remplies, l'Eurogroupe et le conseil des gouverneurs du MES peuvent, conformément à l'article 13, paragraphe 2, du traité instituant le MES, charger les institutions de négocier un nouveau programme du MES, si les conditions préalables énoncées à l'article 13 du traité instituant le MES sont réunies sur la base de l'évaluation visée à l'article 13, paragraphe 1.

Pour contribuer à soutenir la croissance et la création d'emplois en Grèce (au cours des trois¹¹ à cinq prochaines années), la Commission travaillera étroitement avec les autorités grecques pour mobiliser jusqu'à 35 milliards d'euros (dans le cadre de différents programmes de l'UE) en vue de financer des investissements et l'activité économique, y compris au niveau des PME. À titre de mesure exceptionnelle et compte tenu de la situation exceptionnelle dans laquelle se trouve la Grèce, la Commission fera une proposition visant à augmenter le niveau de préfinancement d'un milliard d'euros afin de donner une impulsion immédiate aux investissements, dont se chargeront les colégislateurs de l'UE. Le plan d'investissement pour l'Europe offrira également des possibilités de financement pour la Grèce ».

En début d'après-midi, la BCE annonce le maintien du mécanisme ELA, sans changement, mais le gouvernement grec prolonge la fermeture des banques, vraisemblablement jusqu'à jeudi.

L'Eurogroupe se réunit à nouveau à partir du milieu de l'après-midi pour décider des aides transitoires à la Grèce et des modalités de mise en œuvre du fonds des privatisations. En fin de réunion, J. Dijsselbloem est réélu président de l'Eurogroupe. À propos du fonds des privatisations, il était au départ prévu qu'il soit géré au Luxembourg mais les responsables grecs ont tenu bon pour ne pas perdre davantage de souveraineté car il faut bien reconnaître que l'accord obtenu correspond à une mise sous tutelle administrative et financière de la Grèce ; le Parlement grec n'aura pratiquement plus de pouvoir de décision et le système de coupes budgétaires automatiques en cas de dérapage par rapport aux objectifs assignés ne laisse aucune marge de manœuvre à l'exécutif grec.

On ne parle donc plus de « Grexit » mais la crise grecque est loin d'être finie. D'abord, il faut que plusieurs parlements nationaux se prononcent dans les tout prochains jours. Il faut ensuite que la Grèce apporte la preuve de sa détermination à mener les réformes et à prendre les mesures que l'on attend d'elle. Il faut aussi comprendre que le problème essentiel que soulève la crise grecque est davantage politique et économique que strictement financier : la Grèce doit résoudre en priorité un problème de gouvernance étatique et de croissance économique, ce qui prendra nécessairement beaucoup de temps ; si ce défi n'est pas relevé, on peut parier que l'accord ne sera qu'un « cautère sur une jambe de bois », qu'un 3^{ème} plan d'aide n'aura pas davantage de résultats que les deux précédents, que la politique d'austérité exigée de la Grèce sera contre-productive et que ce pays retombera dans le cercle vicieux austérité-récession-austérité. Comme le dira Benoît Cœuré, membre du Directoire de la BCE, dans un entretien publié par Le Monde le 28 juillet, « les réformes du programme ne visent pas à imposer un néolibéralisme effréné à Athènes. Elles visent au contraire à créer un cadre fiscal, social et politique moderne et plus équitable, et à construire un État efficace, capable d'intervenir dans l'économie pour le bien commun. Une mission à laquelle l'État grec a souvent failli ». Il est évident aussi que la situation grecque intérieure va être particulièrement difficile après la conclusion de l'accord et suite aux différents épisodes qui l'ont précédé, sur tous les plans, économique, social et politique. Il faut enfin souhaiter que la crise grecque pousse les responsables européens à remédier aux dysfonctionnements congénitaux de la zone euro. Pour eux, l'heure des choix fondamentaux est venue : faut-il pousser plus loin l'idée fédérale en mettant en place une Europe fiscale et un gouvernement économique européen ou vaut-il mieux privilégier la dimension intergouvernementale de l'Europe en protégeant le périmètre des souverainetés nationales ? En tous les cas, la crise grecque révèle, s'il en était besoin, un double fossé, celui bien connu entre une Europe du Nord, surtout éprise de discipline, et une Europe du Sud, attendant essentiellement de la solidarité - et reconnaissons que l'Europe est construite bien davantage sur le principe du respect des règles posées en commun sur celui de la solidarité - mais aussi un fossé entre le groupe des pays performants qui estiment ne rien devoir à la Grèce, un groupe de pays plus pauvres que la Grèce mais qui ont respecté les règles du jeu européen et qui ne veulent donc pas payer pour elle, et le groupe de pays tels que la France qui sont dans une situation économique et financière fragile et que le plan grec force à rentrer coûte que coûte dans les clous : comment combler de tels fossés ? La crise grecque révèle aussi une aggravation du déséquilibre au sein du couple indispensable à l'Europe qu'elles forment entre l'Allemagne et la France, la première fière de ses performances et la seconde empêtrée dans ses difficultés budgétaires et économiques. Toujours en termes d'équilibre, la crise grecque pose la question du dosage à revoir, à la fois entre des objectifs purement budgétaires et des objectifs plus largement économiques, et entre de tels objectifs économique-financiers et les objectifs politiques qui sont à la base du projet européen depuis le tout début : la paix, la démocratie et la prospérité.

Le lundi 13, la Grèce fait à nouveau défaut sur une dette de 456 millions d'euros qu'elle doit au FMI.

Le mardi 14, la Grèce réussit à rembourser un prêt que le Japon lui a accordé il y a 20 ans de 20 milliards de yens (146 millions d'euros). Certes, c'est un bon signal pour les marchés mais de lourdes échéances approchent et la Grèce (7 milliards en juillet et 5 en août) a un besoin urgent de prêts relais en attendant que le 3^{ème} plan d'aide prévu par l'accord du 12 soit mis en œuvre, ce qui peut nécessiter plusieurs semaines de discussions, et « c'est un sujet très complexe, juridiquement et politiquement » affirme le président de l'Eurogroupe. Un « Euroworking group », qui rassemble les directeurs du Trésor des pays de la zone euro, se réunit aujourd'hui pour préparer des éléments de solution.

L'utilisation d'un reliquat de plus de 13 milliards du FESF ne semble pas possible parce que cela nécessiterait l'accord de l'ensemble des pays de l'UE ; par contre, des prêts bilatéraux directs à la Grèce sont imaginables : suite aux positions qu'elles ont prises lors des négociations, la France et l'Italie y consentiront-elles ?

Dans son allocution du 14 juillet, le Président Hollande remet sur la table la proposition de « gouvernement économique européen » ; également celle d'un Parlement de la zone euro et d'un budget commun, idée que partage le ministre allemand des finances, qui verrait bien par ailleurs une limitation des pouvoirs de la Commission, notamment pour réguler la concurrence, ce qui pourrait être selon lui confié à une autorité administrative indépendante comme en France. Cela revient à rappeler une part importante du contenu de la lettre envoyée par F. Hollande et A. Merkel à J.-C. Juncker fin mai, mais depuis rien n'avait changé... De plus en plus d'experts reconnaissent que l'institution d'un ministre des finances européen est nécessaire pour éviter la multiplication de crises comme celle que connaît actuellement la Grèce, surtout que, comme le dit Benoît Cœuré, « le génie de la sortie de la zone euro a été libéré par la crise grecque et ne rentrera pas facilement dans sa bouteille ».

Pourtant, dans un rapport qui sera publié le 28, le groupe allemand des « cinq sages » chargés de conseiller le gouvernement conseille de ne pas prendre dans la précipitation des mesures de plus grande intégration, telles qu'un gouvernement économique ou un budget européen, et recommande bien plutôt la création d'un dispositif de faillite organisée d'un pays membre de la zone euro qui serait défaillant. Ils estiment que la sortie de la zone euro doit être un dernier recours dans le cas où un État membre menacerait la zone euro tout entière en étant durablement non coopératif.

Le 15 juillet, bien qu'il n'engage pas l'exécutif français, vote favorable par l'Assemblée nationale et le Sénat sur l'accord de Bruxelles du 13.

Dans la nuit du 15 au 16, le Parlement grec adopte le projet de loi qui propose de nombreuses mesures figurant dans l'accord signé à Bruxelles (TVA, retraites, règle d'or budgétaire) ; grâce aux voix de l'opposition.

Le 16 juillet, lors d'une conférence de presse, le Président de la BCE affirme qu'un allègement de la dette grecque est absolument nécessaire. Comme le FMI, il est partisan d'un allongement de la maturité et de l'abaissement des taux et non pas d'une réduction « sèche » (« hair cut »). Il annonce aussi le relèvement du plafond du dispositif ELA à 90 milliards d'euros.

Le 17 juillet, le Parlement allemand approuve à une large majorité l'accord de Bruxelles et donne donc son feu vert pour un 3^{ème} plan d'aide à la Grèce.

L'UE annonce le déblocage d'un prêt d'urgence (de 3 mois) à la Grèce de plus de 7 milliards d'euros pour lui permettre de rembourser le 20 à la BCE les 4,2 milliards qu'elle lui doit.

En soirée, le Premier ministre grec annonce un remaniement ministériel dans le but d'écarter du gouvernement les « frondeurs » opposés à l'accord du 13.

Le samedi 18 juillet, D. Strauss-Kahn fait paraître sur Internet une lettre ouverte « À mes amis allemands » dont les deux premiers alinéas disent l'essentiel de ce que l'ancien Directeur général du FMI pense de l'accord signé à Bruxelles (<http://fr.slideshare.net/DominiqueStraussKahn/150718-tweeteurope>) :

« Hollande a tenu bon. Merkel a bravé ceux qui ne voulaient à aucun prix d'un accord. C'est à leur honneur. Un plan a de bonnes chances d'être mis en œuvre, repoussant, sinon effaçant, les risques de Grexit. C'est insuffisant mais c'est heureux.

Mais les conditions de cet accord, quant à elles, sont proprement effrayantes pour qui croit encore en l'avenir de l'Europe. Ce qui s'est passé pendant le week-end dernier est pour moi fondamentalement néfaste, presque mortifère ».

Le 20 juillet, les banques grecques rouvrent. Le plafond des 60 euros de retrait par jour et par personne est maintenu mais il va être possible de retirer directement au guichet, par semaine, 300 euros jusqu'au 25 juillet puis 420 euros. Le contrôle des capitaux est maintenu ; il faut dire que la fuite massive des capitaux fragilise considérablement les banques grecques.

Le 23 juillet les députés grecs votent - une fois de plus grâce aux voix de l'opposition - un deuxième volet de réformes demandées par les créanciers pour permettre l'ouverture des négociations en vue d'un 3^{ème} plan d'aide (réforme de la procédure civile, adoption d'une directive européenne pour la résolution des faillites bancaires). Si ce nouveau plan d'aide n'est pas suffisamment rapidement fixé,

il faudra à la Grèce un nouveau prêt relais pour qu'elle puisse payer ce qu'elle doit à la BCE au plus tard le 20 août et au FMI en septembre.

Ce même jour, se concrétise pour la 1^{ère} fois en France la mise en place du plan Juncker, c'est-à-dire du Fonds européen pour les investissements stratégiques – FEIS), par la signature par les ministres français de l'économie et des finances publiques d'une prise de participation du FEIS dans le fonds Omnes consacré aux énergies renouvelables, pour une somme de 50 millions d'euros.

Le 24, en principe, les représentants des Institutions, donc des créanciers de la Grèce, doivent se rendre à Athènes pour négocier les conditions du 3^{ème} plan d'aide. Mais ils n'iront pas parce que, soi-disant, « il y a des questions de logistique à résoudre, en particulier en ce qui concerne la sécurité ». En réalité, il y a des divergences de vue importantes sur la démarche à adopter, à la fois entre les créanciers et le gouvernement grec (en particulier sur le contrôle des statistiques grecques) et entre les créanciers eux-mêmes (en particulier entre le FMI et les partenaires européens, le premier faisant pression sur les seconds pour qu'il y ait une renégociation de la dette grecque).

Le 30, le FMI durcit sa position dans l'affaire grecque puisqu'il lie sa participation au 3^{ème} plan d'aide à une double acceptation : celle par les partenaires européens d'alléger la dette de la Grèce (le FMI ne peut prêter que si la dette est considérée comme soutenable) et celle par la Grèce de mener un paquet « complet » de réformes.

En ce qui concerne les discussions « techniques » sur la Grèce, la dernière semaine du mois se termine sur un constat habituel : de lourds problèmes subsistent entre la Grèce et ses créanciers, et toujours sur les mêmes dossiers : la fiscalité (calcul de l'impôt sur la solidarité), les retraites (accélération de la suppression des retraites anticipées et de la prime spéciale aux petites retraites) et le marché du travail (assouplissement des licenciements collectifs).

Le 31 juillet, l'euro cote 1,0985 \$, après avoir coté 1,1113 le 3, 1,1152 le 10, 1,0829 le 17 et 1,0984 le 24.

• Août 2015 ->

Le lundi 3, réouverture de la Bourse grecque après 5 semaines de fermeture : elle baisse en début de séance de 23 % pour finir la journée sur une baisse de 16% (L'ASE, indice boursier a chuté exactement de 16,23%, ce qui ne s'est jamais vu depuis 1987). Cette baisse s'explique tout logiquement par un véritable plongeon des cours des établissements financiers.

Après plusieurs jours - et nuits - de négociations, spécialement depuis le samedi 8, un accord technique est trouvé tôt le mardi 11 pour un troisième plan d'aide à la Grèce, de 82 à 86 milliards d'euros sur 3 ans, même si certaines questions « secondaires » restent encore en suspens. Cela devrait permettre à la Grèce de payer les 3,4 milliards à la BCE dont l'échéance est le 20 et de recapitaliser ses banques. Il est prévu un certain assouplissement des exigences budgétaires : la Grèce pourra avoir un déficit primaire de 0,5% de son PIB en 2015 (contre un excédent primaire de 1%), et des excédents primaires de 0,5% en 2016 et de 1,75% en 2017 (contre respectivement 2% et 3%), mais la norme de 3,5% pour 2018 est maintenue. Beaucoup d'économistes doutent que ces objectifs, même assouplis, soient réalisables parce qu'ils reposent sur des hypothèses irréalistes. Par ailleurs, un nouveau train de mesures doit être présenté devant le Parlement grec, ce qui soulève potentiellement de difficultés politiques. En tous les cas, rien n'est prévu pour renégocier la dette grecque qui atteint 170% du PIB, sans compter le nouveau plan qui pourrait la faire grimper près des 200%. Bref, en réalité, le risque de Grexit rôde toujours...

Notons que c'est également ce 11 août que le yuan est dévalué.

Le vendredi 14 août, au matin et après toute une nuit de débats, le Parlement grec approuve le 3^{ème} plan d'aide, et ses contreparties. Le vote est positif grâce aux voix de l'opposition, ce qui ne manque pas de mettre en porte à faux le gouvernement en place et plus spécialement le Premier ministre A. Tsipras. D'ailleurs, le Premier ministre a perdu sa majorité. Les contreparties exigées sont lourdes et leur calendrier est très serré : toutes les décisions qui ont un impact budgétaires doivent être négociées avec les créanciers, révision totale du code des impôts, lutte renforcée contre la fraude fiscale, rationalisation des dépenses de santé, retraite à 67 ans, libéralisation du marché de l'énergie et des services, privatisations de ports et d'aéroports, modernisation de l'administration, ...

Dans l'après-midi de ce même vendredi 14, une longue réunion de l'Eurogroupe se termine elle aussi sur la validation de ce 3^{ème} plan d'aide, qui pourra aller jusqu'à 86 milliards d'euros sur 3 ans. La première tranche sera de 26 milliards, avec un versement immédiat de 10 milliards, déposés sur un compte distinct dans le but de recapitaliser rapidement les banques grecques. Puis un autre versement interviendra peu après, de 13 milliards, pour permettre à la Grèce de rembourser ce qu'elle doit à la BCE au plus tard le 20 août. Le reste sera versé à l'automne. De son côté, le FMI reste sur ses positions : comme ce nouveau plan va faire monter la dette grecque à 200% du PIB, il estime cette dette carrément insoutenable et conditionne sa participation au nouveau plan aux décisions qu'il demande aux Européens de prendre pour alléger la dette grecque. Enfin, pour que ce 3^{ème} plan d'aide soit complètement validé, il faut que certains parlements nationaux se prononcent. Le résultat du vote du Bundestag en particulier ne semble pas faire de doute (cela sera fait le mercredi 19 en fin de matinée).

Plusieurs voix expriment leur scepticisme sur l'efficacité de ce 3^{ème} plan d'aide. D'abord parce qu'il risque fort d'être très récessif, ce qui rend très irréalistes les hypothèses du programme des créanciers, et que les réformes structurelles prévues seront difficiles à mettre en œuvre ; ensuite, il ne dit rien sur le traitement de la dette ; enfin et surtout, il ne répond pas aux deux problèmes essentiels de la Grèce : la reconstruction de son État et de son économie.

En ce milieu d'août la situation économique de la Chine se dégrade : comme la croissance chinoise représente plus du tiers de la croissance mondiale, il n'est pas surprenant que ce retournement ait des répercussions sur les marchés boursiers, de devises et de matières premières qui enregistrent de fortes baisses, et tout spécialement celles des économies émergentes ; et cela représente un danger considérable pour l'économie mondiale. Ce sont les États-Unis qui deviennent la locomotive principale de la croissance mondiale (leur PIB s'accroît de 3,7% en rythme annualisé contre 2,3% prévu en juillet, d'autant plus que la reprise en Europe marque le pas : d'ailleurs, après la réunion du Conseil des gouverneurs du 3 septembre, le Président de la BCE considère que « de nouveaux irsques pesant sur les perspectives de croissance comme d'inflation sont apparus récemment ». Mais quelle politique des taux va mener la Fed, confrontée d'un côté à une reprise de la croissance américaine et d'un autre à un freinage de celle de l'Asie ?

Par ailleurs, une crise monte en puissance, celle des migrations de milliers de personnes qui fuient les pays en guerre au Moyen-Orient. Cette crise risque de mettre à mal l'Union européenne beaucoup plus profondément que ne le fait la crise grecque ; et par conséquent d'aggraver l'écart déjà important, et qui ne cesse de se creuser depuis 2010, en termes de PIB par habitant à prix constants entre les États-Unis et la zone euro : pour 100 en 1999, les courbes d'évolution sont pratiquement confondues jusqu'au lendemain de la crise de 2007-2008 en plongeant de 114 à 108 de part et d'autre de l'Atlantique, mais elles s'écartent de plus en plus à partir de 2010 pour arriver en 2015 à 119 aux États-Unis et à seulement 113 dans la zone euro...

Le mercredi 19, Alexis Tsipras demande au Parlement européen « une implication pleine et directe » dans la résolution de la crise grecque, ce qui transformerait la « troïka » en quartet et même en quintet si on tient compte du Mécanisme européen de stabilité (MES).

Le jeudi 20 août, le premier ministre grec Alexis Tsipras annonce sa démission et la tenue d'élections législatives anticipées. Les prises de position et revirements d'Alexis Tsipras amèneront l'économiste grecque Maris Negreponi-Delivanis à écrire dans Le Monde du 28 : « il était tout naturel que le comportement antidémocratique du premier ministre grec suscite des rumeurs de coup d'État, de trahison et de complots ourdis contre le peuple grec. Une chose est certaine : l'ambiance qui prévaut depuis ces derniers mois en Grèce est celle d'un théâtre de l'absurde où le bon sens n'a plus sa place ».

En attendant le résultat des élections, c'est George Chouliarakis qui occupe le poste de ministre des finances dans le gouvernement provisoire. C'est lui qui a conduit les négociations avec la « troïka » pour parvenir à l'accord sur le 3^{ème} plan d'aide.

Le 24, la panique boursière continue : toutes les places boursières chutent à la suite du krach de la Bourse de Shanghai qui baisse de 8,49%, malgré l'annonce, la veille, de l'autorisation faite au fonds de pension étatique à investir dans des valeurs boursières ainsi que dans des obligations convertibles, des contrats à terme et des projets d'infrastructures. Et le lendemain, le mardi 25, la banque centrale chinoise baisse à la fois ses taux directeurs une nouvelle fois et le taux des réserves obligatoires. Les économies émergentes sont particulièrement touchées mais le risque est moins grand qu'il n'a été lors de la crise de 1997 parce que leur balance extérieure est cette fois-ci excédentaire, que leur dette extérieure est libellée essentiellement en monnaie nationale et qu'elles ont des réserves de devises

comme munitions anti-crise des changes.

Fin août, l'euro cote 1,1186\$ après avoir coté 1,0966 le 7, 1,111 le 14 et 1,1384 le 21.

• Septembre 2015 ->

Le jeudi 3, le Conseil des gouverneurs de la BCE laisse les taux directeurs et sa politique monétaire inchangés.

Le 17, la Fed laisse en définitive ses taux inchangés. Cela s'explique par le cumul d'incertitudes concernant le degré d'amélioration de la santé de l'économie des États-Unis, la situation exacte de leur chômage, le taux d'inflation toujours éloigné de la cible de 2%, les péripéties de l'économie asiatique et de la finance chinoise : le Comité de politique monétaire juge donc prudent d'attendre et voir ! Toutes ces données renforcent l'inquiétude des marchés financiers, d'où leur grande fébrilité.

Le 18, parce qu'elle estime qu'en France la croissance à moyen terme - et même jusqu'à la fin de la décennie - a beaucoup de chances de rester faible, l'agence Moody's abaisse la note de la dette publique française à Aa2, certes avec une perspective stable. Il y a trois ingrédients principaux pour résorber la dette publique : des taux d'intérêt bas, une croissance soutenue et une certaine dose d'inflation. On bénéficie seulement du premier, mais pour combien de temps ?

Le dimanche 20, les élections législatives anticipées en Grèce donne la victoire au parti Syriza d'Alexis Tsipras. Pour celui-ci, c'est la troisième victoire, malgré un contexte politico-économico-social particulièrement difficile. Alors que les deux élections précédentes (élections législatives et referendum) signifiaient un refus de l'austérité et des réformes imposées par la « troïka », celles-ci marquent l'acceptation du mémorandum fixé par les créanciers en contrepartie du 3^{ème} plan d'aide.

Le lundi 21, Alexis Tsipras prête serment devant le Président grec et forme son second gouvernement. On y retrouve Euclide Tsakalatos aux finances. Le professeur de sciences politiques Christoforos est nommé pour la réforme administrative, Georges Chouliarakis est à la comptabilité générale de l'État et Alexis Haritsis occupe le nouveau poste dédié à la gestion des fonds structurels européens. Autant de nominations qui veulent prouver à Bruxelles la détermination du nouveau gouvernement grec de réaliser les réformes attendues. De toute façon, comme précédemment, il faut que la Grèce réalise les réformes exigées pour recevoir les tranches successives du plan de financement. Le gouvernement grec s'est engagé à adopter au cours des trois prochaines années 223 nouvelles mesures pour recevoir les 86 milliards d'euros attendus, et, parmi ces nouvelles mesures, il y en a environ 60 pour le seul mois d'octobre, considérées comme prioritaires.

Le mercredi 30, Eurostat publie le taux d'inflation pour septembre dans la zone euro : les prix ont baissé en moyenne de 0,1%. Cela n'arrange pas les affaires de la BCE : faudrait-il donc qu'elle prolonge voire accroisse son QE lancé en janvier ; mais cette mesure non conventionnelle a-t-elle bien pour premier objectif de réaliser l'objectif d'inflation d'un peu moins de 2% ou s'agit-il en réalité plutôt de faire en sorte que soient le plus bas possible d'une part les taux d'intérêt pour aider les États à redresser leurs finances publiques et d'autre part le taux de change de l'euro pour soutenir l'activité ?

Également en fin de mois, lors d'un festival organisé par le journal Le Monde, le ministre de l'économie E. Macron dit à propos de la crise de l'euro que « l'absence de proposition est un choix : c'est la sortie de l'euro » ; il considère que la zone euro peut disparaître dans 10 ans « si rien ne bouge ».

Notons sur la même question de la crise de la zone euro un article fort intéressant de Francisco Serranito paru dans le numéro d'automne de la « Revue de la régulation » sur « Dévaluation interne, politiques structurelles et réductions des déficits publics : les réponses apportées par la "troïka" sont-elles un remède aux déséquilibres externes des pays périphériques de la zone euro ? » (<https://regulation.revues.org/11583>). On lit dans la conclusion : « l'ajustement des déséquilibres intra-européens ne peut se réaliser que si les politiques économiques sont profondément remaniées. Si les pays du nord de l'Europe refusent la mise en place de mécanismes automatiques de transferts vers les pays en crise, alors, les effets négatifs des politiques d'austérité menées par les pays périphériques, et nécessaires pour rétablir leur compétitivité, doivent être contrebalancés par des politiques de soutien à la demande, agrégées dans l'ensemble de la zone euro et tout particulièrement dans les pays périphériques. Ces politiques économiques peuvent passer par des déficits publics temporaires plus importants, des hausses de salaire et une politique de change de l'euro active. (...) La politique la plus efficace, en termes de croissance et de réduction de la dette, serait la mise en œuvre d'une relance directement dans les pays qui ont un écart de croissance élevé. Ceci pourrait être obtenu, par exemple, par un plan d'investissement ambitieux

au niveau européen dans les infrastructures, l'éducation et les énergies renouvelables. Ce plan pourrait être financé par la création d'un Fonds stratégique européen qui émettrait des obligations hors du périmètre des dettes publiques nationales (Aglietta, 2015). Si de tels changements ne sont pas mis en œuvre, alors la probabilité que la zone euro rentre dans une période de « *décennie perdue* » sera très forte ».

Le dernier vendredi du mois, l'euro cote 1,1199\$ après avoir coté 1,1151 le 4, 1,1340 le 11 et 1,1300 le 18.

• Octobre 2015 ->

Le vendredi 2, l'agence S&P élève la note de la dette publique espagnole de BBB à BBB+, en saluant les réformes faites et le retour de la croissance.

Dans la conclusion de sa chronique du 15 octobre, le journaliste du journal Le Monde, Arnaud Leparmentier constate que « la divergence entre la France et l'Allemagne est édifiante : chômage (10,3% en France contre 4,6% en Allemagne) ; balance des paiements courants (déficit de 0,9% contre excédent de 7,9%) ; croissance (1,1% contre 1,9%), dette (96% contre 71%), dépense publique (56,9% contre 43,7%). Rester aussi éloigné de l'Allemagne, c'est rendre impossible le sauvetage de l'euro et sa gestion intelligente. Sans parler de la France ». Et de leur côté, dans le cahier « Éco&entreprise », Thomas Coutrot et Pierre Khalfa écrivent à propos du budget français pour 2016 que « les gouvernements successifs semblent avoir une prédilection pour les hypothèses optimistes, voire hasardeuses, comme l'a montré le feuillet du déficit à 3% du PIB. Comme son prédécesseur, François Hollande s'était engagé à tenir cet objectif dès 2013. À peine élu, il a mis en œuvre pour cela des mesures restrictives... qui ont évidemment réduit l'emploi et l'activité, mais fort peu le déficit : 4,3% du PIB en 2013 et 4% en 2014, avec une dette publique qui continue à augmenter ».

Dans la nuit du 17 au 18, le Parlement grec vote à l'issue d'un débat houleux les mesures restrictives exigées par les créanciers, notamment en matière de retraites et de fiscalité. Cela va permettre à la Grèce d'obtenir l'aide attendue ; et également d'espérer une renégociation de sa dette publique.

Le mercredi 21, la Commission européenne propose, dans l'esprit du « rapport des cinq présidents » publié le 22 juin 2015, des mesures concrètes pour renforcer l'UEM : l'instauration d'un système de conseils nationaux de la compétitivité, la rationalisation du « semestre européen », la création d'une union bancaire et d'un comité budgétaire européen, organe consultatif pour assurer la surveillance économique multilatérale de la zone euro, la proposition qu'il n'y ait qu'un seul représentant de la zone euro dans les instances multilatérales telles que le FMI. Voir le communiqué de presse à : http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5874_fr.htm.

Mais on peut se demander si l'actuelle crise des migrants qui occupe l'esprit de tous les responsables européens ne va pas faire passer au second plan une telle réforme de l'UEM, qui était pourtant apparue incontournable lorsque la crise grecque battait son plein il y a encore seulement quelques semaines.

Le jeudi 22, le Conseil des gouverneurs de la BCE, réuni à Malte, maintient - évidemment - le statu quo pour ses taux directeurs. Mais, dans l'actuel contexte de risque déflationniste, son Président annonce réexamen possible de sa politique monétaire en décembre. En effet, lors de sa conférence de presse qui a suivi la réunion comme d'habitude, Mario Draghi déclare notamment : « Au terme de notre examen régulier de la situation économique et monétaire, et conformément à notre stratégie consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE (forward guidance), le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. En ce qui concerne les mesures de politique monétaire non conventionnelles, les achats d'actifs se poursuivent sans difficultés et ont toujours une incidence favorable sur le coût et la disponibilité du crédit pour les entreprises et les ménages. Le Conseil des gouverneurs a suivi attentivement les informations disponibles depuis notre réunion de début septembre. Alors que la demande intérieure dans la zone euro demeure soutenue, les préoccupations concernant les perspectives de croissance sur les marchés émergents et les répercussions éventuelles, pour l'économie, des évolutions observées sur les marchés financiers et des matières premières continuent d'indiquer des risques à la baisse pour les perspectives de croissance et d'inflation. En particulier, la vigueur et la persistance des facteurs qui ralentissent actuellement le retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme requièrent une analyse approfondie. Dans ce contexte, le degré de l'orientation accommodante de la politique monétaire devra faire l'objet d'un réexamen lors de notre réunion de politique monétaire qui aura lieu en décembre, lorsque les nouvelles projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème seront disponibles. Le Conseil des gouverneurs est disposé à agir et est en mesure de le faire en utilisant, le cas échéant, tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat afin de maintenir une orientation accommodante appropriée. En particulier, il rappelle que le programme d'achats d'actifs est suffisamment souple, sa dimension, sa composition et sa durée pouvant être modifiées. Dans le même temps, nous continuerons à mettre pleinement en œuvre les achats mensuels d'actifs à

L'EURO

hauteur de 60 milliards d'euros. Ces achats devraient être effectués jusque fin septembre 2016, ou au-delà si nécessaire, et en tout cas jusqu'à ce que nous observions un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à notre objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme". Et lors des questions, il a l'occasion d'affirmer : "le Conseil des Gouverneurs a chargé les commissions concernées à travailler sur différents instruments de politique monétaire qui pourraient être utilisés, afin d'examiner les avantages et les inconvénients de différents instruments. En d'autres termes, si l'on devait résumer ce qui a été l'attitude ou la position de la discussion du Conseil des Gouverneurs aujourd'hui, on dirait non pas "attendre et voir", mais "travailler et évaluer". Le réexamen en décembre de la politique monétaire peut correspondre à un nouvel assouplissement monétaire se traduisant par une augmentation du volume d'achats mensuels de dettes sur les marchés (qui pourrait passer de 60 à 80 milliards), par une prolongation de ce QE au-delà de septembre 2016 et par un abaissement du taux de dépôt, malgré ses déclarations précédentes selon lesquelles les taux directeurs avaient atteint leur "niveau placher effectif". Cela dit, quand on regarde les comportements actuels des différentes grandes Banques centrales et la situation macroéconomique, on ne peut, tout à la fois, que constater les limites de la politique monétaire qui, à cause du manque de tout soutien budgétaire, ne parvient pas à éloigner efficacement le risque déflationniste et que s'inquiéter des risques que cette politique fait courir aux grands équilibres économiques (certes, le montant des liquidités libérées jusqu'à ce jour par la BCE ne représente que 3% du PIB de la zone euro contre 20% du PIB britannique pour celles fournies par la BoE, mais globalement, l'ensemble des liquidités injectées depuis 2007 par toutes les Banques centrales atteint la somme hallucinante de 13000 milliards de dollars, soit près de 11500 milliards d'euros !) Soulignons qu'à la fin de son intervention, Mario Draghi déclare sans ambage : "La politique monétaire est axée sur le maintien de la stabilité des prix à moyen terme et son orientation accommodante soutient l'activité économique. Toutefois, afin de bénéficier pleinement de nos mesures de politique monétaire, d'autres pans de la politique économique doivent apporter une contribution décisive. Compte tenu de la persistance d'un chômage structurel élevé et de la faible croissance potentielle dans la zone euro, il convient de conforter la reprise conjoncturelle en cours par des politiques structurelles efficaces. (...) Les politiques budgétaires doivent soutenir la reprise économique tout en restant conformes aux règles budgétaires de l'UE. La mise en œuvre intégrale et systématique du Pacte de stabilité et de croissance est cruciale pour la confiance dans notre cadre budgétaire. Dans le même temps, tous les pays doivent s'efforcer de mettre en place des politiques budgétaires propices à la croissance ».

Mais rien n'est moins sûr car, comme le dit Charles Wyplosz, de l'Institut des hautes études internationales et du développement de Genève, « on assiste à une démission collective des gouvernements ».

A la suite de la déclaration du Président de la BCE, les investisseurs sont satisfaits : les marchés boursiers connaissent de belles progressions. Et l'euro réamorçait une phase de baisse par rapport au dollar, baisse qu'il faut certes relativiser quand on raisonne en taux de change effectif mais cela permet malgré tout un nouveau bel « alignement des planètes » : l'économie française saura-t-elle en profiter cette fois-ci ?

Mais, que ce soit pour la zone euro, les États-Unis, le Royaume-Uni ou le Japon, là où se trouvent les quatre plus grandes Banques centrales, les QE de plus en plus massifs et les taux toujours très bas constituent pour les économies concernées, et par conséquent pour une partie importante de l'économie mondiale, un véritable « shoot » à une drogue qui, à la longue, devient de plus en plus dure ; avec des dangers croissants. Et la désintoxication éventuelle devient progressivement de plus en plus délicate, avec elle-même des risques d'effets pervers.

Le samedi 31, la BCE publie ses conclusions sur l'état de santé du système bancaire grec grâce aux tests de résistance réalisés : dans le scénario le plus défavorable, les quatre plus grandes banques ont un besoin de refinancement de 14,4 milliards d'euros. Par rapport aux 25 milliards parfois anticipés, cela rassure les analystes et les responsables grecs eux-mêmes.

L'euro cote en fin de mois 1,101\$, après avoir coté 1,1297 le 2, 1,1355 le 9, 1,1347 le 16 et 1,1018 le 23.

• Novembre 2015 ->

Le 5, la Commission européenne publie ses prévisions d'automne : elle estime que, malgré le délai de 2 ans supplémentaire donné en février, et contrairement aux engagements que le gouvernement français a pris pour que le déficit public passe en-dessous des 3% du PIB dans son programme de stabilité budgétaire transmis Bruxelles (2,7% en 2017), la France ne pourra pas respecter ces engagements (la CE prévoit un déficit de 3,3%).

Le 6, le ministère du travail américain publie des statistiques très favorables sur l'évolution récente de l'emploi : le taux de chômage est maintenant de 5%, autrement dit il y a quasiment plein emploi (celui-ci est réalisé selon la Fed quand le taux est de 4,9%). Cela augmente la probabilité de voir la

Fed augmenter bientôt ses taux directeurs ; et donc celle aussi d'une divergence des politiques monétaires aux États-Unis et en Europe, avec les risques financiers qui peuvent accompagner cette divergence, risques d'ailleurs annoncés d'ores et déjà par une baisse sensible de l'euro en dessous de 1,07 \$. Cette baisse s'explique davantage par l'écart de conjonctures et de performances des économies américaine et européenne et par la hausse attendue des taux directeurs américains que par la « guerre des monnaies » plus ou moins larvée, commencée à l'occasion de la crise de 2007.

Les 11 et 12 grossissent en Allemagne les critiques faites à la politique monétaire non conventionnelle de la BCE : le 11 avec la publication d'un rapport des « sages » qui conseillent la chancelière et le 12 avec la position prise par le Gouverneur de la Banque centrale d'Allemagne.

C'est d'ailleurs le 12 aussi que le Président de la BCE prend la parole devant le Parlement européen : reprenant sa thématique de sa conférence de presse du 22 octobre, il réaffirme que l'affaiblissement de la dynamique inflationniste en zone euro nécessite que la politique monétaire de la BCE soit réexaminée : on peut donc s'attendre à un nouvel assouplissement monétaire.

Le vendredi 13 (!), à Paris, série de terribles et odieux attentats de djihadistes de l'État islamique. Le Président François Hollande déclare l'état d'urgence et annonce devant le Parlement réuni en congrès à Versailles plusieurs mesures en précisant que « le pacte de sécurité l'emporte sur le plan de stabilité ». Le 19, lors de son intervention devant le Sénat, le ministre des finances publiques M. Sapin estimera à 600 millions le coût annuel pour les deux années qui viennent de ces mesures supplémentaires, en assumant en conséquence une « dégradation du déficit », même si ces dépenses ne représentent en fait que 0,03% du PIB.

Mardi 17, annonce d'un accord entre la Grèce et ses créanciers sur de nouvelles mesures prises par la Grèce pour que puisse être débloquée une nouvelle tranche d'aide financière (2 milliards d'euros pour l'État grec et 10 milliards pour la recapitalisation des banques grecques). Malgré que l'économie grecque soit malade (chômage toujours très élevé et même en augmentation et récession accentuée), les créanciers exigent une réforme des retraites avant d'envisager une renégociation de la dette grecque.

Les mercredi 18 et jeudi 19, les hasards du calendrier veulent que la Fed et la BCE publient respectivement les minutes de leurs réunions précédentes, celle des 27-28 octobre pour la Fed et celle des 21-22 pour la BCE. À la lecture, il apparaît que les deux Banques centrales se dirigent dans des directions opposées : de l'autre côté de l'Atlantique, la situation économique s'améliore et la Fed annonce une remontée de ses taux directeurs comme de plus en plus probable en décembre, alors que de ce côté-ci l'inflation reste toujours très basse et la BCE est bien décidée à assouplir encore davantage et rapidement sa propre politique monétaire. La divergence des politiques monétaires de la Fed et de la BCE peut avoir des conséquences plus ou moins fortes sur le taux de change dollar/euro et donc sur la situation des pays émergents.

Le vendredi 20, le Président de la BCE affirme dans un discours : « nous ferons ce que nous devons pour relancer l'inflation aussi vite que possible ».

Le dimanche 29, l'UE et la Turquie se mettent d'accord pour que la Turquie soit aidée par un fonds de 3 milliards d'euros pour accueillir les réfugiés syriens, et pour que soient redynamisées les négociations en vue de l'adhésion de la Turquie à l'UE... Il est d'ailleurs prévu que l'UE et la Turquie tiennent deux sommets chaque année.

Il est pour le moins paradoxal que la question de l'adhésion de la Turquie à l'UE soit ainsi relancée alors que les dysfonctionnements de l'actuelle Union sont déjà suffisamment importants. Les marchandages ne devraient pas avoir de place dans la politique européenne !

Le lundi 30, le FMI accepte que le renminbi (c'est le nom officiel de la monnaie de paiement chinoise alors que le yuan est l'unité de compte) entre dans le panier de devises définissant le DTS pour y accompagner les 4 devises actuelles, le dollar, l'euro, la livre et le yen. Cette décision est de nature plus politique qu'économique et technique dans la mesure où, certes, la Chine est le 1^{er} exportateur mondial mais la monnaie chinoise reste encore inconvertible dans de nombreuses situations et garde un rôle international limité.

Contre le dollar, l'euro cote 1,0587 le 27, après avoir coté 1,0736 le 6, 1,0772 le 13 et 1,0642 le 20.

• Décembre 2015 ->

Le jeudi 3, la BCE prend plusieurs décisions pour poursuivre et même accentuer sa politique accommodante en vue de favoriser la reprise de l'activité et de l'inflation dans la zone euro (le taux d'inflation de novembre est de 0,1%) : elle abaisse son taux de dépôt pour le faire descendre à -0,3% contre -0,2% précédemment, de façon à pénaliser encore davantage les banques qui conservent de la monnaie centrale sur leurs comptes, et elle prolonge sa politique d'achats de titres de dette jusqu'à fin mars 2017, soit 6 mois de plus que prévu, mais sans modifier le volume mensuel de 60 milliards d'euros, ce qui a d'ailleurs déçu les opérateurs. Par contre, la liste des titres éligibles est élargie aux titres de dettes des collectivités régionales et locales. Il n'est pas facile de savoir si ces nouvelles mesures vont améliorer l'efficacité du QE de la BCE. Le QE a théoriquement pour effet d'augmenter la valeur des obligations, d'où la baisse des taux d'intérêt, ce qui favorise tout à la fois le financement des agents de dépenses et la baisse de l'euro sur le marché des changes (cette baisse de l'euro, pourtant favorable à l'activité au sein de la zone euro, s'explique aussi par le fait que les investisseurs, y compris européens, manquant de confiance en la reprise économique européenne, préfèrent intervenir ailleurs). Mais, en tous les cas, il faut attendre en général entre un an et 18 mois pour que les décisions monétaires se traduisent dans les faits. Et, de manière plus générale - et polémique - cette accentuation du QE de la BCE est d'une certaine façon un aveu de relatif échec et c'est une nouvelle démonstration du dysfonctionnement congénital de la zone euro : comme on l'a écrit ici à plusieurs reprises, elle ne marche depuis le début que sur une jambe, la jambe monétaire, et il lui manque la jambe budgétaire, à la fois quantitativement et qualitativement (réformes structurelles). De surcroît, on doit se demander si la jambe monétaire fonctionne correctement : étant donné que l'inflation a des chances de rester très basse encore longtemps (chute des cours des matières premières, à commencer par celui du pétrole, modération salariale à cause du fort chômage, activité économique atone), ne convient-il pas de modifier la cible d'inflation de 2% que se donnent les Banques centrales et tout particulièrement la BCE, ou, au moins, de s'en tenir à la seule inflation sous-jacente (dont le niveau est en général de 0,7 point supérieur à celui de l'inflation générale) ?

Mais les décisions de la BCE sont moins radicales que celles auxquelles certains s'attendaient : cela s'explique sans doute par les réticences - voire les oppositions - de certains membres du Conseil des gouverneurs dont le Président a nécessairement dû tenir compte. D'ailleurs, le ministre allemand de l'économie et le Président de la Banque centrale allemande se sont nettement positionnés quelques jours après en critiquant ouvertement la politique non conventionnelle menée par la BCE, le premier en date du 8 lors d'une réunion à Bruxelles et le second le 10 à Lisbonne.

Le mercredi 16, après qu'ils aient été maintenus à 0% pendant presque 7 ans et pour la 1^{ère} fois depuis 9 ans et demi, et après avoir injecté depuis 2008 dans l'économie 2500 milliards de dollars, la Fed remonte ses taux directeurs d'un quart de point pour les faire osciller entre 0,25 et 0,50% parce qu'elle considère que ses objectifs - inflation proche de 2% et plein-emploi - sont en bonne voie d'être réalisés, et que, ayant laissé penser depuis pas mal de temps que le resserrement monétaire allait venir, sa crédibilité n'est pas entamée. Le resserrement qui vient d'être décidé est de faible ampleur car la politique de la Fed se veut prudente, donc progressive : d'autres mesures similaires suivront. Il est à noter que, e la décision de la Fed consiste à réutiliser un instrument conventionnel de politique monétaire. Il aurait été possible qu'elle décide de revenir sur sa politique non conventionnelle en vendant les actifs qu'elle a accumulés lors de ses QE. Mais cette option présentait l'inconvénient d'être coûteuse et risquée : la sortie du QE est en effet très problématique mais elle est pourtant incontournable. Au-delà de leur consensus sur le risque de décorrélation entre les cycles économiques des grands blocs de l'économie mondiale, les experts apprécient diversement les conséquences pour la zone euro de la remontée des taux américains les uns voyant en elle l'occasion de favoriser l'action de la BCE, notamment en encourageant la baisse du taux de change de l'euro par rapport au dollar, les autres anticipant qu'il y aura une propagation de la remontée des taux américains vers le Vieux continent, sans parler des conséquences inquiétantes sur les économies émergentes (baisse de leurs taux de change, augmentation du poids de leurs dettes étatiques et d'entreprises).

• 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 rengociation 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 pônnera 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 atterrés », 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 œuvre 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 œuvre 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 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
Services	441,8	1,2	1,2	1,3	1,2	1,1	1,2	1,0e

e = estimation

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 impatientement.

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 débloquer 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 Slovaquie 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 rentabilité. 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 Friedman 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

L'EURO

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 civiques. 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 : régulation 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 prudentielles et surveiller les conduites à risque. Pas d'incidence monétaire si l'inflation 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.

Judi 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*

L'EURO

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 suivit 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 ».

• Jun 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 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 sont 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 en 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 referendum 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 referendum.

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 contre-pied 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 referendum 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

L'EURO

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 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 intransigeant, 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 (et ce qui est écrit ici en dates du 5/5/1949 et du 14/9/1958). 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

L'EURO

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 (Ecofin), 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 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.

6.07 Policy Performance

Democracy 7.01

Economic Policies
5.5

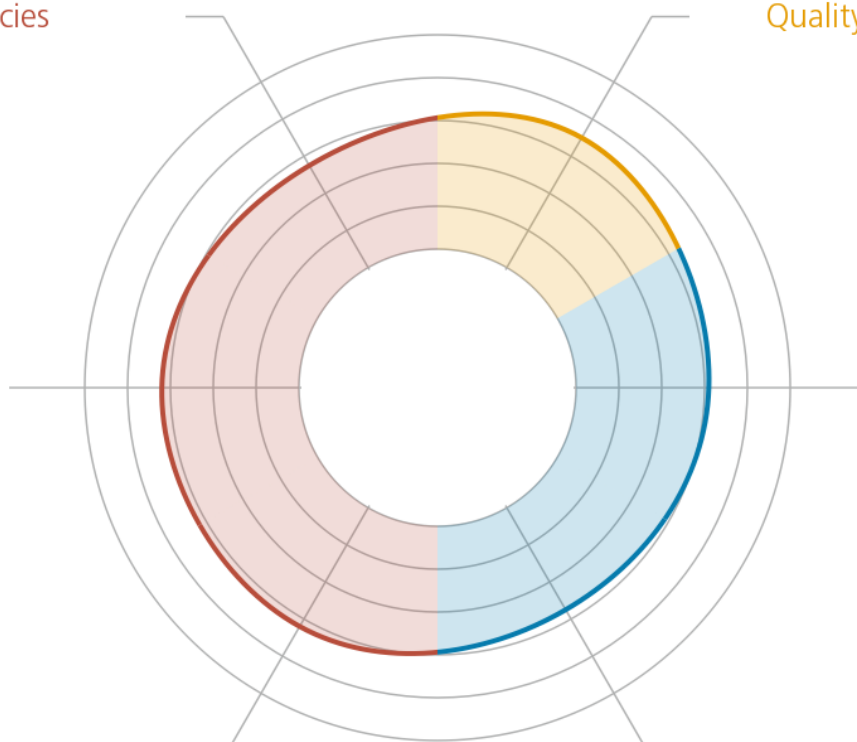
Quality of Democracy
7.0

Social Policies
6.4

Executive Capacity
6.2

Environmental Policies
6.4

Executive Accountability
5.5



France

Governance 5.86

WWW.CI

7.25 Policy Performance

Democracy 8.78

Economic Policies
7.3

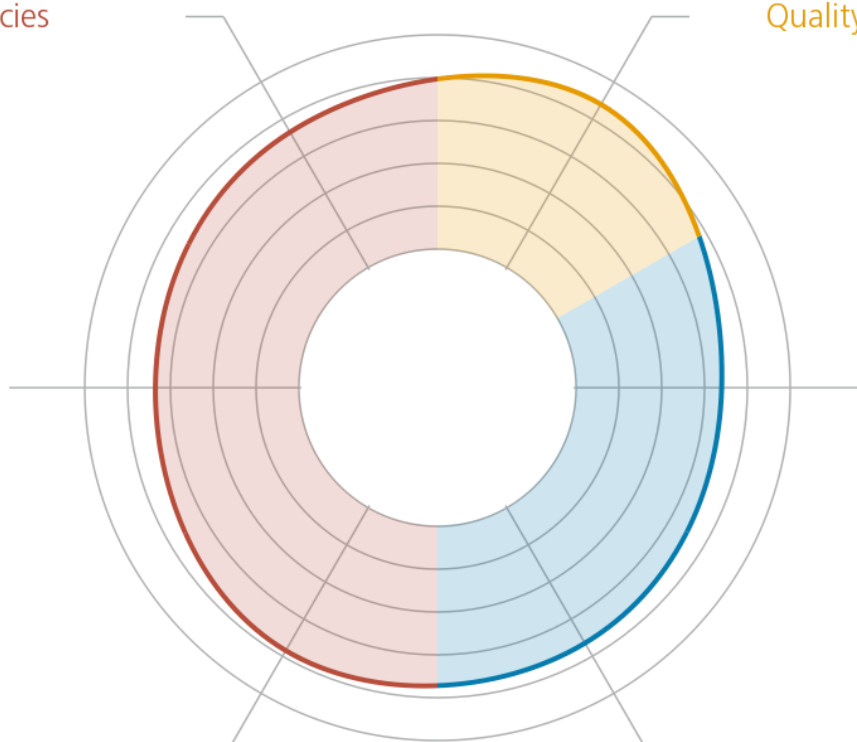
Quality of Democracy
8.8

Social Policies
6.7

Executive Capacity
6.8

Environmental Policies
7.7

Executive Accountability
7.3



Germany

Governance 7.05

WWW.CI

5.35 Policy Performance

Democracy 7.23

Economic Policies
5.4

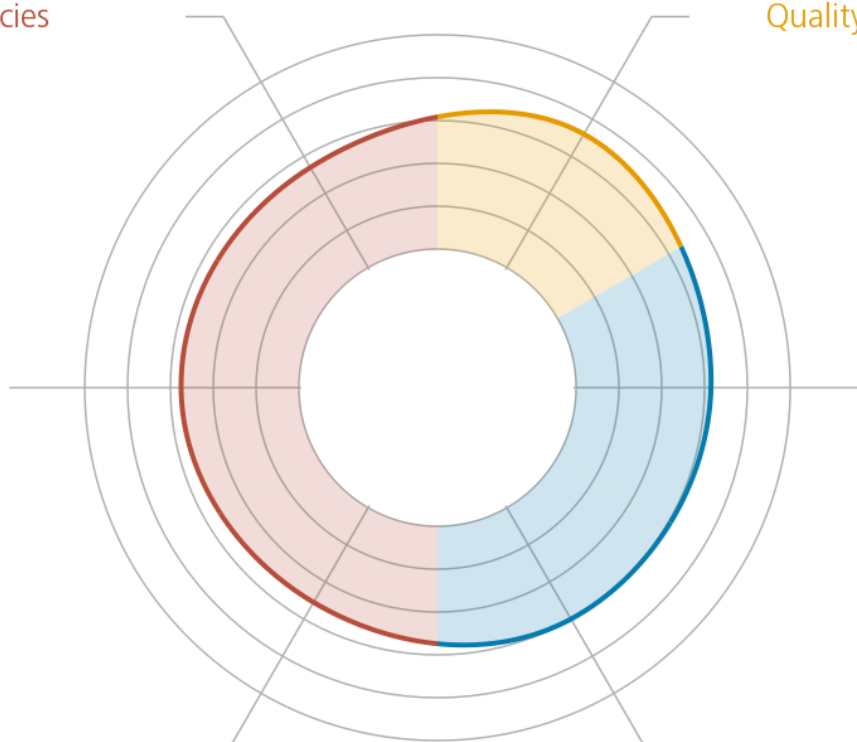
Quality of Democracy
7.2

Social Policies
5.5

Executive Capacity
6.3

Environmental Policies
5.1

Executive Accountability
6.0



Italy

Governance 6.16

WWW.CI

6.94 Policy Performance

Democracy 7.37

Economic Policies

6.8

Quality of Democracy

7.4

Social Policies

7.1

Executive Capacity

7.7

Environmental Policies

6.9

Executive Accountability

6.7

UK

Governance 7.25

SGI 2016 | UK

© Bertelsmann Stiftung 2016

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 Lapavitsas**, 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 Garçon Espinosa, économiste membre d'Attac et homme politique espagnol. Notons que déjà en mai 2012, Costas Lapavitsas 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. Lapavitsas 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. Lapavitsas, 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 « hémiplogique » 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.

L'EURO

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 débloquent 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.

Jedi 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 GAFA. 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 châtimement 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.

	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 ».

• JANVIER 2017->

Le 1^{er} janvier, l'euro cote 1,047 : sa baisse entamée en octobre se poursuit.

Le début de cette nouvelle année est marqué par une montée des tensions sur le marché de la dette européenne qui se notent en particulier pour les émissions que font l'Espagne et la France : celle de la France à 50 ans se fait à 2,02% contre 1,43% en octobre, et à 10 ans les taux sont de 0,265% pour l'Allemagne, de 0,817% pour la France, de 1,948% pour l'Italie et de 4,037% pour le Portugal. Les différents « spreads » s'élèvent : par exemple, il faut que la France propose 56 points de plus que l'Allemagne pour lever des fonds ! La dette publique des pays de la zone euro représente un peu plus de 90% du PIB de la zone. L'année 2017 va être une année importante car de nombreux États membres vont devoir continuer à emprunter de fortes sommes alors que les taux remontent.

Le jeudi 12, la BEI (Banque européenne d'investissement) annonce que le plan Juncker dépasse la moitié de ses objectifs.

Ce même jeudi 12, l'OFCE publie un blog très intéressant de Cédric Durand et Sébastien Villemot sur les « Effets de bilan d'un éclatement de l'euro », (<http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/effets-de-bilan-dun-eclatement-de-leuro/>), dont on donne ci-après de larges extraits parce que cette analyse nous semble particulièrement actuelle :

« (...) La crise financière mondiale a révélé des déséquilibres qui ont conduit à la crise des dettes souveraines et ont amené la zone euro au bord de la dislocation. Les politiques d'austérité, qui sont devenues la norme sur le continent en 2011, ont alimenté une longue stagnation, avec des taux de croissance bien pâles en comparaison des États-Unis et du Royaume-Uni. Cette sous-performance économique a alimenté le ressentiment populaire vis-à-vis de l'euro, ce dernier étant aujourd'hui perçu par un nombre croissant d'Européens comme le problème plutôt que la solution. La communauté financière elle-même semble s'être préparée à la possibilité d'une sortie ou d'une dissolution de la monnaie unique, par la réduction de ses expositions transfrontalières. La Grèce a failli sortir en 2015. Enfin, l'atmosphère intellectuelle a également changé : des penseurs de premier plan, tels que l'économiste américain Joseph

Stiglitz, ou le sociologue allemand Wolfgang Streeck sont les représentants les plus visibles d'un changement d'attitude plus général.

La sortie d'un pays de l'euro, voire la dissolution de la monnaie unique, est donc devenue une possibilité concrète. Un tel événement aurait évidemment un impact majeur sur plusieurs plans. Au niveau économique, la conséquence la plus évidente concernerait les marchés de produits, du fait des nouveaux taux de change ; l'incertitude prévaudrait certes à court terme, mais à plus long terme la possibilité d'ajuster les parités nominales contribuerait à la résorption des déséquilibres des comptes courants.

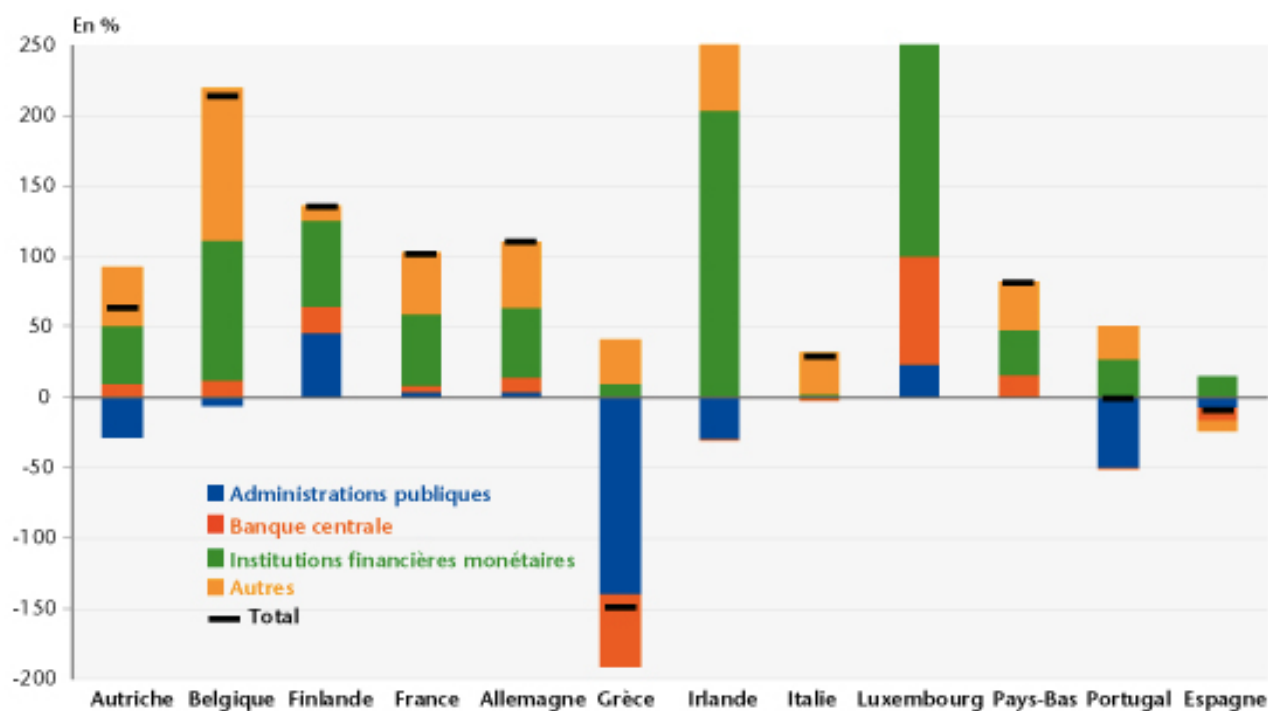
Il existe toutefois un autre impact, moins discuté, mais potentiellement plus perturbateur : les modifications des bilans des acteurs économiques, résultant du processus de redénomination monétaire. Ce processus pourrait introduire des déséquilibres importants dans les bilans entre actifs et passifs. Il est crucial d'évaluer ces effets de bilan, car ils pourraient affecter les relations financières, l'investissement et le commerce, avoir des effets redistributifs inattendus et, s'ils n'étaient pas gérés adéquatement, conduire à des perturbations dans la sphère productive. (...)

Nous proposons une évaluation de ce risque de redénomination dans la zone euro, par pays et par principaux secteurs institutionnels, dans deux scénarios : la sortie d'un seul pays et un éclatement complet.

Notre analyse s'appuie sur le concept de passifs et actifs « pertinents » : ce sont les postes du bilan qui ne seront pas redénomimés dans la nouvelle monnaie après la sortie, pour des raisons juridiques ou économiques. Dans la pratique, le facteur le plus important pour déterminer quelles dettes ou actifs sont « pertinents » est le droit qui leur est applicable : si un contrat financier est régi par le droit interne, il est très probable que le gouvernement du pays sortant puisse le redénomimer dans la nouvelle monnaie, en faisant simplement voter une loi au Parlement. À l'inverse, les contrats de droit étranger (généralement de droit anglais ou new-yorkais) resteront en euros, ou seront redénomimés dans une autre devise si l'euro disparaît. Dans le premier cas, le prêteur supporte la perte économique ; dans le deuxième cas, le risque est supporté par l'emprunteur, dont la charge de la dette est augmentée, à moins qu'il ne décide de faire défaut et donc d'imposer des pertes au prêteur. (...)

Le graphique ci-dessous montre nos estimations pour les « positions pertinentes nettes », à savoir la différence entre les passifs et les actifs pertinents. Un nombre positif signifie qu'une dépréciation va améliorer le bilan, tandis qu'une appréciation va le détériorer.

Graphique. Positions pertinentes nettes (% du PIB, sauf produits dérivés, T3 2015)



Sources : Eurostat, FMI, BRI, Banque Mondiale, Banque d'Italie, Banque de Finlande, calculs des auteurs.

Il ressort de façon frappante que, pour la plupart des pays et des secteurs, la position pertinente nette est positive. Cela signifie que les pays du Nord risquent de subir d'importantes pertes sur leurs avoirs à l'étranger s'ils quittent l'Union monétaire. A l'inverse, pour les pays du Sud et la France, il n'existe pas de risque de bilan pour le secteur privé pris dans son ensemble (à l'exception de l'Espagne), et même pas de risque pour le secteur public dans certains

cas. Cela ne signifie pas qu'il n'y ait pas de problème parce qu'au niveau microéconomique les détenteurs d'actifs pertinents peuvent ne pas être les mêmes que ceux des passifs pertinents, mais au moins y a-t-il des marges de manœuvre. (...)

La conclusion générale qui peut être tirée de notre analyse est que, même si le problème des bilans est réel et doit être pris au sérieux, son ordre de grandeur global n'est pas aussi grand que certains le prétendent. En particulier, dans le secteur privé non financier, cette problématique devrait être gérable à condition que des politiques appropriées soient mises en œuvre, ce qui devrait alors limiter les perturbations. (...) À cet égard notre analyse aboutit à une conclusion quelque peu inattendue : les coûts ne sont probablement pas si élevés pour certains pays déficitaires (Italie, Espagne), alors qu'ils sont plus élevés qu'on ne le pense habituellement pour les pays excédentaires, qui pourraient subir des pertes en capital par dépréciation ou défaut. La prise de conscience de ce fait devrait renforcer le pouvoir de négociation des pays du Sud dans leurs négociations avec les pays du Nord concernant l'avenir de la zone euro ».

Remarques :

. Les auteurs de ces lignes, Cédric Durand et Sébastien Villemot, feront paraître un article dans Le Monde daté du 1^{er} mars, intitulé « abandonner l'euro pour sauver l'Europe », où ils développent le même type d'argumentaire, et que cet article paraît trois pages après une page entière consacrée aux « conséquences douloureuses d'un retour au franc ». Le titre de l'article de C. Durand et de S. Villemot rappelle celui du livre qu'a fait paraître le 14 septembre 2014 le Prix Nobel d'économie 2001 Joseph Stiglitz : « L'euro : comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe » (voir plus haut à cette date). Le retour à la monnaie nationale peut certes avoir des conséquences défavorables sur les banques, sur le pouvoir d'achat, sur le niveau d'activité et sur l'évolution des prix. Ceux qui prédisent de telles conséquences néfastes en aggravent la gravité possible en faisant l'hypothèse - fort probable au demeurant - que la monnaie nationale serait fortement dévaluée. Mais ils semblent oublier que les pays de la zone euro qui sont les moins bien placés, c'est-à-dire ceux du Sud et la France elle-même, pratiquent, avec la politique d'austérité qu'ils sont contraints d'adopter, une véritable dévaluation, que l'on qualifie d'interne pour la distinguer de la dévaluation monétaire classique. Or, les effets pervers que l'on attribue classiquement à la dévaluation monétaire fonctionnent aussi avec une dévaluation interne. La dévaluation interne pratiquée par l'Allemagne au tournant des 2 siècles a réussi parce que ses partenaires du Sud avaient dans le même temps une politique économique expansionniste mais aujourd'hui les pays du Sud n'ont pas des partenaires qui sont dans les mêmes dispositions...

. De toute façon, il est quasi certain que la zone euro implose si aucune réforme profonde n'est entreprise.

D'ailleurs, c'est ce que pense Joseph Stiglitz, prix Nobel d'économie, qui, dans un article du magazine *Queries*, repris par Médiapart en juin 2014 : « Ce qu'il faut, par-dessus tout, c'est une réforme fondamentale de la structure et des politiques de la zone euro. À l'heure actuelle, ce qui est nécessaire ne fait plus aucun doute :

- Une véritable union bancaire, avec une surveillance commune, une assurance-dépôt commune et une résolution commune ; sans cela, les capitaux continueront à circuler des pays les plus pauvres vers les plus forts.
- Une certaine forme de mutualisation de la dette, comme les Eurobonds (ou euro-obligations) ; avec le ratio dette de l'Europe/PIB inférieur à celui des États-Unis, la zone euro pourrait emprunter à des taux d'intérêt réels négatifs, comme le font les États-Unis.
- Des politiques industrielles permettant aux pays retardataires de rattraper leur retard. Les structures actuelles font obstacle à ce genre de politiques en tant qu'interventions inacceptables sur des marchés libres.
- Une banque centrale se concentrant non seulement sur l'inflation, mais également sur la croissance, l'emploi et la stabilité financière.
- Le remplacement des politiques d'austérité anti-croissance par des politiques pro-croissance se concentrant sur les investissements dans les peuples, la technologie et l'infrastructure.
- Un fonds de solidarité pour la stabilisation – tout comme il y a eu un fonds de solidarité pour aider les nouveaux entrants dans l'UE.

Une grande partie du concept de l'euro reflète les doctrines de l'économie néolibérale qui prédominaient lorsque la monnaie unique a été conçue. On pensait qu'il était nécessaire de maintenir une inflation à un faible niveau et que cela serait presque suffisant pour la croissance et la stabilité ; que de rendre les banques centrales indépendantes était la seule façon d'assurer la confiance dans le système monétaire ; qu'une dette et des déficits faibles assureraient la convergence économique entre les pays membres ; et que la libre circulation des capitaux et des personnes garantirait l'efficacité et la stabilité. Chacune de ces doctrines s'est révélée fautive. (...) La dévaluation interne – réduisant les salaires et les prix

nationaux – n'est pas un substitut à la flexibilité du taux de change. En effet, il existe une inquiétude croissante sur la déflation qui augmente l'effet de levier et le poids des niveaux de la dette qui sont déjà trop élevés. L'extrême austérité que de nombreux pays européens ont adoptée après la crise a presque été un coup de grâce. Une récession à double creux et la flambée du chômage représentent des coûts terribles à payer pour des soldes de comptes courants légèrement améliorés – qui vont mieux dans la plupart des cas, plus parce que les importations ont diminué que parce que les exportations ont augmenté ».

. À propos du problème de la sortie de l'euro de l'un des États membres, il est également intéressant d'entrer dans le débat entre Jacques Sapir et Jean-Marie Harribey. Pour cela, on recommande de se reporter aux pages Internet : d'un côté, <http://www.marianne.net/russe-europe/interet-sortie-euro-100231812.html> et [http://www.medelu.org/IMG/pdf/Sortie de 1 euro.pdf](http://www.medelu.org/IMG/pdf/Sortie_de_1_euro.pdf) et, de l'autre, <http://harribey.u-bordeaux4.fr/travaux/europe/debat-sortiedeleuro.pdf>

Signalons que dans son édition du 12 avril, le journal Le Monde consacre une page entière à Jacques Sapir.

. Une autre question se pose aussi : la zone euro pourrait-elle survivre à la sortie de la France ? Il semble que la réponse soit négative, parce que la France est la deuxième économie de la zone, qu'elle constitue, économiquement et territorialement, le trait d'union entre les « pays du Nord » et ceux du Sud, et que son exemple serait sans doute suivi par les « pays du Sud ». La conclusion de l'analyse de l'OFCE relatée plus haut et le risque d'éclatement de la zone qu'entraînerait la sortie de la France sont de forts arguments pour demander aux « pays du Nord » et spécialement à l'Allemagne de revoir leurs positions et même de changer de paradigme économique.

Le dimanche 15, dans le cadre du Brexit, le ministre britannique des finances Philip Hammond lance aux membres de l'UE comme menace la possibilité que son pays pratique du dumping fiscal et social...

Le lundi 16, publication dans le Times et dans Blind d'un entretien donné par le président élu des États-Unis, Donald Trump, où il dit que le Brexit est une grande chose et annonce un accord commercial rapide entre les EU et le RU, où il critique la politique de l'UE face aux migrants en insistant sur « l'erreur catastrophique » de la chancelière allemande, même s'il a beaucoup de respect pour elle, où il prédit que d'autres pays vont quitter l'UE, où il considère que l'OTAN est obsolète et que l'État islamique est la priorité n°1. Pour lui, que l'Europe soit unie ou non n'a aucune importance. Par ailleurs, le programme annoncé par Donald Trump est protectionniste et même isolationniste. On peut craindre les conséquences négatives qu'un tel programme peut avoir pour l'économie mondiale en général et pour l'économie européenne en particulier, mais on peut douter en réalité de l'ampleur qu'il pourra avoir quand on sait que les États-Unis sont déjà très protectionnistes : entre début 2008 et fin 2016, ils ont pris environ 650 mesures protectionnistes, ce qui les place à la première place du Top 5 devant la Russie et l'Inde (550), l'Argentine (350) et le Brésil (300).

Inutile de dire que Theresa May apprécie beaucoup le soutien de D. Trump et qu'au contraire les responsables européens sont choqués par ses déclarations qui, objectivement, reprennent le discours des partis populistes européens. Mais ces déclarations peuvent être un facteur de cohésion pour l'Europe continentale à un moment où les échéances électorales prochaines dans plusieurs pays la fragilisent.

Le mardi 17, discours de la Première ministre britannique Theresa May pour annoncer la feuille de route pour le Brexit : c'est une stratégie assez souple sur la forme mais dure sur le fond puisqu'elle veut quitter l'UE, le marché unique et l'union douanière, et annonce même son retrait de la Cour de justice de l'UE. Autrement dit, elle renonce aux libertés de l'UE que sont la libre circulation des biens et services, des capitaux et des hommes, et le RU n'appliquera plus les règles

et les directives européennes. T. May veut de nouveaux accords commerciaux et douaniers spécifiques pour le RU, en écartant l'Espace économique européen qui lie la Norvège à l'UE et l'Association européenne de libre-échange qui lie la Suisse à l'UE. Elle évoque aussi un nouveau modèle économique et social, ce qui laisse penser qu'elle reprend à son compte les déclarations faites le 15 par son ministre des finances. Pour la City, le Brexit signifie la fin du passeport européen : la place londonienne ne pourra plus offrir le passeport européen aux établissements financiers extérieurs à l'UE et ceux-ci devront donc chercher un autre pays de domiciliation que le RU. Car, rappelons d'abord que le passeport européen donne la possibilité à tout établissement bancaire et/ou financier ainsi qu'à toute société de gestion, d'exercer ses activités dans toute l'UE et pour cela, il lui suffit d'obtenir un agrément émanant de son pays d'origine qui doit être un État membre de l'UE, et ensuite, constatons que de nombreux établissements non européens, d'origines américaine et japonaise notamment, ont choisi de s'implanter au RU pour pouvoir vendre leurs produits financiers dans le reste de l'UE à partir de la City. Le changement de localisation des activités ne sera pas trop difficile pour les grands groupes mais très coûteux pour les PME. En tous les cas, on comprend que le Brexit constitue un important handicap pour l'avenir de la City : les places de Paris et de Francfort sont sur la ligne de départ pour la course à celle qui attirera le plus d'institutions financières internationales décidées à délocaliser leurs activités de Londres. Face à cela, même si de nombreux acteurs de la City estiment que l'Europe a davantage besoin d'eux que l'inverse, le principal lobby de la City, TheCityUK, cherche dès à présent à trouver un substitut au passeport européen, en particulier à partir d'un approfondissement de la procédure des équivalences.

Ce même mardi 17, au Parlement européen est élu l'Italien Antonio Tajani (membre du PPE, ancien porte-parole de Silvio Berlusconi, ancien commissaire européen aux transports puis à l'industrie) pour remplacer à la Présidence Martin Schulz qui ne se représente pas pour se consacrer à la politique intérieure allemande.

Le jeudi 19, la BCE ne modifie pas sa politique monétaire décidée en décembre dernier, malgré une hausse du taux d'inflation dans la zone euro, qui, à 1,1%, dépasse les 1% pour la première fois depuis 2013. Mais comme le précise Mario Draghi dans sa conférence de presse, « la remontée du taux global d'inflation ne nous signale pas une tendance convaincante » parce que le taux d'inflation sous-jacente reste stable et que la remontée constatée résulte essentiellement de l'élévation des prix pétroliers. Pour que la politique monétaire de la BCE soit modifiée, il faudrait « une remontée durable et autosuffisante ; géographiquement large et de façon autoentretenu ». Autant dire que la politique monétaire de la BCE ne devrait changer que lorsque les salaires se mettront eux-aussi à grimper, ce qui inquiète les responsables allemands parce que l'Allemagne, étant pratiquement en plein emploi, pourrait entrer en surchauffe avec des pressions inflationnistes plus importantes si l'accommodement monétaire de la BCE reste le même. Cependant, on est entré dans une période où le plein emploi n'a pas forcément pour effet mécanique d'alimenter une inflation salariale car la précarisation des emplois et la numérisation de l'économie sont des facteurs d'incertitude et d'inquiétude qui mettent les travailleurs dans un rapport de forces sociales défavorable.

Le vendredi 20, suite à une nouvelle action de l'ONG bruxelloise CEO (Corporate Europe Observatory) qui surveille les relations entre les institutions européennes et les lobbies, est rendue publique l'ouverture par la médiatrice européenne E. O'Reilly d'une enquête sur l'appartenance du Président de la BCE, Mario Draghi, au G30, groupe des 30 qui regroupe des dirigeants du monde de la banque et de la finance internationales, ainsi que des universitaires reconnus, tels Paul Krugman. On avait déjà accusé M. Draghi lors de son arrivée à la tête de la BCE parce qu'il avait fait partie de la banque Goldman Sachs. Cette fois, on se demande s'il n'y a pas un fort risque

de conflit d'intérêts, surtout que la BCE est devenue le superviseur des plus grandes banques de la zone euro. À la BCE, on soutient que pour l'efficacité de la politique monétaire menée il est utile que la Banque centrale connaisse les points de vue des différents acteurs concernés...

Le vendredi 20, le 45^{ème} Président des États-Unis, Donald Trump, entre à la Maison Blanche.

Également le vendredi 20 paraît un « working paper » de M. Guerini, A. Moneta, M. Napoletano et A. Roventini intitulé « The Janus-faced nature of debt », dans lequel les auteurs montrent, avec force outils statistiques et économétriques sophistiqués, que la dette publique a des effets sur l'activité économique positifs et persistants alors que l'augmentation de la dette privée a certes également un effet positif mais moins important et moins durable.

Le mercredi 25, « l'effet Trump » se fait sentir à la Bourse : pour la première fois, le Dow Jones dépasse la barre des 20 000 points ; il double ainsi son score de fin mars 1999. Les bons résultats de l'économie américaine jouent également un rôle dans ce record. Le dollar a une tendance haussière depuis plusieurs jours, et spécialement depuis le 19 décembre. Reste à savoir si le programme et les décisions de D. Trump vont confirmer, voire accentuer, cette tendance. En tous les cas, le décalage de cycle actuel entre l'économie américaine et les économies européenne et japonaise est un facteur d'appréciation naturelle du dollar.

Le samedi 28, tenue à Lisbonne de la deuxième réunion des pays méditerranéens de la zone euro (France, Italie, Espagne, Portugal, Grèce, Malte et Chypre) pour réitérer leur souci de relancer l'investissement et la croissance et de réduire l'impact des politiques d'austérité et de la discipline budgétaire (la première réunion a eu lieu à Athènes en septembre dernier). Il y a bien deux trajectoires économiques différentes entre les « pays du Nord » et les « pays du Sud ». Quand on regarde sur plusieurs années, on constate que les pays du Sud sont tous au-dessus de la moyenne de la zone euro concernant le taux de chômage et la dette publique brute. Par ailleurs, leurs systèmes bancaires sont souvent fragilisés par de lourdes créances douteuses.

En fin de mois, le 31, Eurostat publie les dernières statistiques macroéconomiques pour la zone euro en 2016 : la croissance y a été de 1,7% (contre 1,9% en 2015) alors que les États-Unis ont enregistré une croissance de 1,6 %. Il y a donc une certaine convergence de part et d'autre de l'Atlantique, ce qui est relativement nouveau depuis 5 ans, mais la zone euro reste elle-même hétérogène : la France n'enregistre qu'un taux de 1,1% contre 1,4% prévu par le gouvernement. On constate également de l'hétérogénéité en matière de dette publique : 90,1% en moyenne pour la zone euro mais cela va de 9,6% en Estonie à 180% en Grèce, en passant par 97,5% en France et 70% en Allemagne. Sur le front du chômage, le taux est de 9,6% pour la zone euro en fin d'année et sur celui de l'inflation l'évolution est conforme à ce que souhaite la BCE : 0,5% en octobre, 0,6% en novembre, 1,1% en décembre et il est attendu 1,8% en janvier.

Le vendredi 27, l'euro cote 1,0698\$, après avoir coté 1,0532 le 6, 1,0640 le 13 et 1,0699 le 20.

• Février 2017 ->

Le samedi 4, le socialiste Paul Magnette, vice-président de la Wallonie fait une critique de la Commission européenne de plus en plus souvent faite en accusant celle-ci de faire de la dérégulation sociale et fiscale sous l'impulsion monétariste de l'Allemagne. Par ailleurs, il prône la sortie de l'UE de plusieurs pays d'Europe centrale (Pologne, Hongrie, Roumanie, Bulgarie), demande l'arrêt des négociations des traités multilatéraux et bilatéraux, propose la mutualisation d'une partie des dettes souveraines, et veut un « plan Juncker puissance 100 ».

Le lundi 6, suite à un rapport assez alarmant sur la situation grecque (la dette publique pourrait atteindre 275% du PIB en 2060 si rien n'est fait), et contrairement à son habitude, le FMI fait part des divergences de vue entre les représentants des différents pays composant son conseil d'administration. Alors que beaucoup d'entre eux restent attachés à la nécessité de restructurer la

dette grecque et de ne pas réclamer davantage d'austérité à la Grèce, d'autres exigent un excédent primaire de 3,5% d'ici 2018. Ces divergences s'ajoutent donc à celles qui existent depuis longtemps entre le FMI et l'Allemagne, celle-ci demandant à celui-là de participer à l'aide internationale tout en refusant toute mesure de restructuration de la dette grecque.

Le mardi 7, anniversaire des 25 ans de la signature du Traité de Maastricht ; et en cette année 2017, il y a 15 ans que nous utilisons l'euro fiduciaire. Beaucoup plus aujourd'hui qu'à sa naissance, ce traité fait assez consensus contre lui parce que la plupart des experts reconnaissent que la construction de l'Europe monétaire est loin d'être un plein succès et que la zone euro fonctionne de manière bancal, qui aboutit en particulier à l'aggravation des hétérogénéités et des inégalités entre les territoires et entre les populations. Dans le creusement des divergences, la responsabilité de la politique monétaire unique est paradoxalement grande. Comme l'écrivent P. Artus et M.-P. Virard dans leur dernier ouvrage (« Euro, par ici la sortie ? », Fayard), il faut refonder l'Europe et la seule solution est celle du fédéralisme, au moins budgétaire, souvent évoquée ici ; tout en étant attentif au contre-argument allemand fondé sur le risque d'aléa moral.

Nombreux sont ceux qui pensent que la réduction de l'hétérogénéité de la zone euro passe par une vigoureuse politique de transferts entre les zones « riches » et les zones « pauvres ». Mais il faut savoir que d'importants transferts existent déjà et depuis longtemps au sein de l'UE : actuellement, près de 35 milliards d'euros, soit le quart du budget européen, passent entre les premières, les « contributeurs nets », et les secondes, les « bénéficiaires nets ». Les deux premiers contributeurs nets sont les Pays-Bas et le Danemark, l'Allemagne, le Royaume-Uni et la France étant eux-aussi des contributeurs importants. Les principaux bénéficiaires sont la Pologne et la Grèce ainsi que la Roumanie, la Hongrie, la République tchèque, l'Espagne et le Portugal.

Remarque subséquente : après le Brexit, la contribution britannique va manquer aux finances européennes, ce qui va alimenter la question des contributions déjà vive, surtout depuis la montée des populismes. Dans l'immédiat se pose la question du « reste à liquider » que va devoir payer le Royaume-Uni dans le budget de l'UE qui court actuellement jusqu'en 2020, et qui, selon les estimations, serait compris entre 29 et 36 milliards d'euros, sans compter d'autres sommes dues et qui feraient s'élever la note à près de 60 milliards. De plus, le Brexit va amputer le budget de l'UE de 10 milliards d'euros environ chaque année.

Cela va compliquer l'élaboration du prochain « cadre financier pluriannuel » (CFP), qui correspond au budget européen pour la période 2021-2027, surtout que celui-ci va devoir tenir compte d'autres facteurs aggravant la situation : l'économie numérique, la défense européenne, la crise migratoire. Cela laisse penser que les dépenses actuellement couvertes, dont la PAC - qui représente encore aujourd'hui 39% du budget européen - et la politique de cohésion, seront les premières victimes des restrictions nécessaires, et le couple franco-allemand sera en première ligne pour faire les économies nécessaires.

Le mercredi 8, les députés britanniques adoptent le projet de loi sur le Brexit.

Le dimanche 12, le Président de la Commission J.-C. Juncker déclare au micro d'une radio allemande qu'il ne briguera pas un second mandat en 2019 mais surtout qu'il a des doutes sur la capacité de l'UE à rester unie, d'autant plus que le Brexit et l'élection de D. Trump aux États-Unis compliquent les choses, sans parler de la question des sanctions contre la Russie.

Le lundi 13, Thomas Piketty, très récent soutien de Benoît Hamon qui a remporté à la fin du mois précédent les « Primaires citoyennes », propose la création d'une assemblée parlementaire de la zone euro pour remplacer l'Eurogroupe dont il critique l'inertie et dont les décisions ne sont contrôlées par aucune instance démocratique. Ce serait un « mécanisme de prise de décision démocratique » qui permettrait de traiter plus facilement les problèmes qui entravent le fonctionnement de la zone euro, comme celui des dettes souveraines insoutenables, et qui pourrait être la base pour la zone euro d'un fédéralisme budgétaire et d'une harmonisation fiscale et sociale. La proposition de T. Piketty rejoint un peu celle qu'exprime la France depuis plusieurs

années en faveur d'un gouvernement économique de la zone euro (dès 2008 par N. Sarkozy puis en 2014 par F. Hollande et surtout en mai 2015 par une lettre commune envoyée par F. Hollande et A. Merkel à J.-C. Juncker, ce qui constitue un tournant important dans la mesure où l'Allemagne y était jusqu'alors très réticente, bien qu'A. Merkel ait fait en novembre 2011 (voir ici en date du 14) une proposition audacieuse pour relancer la construction politique de l'Europe, restée sans réponse... De toute façon, la nécessité de miser dorénavant sur une conception de l'UE plus démocratique et moins technocratique fait assez largement consensus.

C'est ce même lundi 13 que la Commission européenne publie ses « prévisions économiques » d'hiver : elle insiste sur les nombreuses incertitudes qui planent sur l'UE, économiques et politiques ; elle constate certes des points d'amélioration en termes de croissance, d'emploi et de dettes publiques mais avec toujours une grande disparité selon les pays. En ce qui concerne la France, ses performances sont relativement mauvaises et il est craint que son déficit public ne dépasse à nouveau la limite des 3% en 2018, en supposant qu'elle parvienne à passer en-dessous en 2017, et cela empêcherait le pays de sortir de la procédure « pour déficits excessifs ».

Notons au passage que le cas grec revient ces jours-ci sur le devant de la scène puisque les créanciers et le gouvernement grec tentent de trouver un compromis pour une aide financière supplémentaire avant la réunion de l'Eurogroupe prévue le 20 de ce mois. La situation économique, sociale et politique de la Grèce est de plus en plus critique et une solution plus approfondie sera peut-être trouvée quand seront levées les incertitudes politiques liées aux élections qui doivent se dérouler dans plusieurs pays européens au cours des mois prochains.

Le mardi 14 est publiée dans Le Monde un appel collectif pour demander une refondation-refonte de l'Europe pour qu'elle fonctionne mieux et qu'elle soit plus démocratique, en prenant prétexte de l'anniversaire du « projet Spinelli » du 14 février 1984 (voir ici à cette date). On y lit notamment :

« Pour que l'Union fonctionne et soit démocratique, ses décisions, y compris celles sur le budget, la politique étrangère et de défense et la réforme des traités, doivent se prendre essentiellement à la majorité qualifiée représentant la volonté majoritaire des citoyens et pays européens. La Commission devrait devenir un gouvernement à part entière, définissant et soutenant un programme politique légitimé par les élections. Les partis européens devraient présenter leurs candidats à la présidence lors des élections européennes. La solution alternative serait d'élire directement un président de l'UE qui fusionne les présidences de la Commission et du Conseil européen. »

Le mercredi 15, le Parlement européen ratifie à une large majorité l'accord commercial « CETA » avec le Canada, qui prévoit en particulier l'abaissement des droits de douane, une convergence des normes et l'assouplissement de la mobilité professionnelle et une meilleure reconnaissance des diplômes.

Le jeudi 16, le Parlement européen adopte une résolution élaborée par la sociale-démocrate luxembourgeoise M. Delvaux qui demande à la Commission de définir des normes juridiques et éthiques applicables aux robots. Mais la proposition d'un impôt sur le travail des robots et d'un débat sur un revenu universel est rejetée.

Le lundi 20, lors d'un sommet franco-espagnol à Malaga, le Président français F. Hollande annonce pour le 6 mars, à Versailles, une réunion entre les 4 pays les plus importants de l'UE, la France, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne pour préparer le sommet du 25 mars à Rome devant fêter le 60^{ème} anniversaire du Traité de Rome. Il faut souligner que cette réunion quadripartite est originale dans sa configuration et que celle-ci s'ajoute aux réunions du couple franco-allemand et à celles qui regroupent les pays du Sud : tout cela correspond à la concrétisation du concept d'une Europe à plusieurs vitesses, dont les principaux responsables européens parlent d'ailleurs de plus

en plus, et ouvertement.

Par ailleurs, ce même lundi 20, un accord semble possible entre la Grèce et ses créanciers...

Le mercredi 22, la Commission européenne présente son rapport annuel sur les « déséquilibres macroéconomiques : la France reste dans la catégorie des pays à déséquilibres excessifs mais la Commission, tout en restant prudente, se félicite des réformes entreprises récemment par l'exécutif français comme la loi El Khomri et le CICE. Par contre, et malgré l'excédent extérieur historique de l'Allemagne, les déséquilibres allemands ne sont pas considérés comme « excessifs ». À cause de cela, on peut considérer que le diagnostic et le traitement des déséquilibres excessifs est très dissymétrique, et cette dissymétrie est un facteur supplémentaire de divergence entre les pays du Nord et ceux du Sud. Cela dit, la Commission se refuse d'appliquer des sanctions à l'Italie, l'Espagne et la France bien que ces pays ne respectent pas exactement leurs engagements sur leurs trajectoires budgétaires, ce qui accroît l'opacité de la mise en œuvre des procédures européennes.

L'euro cote 1,0551\$ le vendredi 24 février, après avoir coté 1,0780 le 3, 1,0637 le 10 et 1,0613 le 17.

• Mars 2017 ->

Le 1^{er} mars, le Président de la Commission européenne Jean-Claude Juncker présente un « Livre blanc sur l'avenir de l'Europe : les voies de l'unité pour l'UE à 27 ».

Cinq scénarios sont proposés, d'une Europe-grand marché unique à une Europe beaucoup plus intégrée, en passant par une Europe à plusieurs vitesses :

- **« Scénario 1 : S'inscrire dans la continuité - L'UE- 27 s'attache à mettre en œuvre son programme de réformes positives**
 - Le programme d'action positif continue à produire des résultats concrets.
 - L'unité de l'UE à 27 est préservée.
 - L'unité des 27 peut tout de même être mise à l'épreuve en cas de différend majeur.
 - Seule une détermination collective à atteindre ensemble les objectifs fixés permettra de combler progressivement le fossé entre les promesses et leur réalisation.
- **Scénario 2 : Rien d'autre que le marché unique - L'UE-27 ne parvient pas à s'entendre pour faire plus dans de nombreux domaines d'actions au-delà de certains aspects essentiels du marché unique**
 - Le processus décisionnel est peut-être plus facile à comprendre
 - Il devient plus difficile de résoudre les questions intéressant plusieurs États membres et, par conséquent, l'écart se creuse entre les attentes et la réalisation des objectifs se rapportant à des défis communs.
 - Les droits que les citoyens tirent du droit de l'UE se restreignent au fil du temps.
- **Scénario 3 : Ceux qui veulent plus font plus - L'UE-27 continue comme aujourd'hui mais permet aux États membres qui le souhaitent de faire plus ensemble dans des domaines spécifiques**
 - L'unité de l'UE à 27 est préservée, tandis que ceux qui veulent aller plus loin ont la possibilité d'avancer.
 - L'écart entre les attentes et les résultats se referme dans les pays qui souhaitent ; et choisissent de faire davantage.
 - Des questions se posent quant à la transparence et la responsabilité des différents niveaux de prise de décision.
 - Les droits que la législation de l'UE garantit aux citoyens varient selon l'endroit où ils résident.
- **Scénario 4 : Faire moins mais de manière plus efficace - L'UE-27 concentre ses efforts sur des domaines d'action choisis où elle fournit plus de résultats plus rapidement, s'abstenant d'intervenir là où elle est perçue comme n'ayant pas de valeur ajoutée**
 - Les Européens ont le sentiment que l'UE intervient uniquement là où elle a une véritable valeur ajoutée.
 - En focalisant plus clairement ses ressources et son attention sur un certain nombre de domaines choisis, l'UE-27 peut agir plus rapidement.
 - La première difficulté pour l'UE consiste à trouver un accord sur les domaines auxquels il faudrait donner la priorité.
- **Scénario 5 : Faire beaucoup plus ensemble - Les États membres décident de faire beaucoup plus ensemble dans tous les domaines d'action**
 - Le processus décisionnel au niveau de l'UE est considérablement étendu et accéléré.

L'EURO

- Les citoyens jouissent de plus de droits tirés du droit de l'UE.
- Le sentiment que l'UE manque de légitimité ou a acquis trop de pouvoir au détriment des autorités nationales risque d'aliéner certains pans de la société ».

Le jeudi 2, Eurostat publie un communiqué pour informer que l'inflation annuelle dans la zone euro vient d'atteindre en février - enfin ! – la norme de 2%, ce qui ne s'était pas produit depuis janvier 2013. Mais cette « performance » est essentiellement obtenue grâce à la hausse des prix de l'énergie : l'inflation sous-jacente demeure basse, à 0,9%. Il n'empêche que le risque de déflation, tant craint il y a encore peu de temps, semble bien éloigné et les anticipations d'anticipation sont maintenant bien normalisées. L'idéal serait que l'inflation soit plus importante dans les pays du Nord que dans ceux du Sud pour aider à la résorption des déséquilibres macroéconomiques entre les deux sous-zones. De plus, on peut attendre de cette évolution une normalisation de la politique monétaire de la BCE en sortant du QE et des taux négatifs, qui le sont d'autant plus en termes réels puisque le taux d'inflation s'élève, ce qui les éloignent encore davantage du coût du capital. Cette première semaine de mars se termine sur les places boursières sous de très bons auspices : le Dow Jones américain dépasse les 21000 points et le CAC40 français franchit les 5000 points. Ainsi, les bonnes performances aux États-Unis deviennent-elles contagieuses en Europe. 2016 a été pour le CAC40 la meilleure année depuis 2010 : le résultat net total des entreprises du CAC40 ont progressé en un an de 32,6%. Certains commencent à se demander s'il n'y a pas la formation d'une bulle financière, surtout qu'après des années passées à re-réglementer suite à la crise des subprimes, on constate aujourd'hui, aux États-Unis tout spécialement, des tendances à re-déréguler.

Mais ce climat euphorique que les Bourses connaissent ne se retrouve pas dans le secteur bancaire : les incertitudes politiques ont des répercussions négatives sur les écarts de taux selon les pays, qui augmentent, et sur les prêts transfrontaliers entre banques, qui diminuent, ce qui restaure défavorablement le lien entre risque souverain et risque bancaire.

Le dimanche 5, publication sur le site « Herodote.net » d'un article de Joseph Savès : « Comment la monnaie unique tue l'Europe », où est longuement développée la solution de la monnaie commune : https://www.herodote.net/Comment_la_monnaie_unique_tue_l_Europe-synthese-1974.php.

Le lundi 6, au Château de Versailles, a lieu la réunion quadripartite annoncée le 20 février par le Président Hollande. La France, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne se prononcent en faveur du scénario 3 de J.-C. Juncker, celui d'une Europe à plusieurs vitesses, puisqu'ils souhaitent des « coopérations différenciées », en particulier dans le domaine de la défense. *Notons que la philosophie d'une Europe à plusieurs vitesses est à l'œuvre depuis très longtemps : la partition de l'UE entre les États membres qui appartiennent à la zone euro et les autres en est en effet une parfaite illustration ; l'espace Schengen en est une autre.*

Le jeudi 9, tenue de la réunion périodique sur la politique monétaire de la BCE : aucun changement n'est apporté au dispositif actuel.

Les jeudi 9 et vendredi 10, réunion à Bruxelles du Sommet européen. Celui-ci est marqué par une forte opposition de la Pologne, à la fois sur la reconduction à sa présidence de Donald Tusk et sur l'idée d'une Europe à plusieurs vitesses.

À ce sujet, des experts se demandent si une Europe à quelques-uns a bel et bien des chances de mieux fonctionner que l'Europe à 27 : les lignes de fracture concernent moins le nombre d'États-membres que la division Nord-Sud, la question des dettes souveraines ou encore l'opposition politique entre sociaux-démocrates et conservateurs. La division Nord-Sud, d'origine historique (voir le développement que nous consacrons à la 3^{ème} source d'hétérogénéité dans l'annexe sur la situation de la zone euro, fin 2012), démontre que la crise de la zone euro a plusieurs dimensions, dont une, la dimension géographique, pèse particulièrement lourd au point d'installer une dissymétrie structurelle entre l'Allemagne et la France. L'étude publiée ce mois-ci par l'INSEE sur l'industrie manufacturière en Europe et 1995 à 2015 démontre la supériorité de l'Allemagne : « De 1995 à 2015, dans l'ensemble de l'Union européenne, la valeur ajoutée de l'industrie

L'EURO

manufacturière a augmenté de 61 % en valeur. Mais sa part dans l'ensemble de l'économie a reculé, de 19,6 % à 15,9 %. Elle a baissé au Royaume-Uni, en Italie, en France et en Espagne ; en revanche, elle est restée stable en Allemagne. En France, le repli est principalement dû à celui des prix relatifs manufacturiers, permis par des gains de productivité élevés et plus rapides dans l'industrie manufacturière que dans le reste de l'économie. Dans les quatre autres pays, l'impact de ces gains de productivité est moins marqué. Au Royaume-Uni et en Espagne, la baisse du poids de l'industrie est surtout due à celle des volumes, alors qu'en Italie, les effets « prix » et « volume » se conjuguent. Jouent aussi pour ces pays, comme pour la France, la concurrence étrangère et le développement des services. En Allemagne, en revanche, l'industrie manufacturière est soutenue par ses exportations et la structure de la demande intérieure est moins modifiée en faveur des services ».

Les samedi 11 et dimanche 12 se réunissent à Rome les représentants de la « gauche radicale européenne » - c'est leur quatrième réunion annuelle – qui ont comme point commun de s'opposer à « l'Europe austéritaire ». La France est représentée essentiellement par J.-L. Mélenchon. Dans son programme pour l'élection présidentielle, sur la question de l'Europe, il propose comme plan A la « sortie concertée des traités actuels » et une « négociation d'autres règles », et, en cas d'échec de ce plan A, un plan B consistant dans la « sortie des traités européens unilatérale pour la France » pour qu'elle « reprenne sa souveraineté monétaire ». Selon l'une de ses formules, un peu ancienne, J.-L. Mélenchon estime que « l'Europe, on la change ou on la quitte ». Notons que le candidat du PS, B. Hamon, a voté lui aussi « non » en 2005 et est opposé à l'Europe austéritaire, mais il n'en tire pas les mêmes conséquences que le candidat de « La France insoumise » puisqu'il reprend à son compte les solutions proposées par Th. Piketty (voir plus haut). Ainsi, il propose en particulier la mutualisation de la dette européenne, la possibilité pour la BCE de financer la dette des États et la déduction des dépenses de défense et d'accueil des migrants dans le calcul des déficits publics. Pour assurer la faisabilité de tout cela, il veut « construire l'arc d'alliances », notamment de privilégiant la discussion avec Martin Schulz, ancien Président du Parlement européen et actuel rival d'Angela Merkel pour le poste de Chancelier. Jean-Luc Mélenchon est plus radical. À côté de ses plans A et B, il met en garde contre le « projet des cinq présidents » et commente durement les cinq scénarios pour l'avenir de l'Europe présentés par J.-C. Juncker, en s'attaquant en particulier à celui qui propose une Europe à plusieurs vitesses, car, selon lui, elle existe déjà.

Le lundi 13, au soir, la chambre des Lords adopte le texte de loi sur le Brexit, ce qui ouvre la voie au « Royal Assent » - qui interviendra le jeudi 16 -, et ainsi permettre à Th. May d'invoquer l'article 50 du Traité de Lisbonne pour donner officiellement le coup d'envoi aux négociations. Devant la Chambre des Communes, la Première ministre déclare le mardi 14 : « je reviendrai devant cette chambre d'ici la fin du mois pour vous informer que j'ai officiellement activé l'article 50 et engagé le processus par lequel le Royaume-Uni quittera l'Union européenne ». Autrement dit, elle ne modifie en rien le calendrier qu'elle avait annoncé ; mais le referendum sur l'indépendance écossaise réclamé par Nicola Sturgeon, cheffe du gouvernement d'Édimbourg, est malgré tout un grain de sable mis dans le calendrier.

Le mardi 14, l'économiste Dani Rodrik fait paraître (Project Syndicate) un article sous le titre « Combien d'Europe l'Europe peut-elle tolérer ? » (traduction de T. Demont) :

« L'Union européenne célébrera ce mois-ci le 60e anniversaire de son traité fondateur, le Traité de Rome, qui a institué la Communauté économique européenne. Il y a sans aucun doute beaucoup à célébrer. Après des siècles de guerre, de bouleversements et de massacres, l'Europe est en paix et démocratique. L'UE a accueilli 11 anciens pays du bloc soviétique dans son giron, guidant avec succès leurs transitions post-communistes. Et, à une époque de fortes inégalités, les pays membres de l'UE présentent les plus faibles écarts de revenus du monde entier. Mais tout cela correspond à des réussites passées. Aujourd'hui, l'Union est embourbée dans une crise existentielle profonde, et son avenir est fortement remis en question. Les symptômes sont visibles partout : le Brexit, les niveaux écrasants du chômage des jeunes en Grèce et en Espagne, la dette et la stagnation en Italie, la montée des mouvements populistes, ainsi que les réactions brutales contre les immigrés et l'euro. Tous soulignent la nécessité d'une refonte majeure des institutions européennes.

C'est pourquoi il était grand temps que le Président de la Commission européenne Jean-Claude Juncker propose un nouveau livre blanc sur l'avenir de l'Europe. Juncker y expose cinq voies possibles : continuer le programme actuel, se concentrer uniquement sur le marché unique, permettre à certains pays de se déplacer plus rapidement que d'autres vers une plus grande intégration, revoir à la baisse le programme, et tout faire pour mettre en œuvre un plan ambitieux pour une intégration uniforme et plus complète. Il est difficile de ne pas comprendre Juncker. Alors que les politiciens européens sont préoccupés par leurs batailles nationales et que les institutions européennes de Bruxelles représentent une cible pour la frustration populaire, il pouvait difficilement s'engager davantage. Pourtant, son rapport est décevant. Il évite le défi central que l'UE doit affronter et surmonter.

Si les démocraties européennes veulent retrouver leur santé, les intégrations économique et politique ne peuvent pas rester désynchronisées. Soit l'intégration politique rattrape l'intégration économique, soit l'intégration économique doit être revue à la baisse. Tant que cette décision est éludée, l'UE restera dysfonctionnelle.

Lorsqu'ils seront confrontés à ce choix difficile, les États membres opteront vraisemblablement pour différentes positions le long du continuum de l'intégration économique-politique. Cela implique que l'Europe doit développer la flexibilité et les arrangements institutionnels nécessaires pour s'en accommoder. Dès le début, l'Europe a été construite sur un argument "fonctionnaliste" : l'intégration politique suivrait l'intégration économique. Le livre blanc de Juncker s'ouvre de manière appropriée sur une citation de 1950 du fondateur de la Communauté économique européenne (et Premier ministre français) Robert Schuman : « L'Europe ne se fera pas d'un coup, ni dans une construction d'ensemble : elle se fera par des réalisations concrètes créant d'abord une solidarité de fait ». Commençons par construire les mécanismes de coopération économique, et cela préparera le terrain pour des institutions politiques communes.

Cette approche a bien fonctionné au début. Elle a permis à l'intégration économique d'avoir toujours un pas d'avance sur l'intégration politique – mais sans jamais être trop loin. Puis, après les années 1980, l'UE a fait un saut dans l'inconnu. Elle a adopté un ambitieux programme de marché unique qui visait à unifier les économies européennes, éliminant progressivement les politiques nationales entravant la libre circulation non seulement des marchandises, mais aussi des services, des personnes et des capitaux. L'euro, qui a établi une monnaie unique au sein d'un sous-ensemble des États membres, était le prolongement logique de ce programme. C'était une hyper-mondialisation à l'échelle européenne.

Le nouvel ordre du jour était le fait d'une confluence de facteurs. De nombreux économistes et technocrates estimaient que les gouvernements européens étaient devenus trop interventionnistes et qu'une intégration économique profonde adossée à une monnaie unique disciplinerait les États. Dans cette perspective, le déséquilibre entre les bras économique et politique du processus d'intégration était une caractéristique, et non pas un bug.

De nombreux hommes politiques, cependant, ont reconnu que le déséquilibre était potentiellement problématique. Mais ils supposaient que le fonctionnalisme finirait par venir à la rescousse : les institutions politiques quasi fédérales nécessaires pour soutenir le marché unique se développeraient avec le temps.

Les grandes puissances européennes ont joué leur rôle. Les Français pensaient que transférer de l'autorité économique aux bureaucrates de Bruxelles renforcerait la puissance nationale française et le prestige mondial. Les Allemands, désireux d'obtenir l'accord de la France en faveur de la réunification allemande, leur ont emboîté le pas.

Il y avait une alternative. L'Europe aurait pu permettre à un modèle social commun de se développer parallèlement à l'intégration économique. Il aurait fallu intégrer non seulement les marchés mais aussi les politiques sociales, les institutions du marché du travail et les régimes fiscaux. La diversité des modèles sociaux à travers l'Europe et la difficulté de parvenir à un accord sur des règles communes auraient agi comme un frein naturel sur le rythme et l'ampleur de l'intégration.

Loin d'être un inconvénient, cela aurait fourni un correctif utile concernant la vitesse et l'ampleur de l'intégration les plus souhaitables. Le résultat aurait pu être une plus petite UE, plus profondément intégrée dans toutes les dimensions, ou bien une UE avec autant de membres qu'aujourd'hui, mais beaucoup moins ambitieuse dans son envergure économique.

Aujourd'hui, cela pourrait être trop tard pour tenter une intégration fiscale et politique de l'UE. Moins d'un Européen sur cinq est en faveur d'un abandon de pouvoir par les États-nations membres.

Les optimistes diront que cela est dû moins à une réelle aversion pour tout ce qui vient de Bruxelles ou Strasbourg qu'au fait que le public associe « plus d'Europe » à une insistance technocratique sur le marché unique et l'absence d'un modèle alternatif attrayant. Peut-être l'émergence de nouveaux dirigeants et de nouvelles formations politiques permettra-t-elle d'esquisser un tel modèle et de susciter de l'enthousiasme sur un projet européen réformé.

Les pessimistes, d'autre part, espéreront que, dans quelques coins sombres des couloirs du pouvoir à Berlin et Paris, des économistes et avocats sont en train de préparer secrètement un plan B à déployer le jour où un assouplissement de l'union économique ne pourra plus être reporté ».

Le mercredi 15, constatant que la situation de l'emploi se renforce, le Comité monétaire de la Fed (le FOMC) élève la fourchette de son taux directeur d'un quart de point, ce qui l'amène entre 0,75% et 1%. C'est la deuxième hausse depuis l'arrivée de D. Trump à la Maison blanche mais J. Yellen est très prudente concernant le calendrier des prochaines hausses.

Dans une chronique (Le Monde.fr) du 16 mars, Ph. Ricard et A. Salles résument les positions actuelles sur l'Europe des principaux candidats à l'élection présidentielle française, en notant qu'elles constituent « l'épicentre des désaccords » entre eux :

« L'Europe est un des principaux sujets de désaccord entre les candidats à l'élection présidentielle. Totale rupture à l'extrême droite, blocage assumé chez Jean-Luc Mélenchon, changements graduels pour François Fillon, Benoît Hamon et Emmanuel Macron.

La première proposition de la candidate FN est de « rendre à la France sa souveraineté nationale ». C'est la clé de son programme. Elle entend organiser un référendum sur la sortie de l'Union européenne six mois après son arrivée au pouvoir. Sauf si elle réussit à négocier avec Bruxelles « le retour des quatre souverainetés : monétaire, législative, budgétaire et territoriale ». Il paraît peu probable qu'elle obtienne un consensus, mais une victoire du Front national en France serait porteuse de destruction de l'édifice européen, déjà fragilisé par les crises successives de la zone euro, du Brexit et des réfugiés. Marine Le Pen veut restaurer une Europe des nations indépendantes pour bâtir une sorte de France forteresse en sortant de l'espace Schengen et en rétablissant les frontières nationales. Elle prévoit de revenir au franc, tout en rétablissant l'ancienne unité de compte européenne (ECU) pour les transactions des grandes entreprises, et minimise le choc que constituerait une sortie de l'euro sur les marchés financiers.

Jean-Luc Mélenchon ne veut pas sortir aussitôt de l'Union européenne, mais se dit prêt à jouer le rapport de force avec Bruxelles et Berlin. Il promet de renégocier les traités en vigueur, après une phase de dénonciation « concertée » de ces textes pour s'affranchir des règles existantes afin de mettre sur les rails une refondation « démocratique, sociale et écologique ». En cas d'accord, le fruit de cette renégociation serait soumis par référendum au peuple français, qui serait susceptible de l'accepter ou de quitter l'UE. Le candidat de La France insoumise plaide pour une dévaluation de l'euro, une remise en cause de l'indépendance de la Banque centrale européenne et un moratoire sur le remboursement des dettes.

Au contraire de l'extrême droite et de l'extrême gauche, François Fillon n'entend pas remettre en cause les engagements européens de la France. Il milite plutôt pour le respect du pacte de stabilité et de croissance, conséquence de sa politique de rigueur budgétaire. Et plaide pour des avancées dans le domaine de l'harmonisation fiscale – en suggérant d'aller vers un taux d'imposition des sociétés unique en France et en Allemagne. L'ancien premier ministre, en fonctions lors du déclenchement de la crise des dettes, entend en revanche amplifier le fonctionnement intergouvernemental de l'UE. Il plaide pour une direction politique de la zone euro par les chefs d'Etat et de gouvernement. L'ancien proche de Philippe Séguin, qui avait voté contre le traité de Maastricht en 1992, projette aussi de mettre en place une « union de la défense » reposant sur une meilleure coopération entre les différentes armées nationales.

Les deux candidats qui ont soutenu François Hollande en 2012, l'ex-ministre de l'éducation Benoît Hamon, pour le Parti socialiste, et l'ancien secrétaire général adjoint de l'Élysée et ex-ministre de l'économie, Emmanuel Macron, ont les programmes les plus européens, même s'ils divergent sur la portée des réformes. Tous deux envisagent un gouvernement et un budget de la zone euro, mais avec des modalités différentes.

Emmanuel Macron s'inscrit dans la continuité de la politique française, mais revendique une approche résolument européenne : « La vraie souveraineté passe par une action européenne. » Il propose une harmonisation de la politique budgétaire des Etats, avec de nouvelles institutions « auxquelles les gouvernements nationaux transfèrent plus de souveraineté », avec un budget et un ministre des finances de la zone euro sous le contrôle d'un parlement de la zone euro, composé d'eurodéputés. Ce budget sera orienté vers les investissements, avec des règles communes fiscales et sociales. La France respectera ses engagements (3 % de déficit). Il plaide pour « une véritable convergence à quelques-uns au sein de la zone euro ». Cette intégration plus forte doit porter notamment sur la défense.

Le candidat socialiste a qualifié le programme européen de Macron de « blabla ». Benoît Hamon propose lui aussi un saut fédéral, avec un « traité de démocratisation de la gouvernance de la zone euro » qui s'inscrit dans une logique de refus de l'austérité (et un affranchissement de la règle des 3 %). Il plaide pour un grand plan d'investissement et une mutualisation de la dette, quand elle dépasse 60 % du PIB. Le projet est articulé autour de la création d'une assemblée de la zone euro qui aurait des pouvoirs importants pour contrôler les décisions des chefs d'Etat ou des ministres des finances de la zone euro. Cette assemblée serait composée pour l'essentiel de parlementaires nationaux. Elle

déciderait du budget de la zone euro, mais aussi des politiques d'harmonisation fiscale et sociale, et fixerait le taux minimum de l'impôt sur les sociétés en Europe. Il plaide également pour une stratégie européenne de la défense ».

Concernant la fameuse norme de 3% de déficit public maximum par rapport au PIB, seul le candidat E. Macron s'engage à la respecter dès 2017 et au-delà. Son objectif principal est de prouver en particulier à l'Allemagne que la France est capable de respecter cet engagement, en espérant pouvoir en conséquence persuader son partenaire de relancer l'Europe, notamment en matière d'investissement (sur ce point, voir plus loin en date du 21 avril). F. Fillon prévoit de respecter la norme des 3% seulement en 2019 et d'atteindre l'équilibre en 2022. B. Hamon refuse quant à lui le « fétichisme des 3% » et n'envisage le respect de la norme qu'en fin de quinquennat. Comme il veut sortir des traités actuels de l'UE et qu'il s'oppose à la politique « austéritaire » qui en découle, la norme des 3% n'a pas de sens pour J.-L. Mélenchon. Selon lui, c'est son programme économique de relance, essentiellement par la voie des dépenses publiques, qui doit, via le multiplicateur, rétablir mécaniquement et progressivement les comptes publics. De son côté, comme elle veut que la France retrouve sa souveraineté économique et monétaire, M. Le Pen exclut d'office le respect de la norme européenne des 3%.

L'opposition entre les candidats à l'élection présidentielle française sur la question de l'Europe repose en définitive sur leurs positions par rapport à la mondialisation et au libre-échange.

Le samedi 18, réunion à Baden-Baden en Allemagne des ministres de l'économie et des finances du G20. Après l'opposition manifeste entre les positions d'A. Merkel et D. Trump lors de leur rencontre à la Maison Blanche la veille, il faut souligner que sont retirés du communiqué final du G20 à la fois la condamnation du protectionnisme et la lutte contre le réchauffement climatique. Ainsi apparaît de plus en plus le changement profond de politique internationale que veulent réaliser le Président américain et son administration : est engagé, semble-t-il, un net recul du multilatéralisme des négociations commerciales pour privilégier les accords bilatéraux. Cette évolution voulue par les États-Unis fait l'objet d'une forte résistance de la part des autres pays, en particulier de la Chine.

*Il n'empêche que cette fin de semaine est selon nous d'une importance considérable parce qu'elle accroît formidablement l'incertitude géo-économico-stratégique, ce qui nous oblige, comme jamais, à tout faire pour que l'Europe soit refondée et gagne en puissance. Quelles seront notre déception et même notre colère le lundi 20 suivant quand on constatera, lors du débat entre les cinq principaux candidats à l'élection présidentielle française, que le thème de l'Europe n'aura, à aucun moment, été mis à l'ordre du jour ! D'ailleurs, était parue la veille de ce débat, donc le dimanche 19, dans *Le Monde* un bel article de Luuk van Middelaar, ancien conseiller à la Présidence du Conseil européen qui aurait pu être une belle entrée en matière. Dans cet article, l'auteur incite tous les responsables à « amorcer une triple conversion. La nouvelle Europe se doit de protéger, d'improviser et de permettre l'opposition. L'exact contraire de ce qu'elle sait faire avec talent : produire des libertés, de la prévisibilité et du consensus. À la fois difficile et indispensable, ce tournant ne relève pas de l'impossible. Il en va de la survie de l'Europe ».*

Et pourtant, l'axe pour ou contre l'Europe telle qu'elle est et l'axe pour ou contre la mondialisation telle qu'on la vit opposent nettement les principaux candidats.

À la lecture de la version de leurs programmes à un mois de l'élection, on voit, pour compléter ce qui est déjà indiqué plus haut, que :

- M. Le Pen prône la mise en place d'un « protectionnisme intelligent et le rétablissement d'une monnaie nationale », avec la coexistence entre une monnaie nationale et une monnaie commune, que les appels d'offre publics seraient réservés en priorité aux entreprises françaises et que les produits importés seraient taxés à 3% pour financer une prime de pouvoir d'achat ;
- E. Macron s'inscrit par contre dans le cadre existant, tout en demandant le renforcement des instruments anti-dumping de l'UE, en proposant la création d'un « procureur commercial européen » avec, pour que soit réservée la commande publique aux entreprises qui localisent au moins 50% de leur production en Europe, la mise en place d'un « Buy European Act », en prenant l'exemple du Buy American Act entrée en vigueur en 1933 aux États-Unis, en proposant un budget pour la zone euro avec 3 fonctions : les investissements d'avenir, l'assistance financière d'urgence et la réponse aux crises économiques ;
- F. Fillon est favorable aux différents projets qu'a actuellement la Commission, en particulier en ce qui concerne la protection contre le dumping commercial de la Chine et la restriction de l'accès aux marchés européens pour les pays

tiers qui n'acceptent davantage de réciprocité, surtout en matière d'ouverture aux marchés publics et de respect des normes environnementales et sociales et qu'il propose un nouveau partenariat commercial avec la Russie, qu'il veut aussi rapprocher la fiscalité sur les entreprises des différents États membres et créer un véritable gouvernement économique de la zone euro, en commençant par les ministres des Finances ;

- J.-L. Mélenchon propose de dénoncer les traités de libre-échange et d'adopter un « protectionnisme solidaire » avec la hausse des droits de douane pour les pays qui ont des droits sociaux et environnementaux trop limités, protectionnisme sans lequel la sortie de l'UE est envisagé, que sa conception « internationaliste » est bien loin des règles européennes mais elle rappelle les principes énoncés dans la Charte de La Havane de 1948 avec en particulier l'accent mis sur la coopération entre les États, sur l'interdiction du dumping et sur l'adoption de normes de travail équitables, qu'il veut mettre fin à l'indépendance de la BCE, modifier ses missions et ses statuts et l'autoriser à racheter de la dette publique directement aux États ;

- B. Hamon assure qu'il ne se mettra pas en infraction avec les règles européennes mais qu'il suspendra l'accord de libre-échange avec le Canada et posera « des écluses aux frontières de l'UE » pour lutter lui aussi contre le dumping social et environnemental, et que, reprenant le thème du « made in France » cher à A. Montebourg, il veut réserver 50% des marchés publics aux PME françaises, et qu'il veut une démocratisation de la gouvernance de la zone euro par l'intermédiaire d'une assemblée représentative émanant des Parlements nationaux et du Parlement européen.

Indiquons que le journal *Le Monde* fera paraître dans son édition des 9 et 10 avril, sur une double page, une présentation d'ensemble intitulée « L'euro, ligne de fracture des candidats ».

Et le même journal, dans son édition du 13 avril, publiera un article de J.-M. Naulot, ancien membre du collège de l'AMF, intitulé « Zone euro : les candidats doivent clarifier leur projet » où il estime que plusieurs candidats, à l'instar de F. Hollande lors de sa campagne de 2012 à propos de la renégociation des traités, promettent maintes décisions, qui, souvent, et sans qu'ils le disent, correspondent à des abandons supplémentaires de souveraineté. Et, de surcroît, quelle est la probabilité d'aboutissement de telles décisions ? Tout cela ne peut qu'aggraver la crise de la démocratie et le sentiment de défiance vis-à-vis de l'Europe.

Le mercredi 22, publication chez Calmann-Lévy du livre « Les salauds de l'Europe » écrit par le journaliste de *Libération* Jean Quatremer, spécialiste des questions européennes depuis 1990.

On y lit notamment : « Toutes les orientations (de la politique européenne française) sont arrêtées par un petit groupe d'hommes (et très rarement de femmes) entourant le président de la République (secrétaire général de l'Élysée, conseiller diplomatique, conseiller pour les affaires européennes), les ministres étant simplement chargés de mettre en musique les décisions élyséennes et, en bout de course, le Parlement d'approuver ce qui a été décidé à Bruxelles par le chef de l'État puis les ministres lui obéissant. (...) Le problème est que cette confiscation de la politique européenne par un petit groupe d'hommes et de femmes, agissant sans réel mandat démocratique, est de plus en plus mal vécue par les citoyens (...) Admissible lorsque la construction communautaire n'en était qu'à ses débuts et ne concernait que des questions essentiellement techniques (politique agricole commune, union douanière, marché intérieur), cette méthode ne l'est plus dès lors que l'Union touche au cœur des souverainetés nationales (politique monétaire, justice, immigration, politique budgétaire et économique, politique étrangère, défense). La confiscation du débat revient à une confiscation de la démocratie qui n'a pas son équivalent en Europe. D'où le sentiment croissant des Français d'avoir affaire à une dictature européenne qui n'est en réalité que française ».

Cette forte critique de J. Quatremer rejoint l'avis que nous exprimons ici depuis longtemps quand nous pointons du doigt la responsabilité des gouvernements nationaux et des technocrates européens dans les difficultés politiques et économiques de l'UE : voir par exemple ce que nous disions en date du 24 juin 2016.

Dans son article paru dans *l'Observateur* daté du lendemain, sur le thème de la démocratie en Europe (« On ne peut pas ne jamais tenir compte des peuples »), Hubert Védrine, ancien ministre français des Affaires étrangères, dresse une typologie de tous ceux qui ne sont pas « européistes », et ils sont aujourd'hui majoritaires : il y a les antieuropéens, les indifférents ou simples sceptiques, les déçus et les allergiques. « C'est à la relance d'une Europe "réformée" qu'il faut œuvrer. Comme l'a dit Wolfgang Schäuble, on ne peut pas ne jamais tenir compte des peuples ! Les élites doivent admettre que ce n'est pas dégoûtant que les peuples veuillent garder de l'identité, de la souveraineté et être en sécurité, et qu'ils ne souhaitent pas seulement de la croissance ! Je propose qu'une brève pause de l'intégration soit proclamée et que les gouvernements volontaires imposent aux institutions européennes une subsidiarité radicale : moins et mieux dans certains domaines, plus et autrement

L'EURO

dans quelques autres, ce qui rejoint deux des options Juncker, en les combinant. Les tenants de l'intégration européenne craignent qu'une telle remise à plat ne casse tout. En fait, c'est l'entêtement à continuer à l'identique qui est dangereux. Même si la commémoration de Rome est décevante, trouver la bonne réponse aux demandes des peuples devra rester la priorité ».

Le jeudi 23, c'est la dernière fois que les banques de la zone euro ont accès au TLTRO - targeted longer-term refinancing operations -, dispositif qui fait partie des moyens non conventionnels de la politique monétaire menée par la BCE, et qui constitue une sorte de subvention que celle-ci verse aux établissements bancaires pour les inciter à développer les crédits à l'économie réelle et pour assurer la stabilité du système bancaire dans son entier.

Le samedi 25, anniversaire des 60 ans du Traité de Rome : au Capitole à Rome sont réunis les représentants de la Commission européenne et des États membres (mais pas du RU). "Nous sommes fiers des réalisations de l'Union européenne : la construction de l'unité européenne est une entreprise audacieuse et visionnaire", ont rappelé les dirigeants européens. Quatre objectifs principaux sont définis dans cette déclaration, parmi lesquels "une Europe sûre et sécurisée" et "une Europe sociale". Les 27 s'engagent à "agir de concert, si nécessaire à des rythmes différents et avec une intensité différente, tout en avançant dans la même direction, comme nous l'avons fait par le passé, conformément aux traités et en laissant la porte ouverte à ceux qui souhaitent se joindre à nous plus tard". "Il y aura un 100e anniversaire de l'UE", a affirmé le président de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker » (le texte intégral de la déclaration se trouve à l'adresse : <http://www.touteurope.eu/actualite/declaration-de-rome-les-27-affirment-leur-volonte-de-se-remobiliser.html>).

Notons, au passage, que l'UE pesait en 1970, à 6 et avec 163 millions d'habitants, 22% du PIB mondial, c'est-à-dire exactement le même poids qu'en 2015, à 27 (RU exclu) et avec 443 millions d'habitants ; que la dette publique moyenne par rapport au PIB était en 2015 de 85%, allant de 22,1% pour le Luxembourg à 177,4% pour la Grèce, et que le coût horaire moyen du travail était en 2015 de 25 euros, allant de 4,1 en Bulgarie à 41,3 au Danemark.

Le mercredi 29, la Première ministre britannique Theresa May ouvre la procédure du « Brexit ». Elle signe la lettre pour déclencher l'article 50 du Traité de Lisbonne, qui est remise à Bruxelles en milieu de journée. Les négociations avec l'UE vont en principe durer 2 ans.

En fin de mois, publication par l'INSEE de ratios de finances publiques françaises tenant compte des résultats de 2016 :

En % du PIB	2013	2014	2015	2016
Déficit public	-4,0	-3,9	-3,6	-3,4
Dette publique brute	92,3	94,9	95,6	96,0
Dette publique nette	83,5	86,1	86,9	87,5
Recettes publiques	52,9	53,2	53,1	52,8
Dépenses publiques	57,0	57,1	56,7	56,2
Prélèvements obligatoires	44,8	44,6	44,4	44,3
Évolution en %				
Dépenses publiques	1,6	1,7	1,4	1,3
Dépenses publiques hors charges d'intérêt	2,1	1,9	1,7	1,3
Dépenses publiques hors crédits d'impôt	1,7	1,0	0,9	1,2

Le 31 mars, l'euro cotait par rapport au dollar 1,0663, après 1,0618 le 3, 1,0670 le 10, 1,0734 le 17 et 1,0795 le 24.

• Avril 2017 ->

Lundi 3, utilisation de la procédure de « coopération renforcée » entre 16 États membres de l'UE pour créer un parquet européen de lutte contre les fraudes aux intérêts financier de l'UE. Le Conseil européen du lendemain l'officialise. Mais il faut attendre le vote favorable du Parlement européen.

Ce même jour, après plusieurs années de discussion et le vote favorable du Parlement en date du 14 mars de cette année, le conseil des ministres de l'UE adopte la nouvelle directive européenne sur les droits des actionnaires ; elle devra être transposée dans les législations nationales d'ici 2019. Cette directive s'inscrit dans le cadre de la « suprématie actionnariale » qui se développe dans l'UE depuis la mise en place des normes IFRS 2005.

Mercredi 5, la Fed publie les minutes de sa réunion des 14 et 15 mars : il apparaît qu'elle envisage de réduire la taille de son bilan en réduisant la masse des actifs financiers qu'elle a achetés toutes ces années et en diminuant ses soutiens à l'économie. Notons que la Fed a arrêté de gonfler son bilan dès octobre 2014 avec la fin du QE, mais que celui-ci avait explosé avec la crise, de 800 milliards de dollars à plus de 4500. Pendant ce temps-là, le bilan de la BCE a connu une augmentation depuis la crise - 1500 milliards d'euros début 2008, plus de 3000 début 2012 - puis décrue jusqu'au lancement du QE en mars 2015 - 2000 milliards -, date à partir de laquelle l'augmentation est continue et forte : 4100 milliards d'euros fin mars 2017).

Le vendredi 7, contrairement à ce qui avait été anticipé, un accord entre la Grèce et ses créanciers est obtenu pour que le pays puisse assurer en juillet le remboursement des 7 milliards qu'il doit dans le cadre du 3^{ème} plan d'aide. En contrepartie, la Grèce accepte d'approfondir ses réformes, notamment avec une 14^{ème} réforme des retraites en 7 ans ! Notons que l'agence statistique grecque publiera le vendredi 21 les résultats concernant le solde public pour 2016 : il s'agit d'un excédent de 0,7% du PIB et l'excédent primaire a même atteint 3,9%, ce qui est 8 fois supérieur à ce qu'exigeaient les créanciers ! Cela, malgré une croissance nulle et un taux de chômage toujours supérieur à 20% ; les importantes coupes dans les dépenses publiques sont l'explication principale de ces résultats.

Le mardi 11, l'OCDE publie un rapport sur « les impôts sur les salaires 2017 ». Dans les 35 pays de l'OCDE, le taux moyen des prélèvements obligatoires sur les revenus du travail (impôts et cotisations sociales) a été de 36% en 2016, mais il cache de fortes disparités non seulement selon les pays mais aussi selon les types de ménages. La France fait très souvent partie des pays où les prélèvements sont les plus élevés. Mais le coût du travail est malgré tout plus élevé en Allemagne et il ne faut pas oublier que ces prélèvements obligatoires financent les services publics et la protection sociale ; et que, lorsqu'ils sont ici ou là relativement plus faibles, cela signifie que les dépenses correspondantes se font dans la sphère marchande. Par contre, il est probable qu'un coût du travail relativement élevé soit un frein possible à l'embauche.

L'édition du mercredi 19 du journal Le Monde contient deux articles spécialement importants :

. Le premier, signé de 25 prix Nobel d'économie, attire l'attention des lecteurs sur le danger que représentent les programmes anti-européens de certains candidats à l'élection présidentielle française, et tout particulièrement celui de Marine Le Pen. On lit en particulier :

« (...) –La construction européenne est capitale non seulement pour maintenir la paix sur le continent mais également pour le progrès économique des États membres et leur pouvoir politique dans le monde.

– Les évolutions proposées par les programmes anti-européens déstabiliseraient la France et remettraient en cause la coopération entre pays européens, qui assure aujourd'hui une stabilité économique et politique en Europe.

– Les politiques isolationnistes et protectionnistes et les dévaluations compétitives, toutes menées au détriment des autres pays, sont de dangereux moyens d'essayer de générer de la croissance. Elles entraînent des mesures de représailles et des guerres commerciales. Au final, elles se révéleront préjudiciables à la France ainsi qu'à ses partenaires commerciaux.

– Quand ils sont bien intégrés au marché du travail, les migrants peuvent être une opportunité économique pour le pays d'accueil. Plusieurs des pays les plus prospères au monde ont su accueillir et intégrer les émigrés.

– Il y a une grande différence entre choisir de ne pas rejoindre l'euro en premier lieu et en sortir après l'avoir adopté.

– Il faut renouveler les engagements de justice sociale, et ainsi garantir et développer l'équité et la protection sociale, en accord avec les valeurs traditionnelles de la France, de liberté, d'égalité et de fraternité. Mais l'on peut et l'on doit parvenir à cette protection sociale sans protectionnisme économique.

– Alors que l'Europe et le monde font face à des épreuves sans précédent, il faut plus de solidarité, pas moins. Les problèmes sont trop sérieux pour être confiés à des politiciens clivants ».

. Le second est signé du collectif des « Économistes atterrés ». C'est une réponse au texte écrit dans le même quotidien le 13 avril par 40 économistes pour défendre le programme économique d'Emmanuel Macron.

Concernant l'euro, on lit :

« Les 40 économistes admettent des « erreurs collectives dans la gestion de la crise de la zone euro ». Dès 2011, de nombreux économistes, dont les Economistes atterrés, avaient alerté sur les dangers de l'austérité en période de faible activité économique. Or, Emmanuel Macron, conseiller de François Hollande puis ministre de l'économie, a refusé de remettre en cause les règles européennes. S'il a reconnu dans Les Echos (23 février) que « l'Europe s'est enfermée dans une politique économique inadaptée s'engageant dans une politique d'austérité à contretemps », son programme prône toujours des coupes budgétaires poursuivant la logique austéritaire qui a fait de la zone euro le malade de l'économie mondiale. Pire, son objectif consiste à se couler dans les contraintes européennes, en réduisant le déficit public français (pourtant inexistant si on raisonne, comme il se doit, en solde structurel hors dépenses d'investissement) et en lançant le programme de réformes structurelles demandé par la technocratie européenne. Qui peut croire qu'après être passé sous les fourches Caudines de Bruxelles et de Berlin, le gouvernement français aurait la volonté et le poids pour demander une réorientation de la politique européenne ? »

Dans cette opposition entre ces deux familles d'économistes, on retrouve en quelque sorte le débat entre l'hétérodoxie des uns et l'orthodoxie des autres, entre ceux qui contestent la politique « austéritaire » que l'Europe mène en réponse à la crise économique et ceux qui veulent accentuer la libéralisation de l'économie française pour qu'elle entre dans le moule construit par la Commission. L'opposition porte aussi sur la manière prioritaire de s'attaquer au problème lancinant du chômage, les uns par la création d'emplois, les autres par la formation professionnelle. Notons que, pour nous, tout comme il est illusoire d'opposer pour dynamiser l'économie la politique de l'offre et la politique de la demande, alors qu'elles sont complémentaires dans leurs objectifs et dans leur temporalité, il est également illusoire d'opposer pour lutter contre le chômage la création d'emplois et la formation professionnelle parce que, elles aussi, sont complémentaires dans leurs objectifs et dans leur temporalité.

Remarque : le texte des 25 Prix Nobel d'économie ne consacre qu'une ligne à la question de l'euro, qui est d'ailleurs très évasive. Parmi les signataires figure le Prix Nobel de 2001, Joseph Stiglitz, qui a beaucoup écrit sur l'économie européenne et sur la monnaie unique, mais on suppose qu'il n'a pas pu convaincre ses collègues, néolibéraux et orthodoxes pour beaucoup d'entre eux, d'en dire plus. Car, d'une certaine façon, sa thèse est proche de celles des Économistes atterrés. En effet, il a comparé la politique européenne d'austérité à « la pratique de la saignée dans la médecine médiévale » et il a depuis longtemps considéré que seul l'investissement public est en mesure de sortir de la spirale récessionniste et que de toute façon la zone euro ne peut pas correctement fonctionner à cause de graves vices de construction. Il fait un rapprochement entre la zone euro et l'étalon-or et rappelle que « ce sont les premiers pays à l'avoir quitté qui s'en sont sorti le mieux ». N'oublions pas que le dernier livre de J. Stiglitz paru en France (mi-septembre 2016) a pour titre : « L'Euro : comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe ». Dans ce livre, il montre en particulier qu'on a bâti la zone euro en ne prévoyant aucun des trois mécanismes d'ajustement pourtant indispensables pour permettre les équilibres macroéconomiques : la facilité de migration entre États (la mobilité du facteur travail a été le premier critère mis en avant pour définir une ZMO : voir la section 4 de notre seconde partie), le soutien financier automatique de l'État fédéral (autrement dit, le fédéralisme budgétaire), et le système bancaire largement fédéral (l'accord de l'Écofin du 13 décembre 2012 met certes en place une supervision unique par la BCE mais elle ne vise que les principaux groupes bancaires européens, et les banques centrales nationales conservent malgré tout la surveillance des autres banques, celles qui ne sont pas « systémiques », ainsi que la surveillance courante de toutes les banques de chaque pays).

Il propose trois scénarios pour sortir de la crise de l'euro :

« . des réformes fondamentales qui tendraient vers plus de solidarité et rendraient possible de garder l'euro dans une logique d'emploi et de croissance ;

. un divorce à l'amiable de l'Union européenne, car il décrit l'euro comme un mauvais mariage entre 19 pays. Quand un couple qui a des problèmes va voir un conseiller matrimonial, les conseillers à l'ancienne essayaient de trouver comment faire fonctionner leur mariage, mais un conseiller « moderne » commence par poser la question : ce mariage doit-il être sauvé ? Les coûts du divorce – tant financiers qu'affectifs – peuvent être très élevés mais rester ensemble peut être encore plus coûteux. Une des premières leçons de la science économique est que le passé est le passé. On doit toujours se demander : au point où nous en sommes, que devons-nous faire ?

. un nouveau système de monnaie qu'il nomme l'« euro flexible », un dispositif monétaire par lequel chaque pays continue à commercer en euros mais ou un euro grec ne s'échange pas à parité avec un euro italien ou allemand.

Joseph E. Stiglitz tire la sonnette d'alarme et enjoint ici les européens à reprendre en main les rennes de leur destinée commune en cessant de lowoyer au risque d'aggraver, plus profondément encore, la crise actuelle » (Présentation de son ouvrage par l'éditeur « Les Liens qui Libèrent- LLL »).

L'EURO

Pour terminer ces observations en relation avec l'actualité économique et politique française, soulignons deux idées supplémentaires intéressantes de J. Stiglitz : la première est que la politique austéritaire menée dans la zone euro est une cause importante de l'aggravation des dysfonctionnements de la zone euro dus à ses tares congénitales, et la seconde concerne la sphère financière mondiale et tient en un mot, celui de régulation, alors que la tendance actuelle est plutôt à des formes diverses et plus ou moins larvées de dérégulation, avec tous les risques de crise financière que cela comporte.

Le vendredi 21, le journal Le Monde fait paraître un article d'Hélène Largentaye, « "Réparer" la construction européenne ». Il fournit une analyse particulièrement intéressante au point que nous estimons très utile de le citer entièrement :

« Sortir de l'euro, négocier avec Berlin une nouvelle politique européenne, réformer plus pour respecter les traités... La crise de l'Europe et les moyens d'en sortir sont l'un des principaux thèmes qui différencient les candidats à la présidentielle. Ils pourraient lire avec profit le dernier article de Jörg Bibow, économiste allemand, chercheur au Levy Economics Institute (Etats-Unis) et auteur de nombreux articles sur les questions européennes (« How Germany's Anti-Keynesianism Has Brought Europe to Its Knees », « Comment l'antikeynésianisme allemand a mis l'Europe à genoux »). Il y soutient en effet que l'Allemagne, en exigeant de ses partenaires des comportements prétendument vertueux mais qui sont en fait des « vices macroéconomiques », a « mis l'Europe à genoux ». A contre-courant de la plupart des économistes de son pays, il attribue cette situation aux principes monétaristes et ordolibéraux qui prévalent en Allemagne. Le professeur Bibow montre que ceux-ci reposent sur une interprétation biaisée de l'histoire économique allemande du XXe siècle, focalisée sur l'hyperinflation des années 1922-1923, alors que l'Allemagne fit aussi l'expérience douloureuse de la Grande Dépression de 1929 à 1933. Par ses effets sur le chômage, cette dernière fut aussi dévastatrice qu'aux États-Unis, mais ses conséquences furent bien pires : « Les États-Unis eurent Franklin D. Roosevelt, l'Allemagne eut Hitler », rappelle-t-il. Pourquoi cette présentation asymétrique de l'Histoire ? C'est, d'après Jörg Bibow, pour légitimer la primauté accordée aux principes monétaristes régissant la politique menée par la Bundesbank, icône sacrée de la « mythologie monétaire ». L'ordolibéralisme veille à réduire l'intervention de l'État sur les marchés et s'oppose aux politiques keynésiennes, qui visent le plein-emploi en s'appuyant sur la demande globale et en faisant appel à l'action publique contracyclique. Après-guerre, les ordolibéraux jetèrent en effet le discrédit sur les politiques keynésiennes, en associant au régime nazi le rôle qu'elles confiaient à l'État. C'est donc un champion de l'économie de marché, Ludwig Erhard (1897- 1977), qui, pour l'opinion allemande, deviendra l'architecte du « miracle économique » des années 1950-1960. Mais ce miracle était-il vraiment le fruit de l'ordolibéralisme et des politiques de l'offre ? Cette interprétation occulte les aides dont l'Allemagne a bénéficié : aide gouvernementale américaine, plan Marshall (1948-1952) et surtout effacement de la moitié de la dette externe allemande (accord de Londres, 1952-1953) qui, paradoxalement, a donné un avantage à l'Allemagne par rapport aux pays vainqueurs de l'Europe de l'Ouest restés lourdement endettés dans les années 1950 (200 % du PNB contre 20 % pour l'Allemagne). Par ailleurs, le « miracle » n'était pas propre à l'Allemagne : d'autres économies européennes, comme celle de la France, connurent aussi des taux de croissance élevés et un quasi-plein emploi, du fait notamment de ces politiques keynésiennes. La particularité du « modèle allemand » était son faible taux d'inflation, plus faible que celui de ses principaux partenaires commerciaux européens, ce qui assura à l'Allemagne un avantage de compétitivité-prix, et à la Bundesbank une bonne réputation. Tant que l'Allemagne gardait son avantage en matière de prix, son modèle de croissance tiré par les exportations pouvait fonctionner. Au milieu des années 1980, les pays participant au système monétaire européen, et singulièrement la France, ont accepté de fait le leadership de la prestigieuse Bundesbank pour ancrer leurs monnaies au deutschemark. Dans les années 1990, l'Union économique et monétaire (UEM) s'est mise en place selon les principes chers aux Allemands. Avec l'adoption de l'euro au tournant du XXIe siècle, ces disciplines se sont encore renforcées. Selon Jörg Bibow, la tragédie de l'Europe s'explique par l'« erreur de construction » (« a fallacy of composition ») de l'UEM. Les principes fondateurs de celle-ci, transposant la doxa ordolibérale allemande, obligeaient les autres membres de la zone euro à équilibrer leurs budgets, à réduire leurs dettes extérieures et à limiter l'inflation. Mais la conséquence directe a été d'amorcer une spirale déflationniste en Europe, qui a atteint son paroxysme avec la crise de la dette publique grecque commencée en 2008. C'est dire la fragilité du modèle allemand, « qui ne peut fonctionner que si les partenaires de l'Allemagne se comportent autrement ; si le grippe dès lors que ceux-ci sont appelés à se comporter comme l'Allemagne », écrit l'économiste. Comment sortir de cette impasse ? La réponse proposée par Jörg Bibow est de mettre en place, à l'échelle de la zone euro, une autorité (« eurotreasury ») qui coordonnerait une fraction des budgets des États membres. Elle serait chargée, avec la Banque centrale européenne, de conduire des politiques macroéconomiques

contracycliques adaptées aux situations des différents pays, de sorte que les ajustements, en ne reposant plus uniquement sur les pays débiteurs, ne soient pas toujours déflationnistes. L'« eurotreasury » aurait notamment pour mission de trouver des financements pour un programme d'investissements à l'échelle européenne. Plusieurs économistes français (notamment Michel Aglietta, dans La Double Démocratie, Seuil, 2017) soutiennent des propositions semblables. Nous vivons en Europe une période qui présente des similitudes avec le début des années 1930. Les partis extrémistes menacent de démanteler la construction européenne, une des avancées majeures du monde d'après-guerre. En cette année d'échéances électorales déterminantes pour la France et l'Allemagne, espérons que cette analyse inspire à nos deux pays un programme d'envergure capable de tirer l'Europe de l'ornière ».

Sur l'ordolibéralisme, voir dans ce document ce qui est précisé en dates du 5/5/1949 et du 14/9/1958, mai et juin 2012 et dans l'annexe de la fin 2012.

Cela dit, cet article expose de nombreux arguments que nous retrouvons dans notre document à plusieurs reprises.

L'EURO

Si nous y ajoutons l'argument que nous développons plus haut à propos de l'origine historique de la supériorité industrielle de l'Allemagne (voir la 3^{ème} source d'hétérogénéité dans les causes endogènes de la crise de l'euro, annexe fin 2012), nous arrivons à la conclusion que l'avenir de l'Europe va essentiellement dépendre de l'issue du rapport de forces « paradigmatiques » et programmatiques entre l'Allemagne et la France et, plus globalement, entre l'Europe du Nord et celle du Sud. Ce sera indéniablement le défi principal pour le futur Président de la République française et pour le futur Chancelier d'Allemagne.

Dimanche 23 : Premier tour de l'élection présidentielle en France. La campagne électorale a été inouïe et les résultats de l'élection sont inédits puisque les partis politiques les plus importants qui se sont partagé le pouvoir depuis 50 ans sont éliminés. Les résultats sont : Emmanuel Macron : 24,01% et Marine Le Pen : 21,30%, qui seront au second tour. Les suivants sont : François Fillon avec 20,01%, Jean-Luc Mélenchon avec 19,58% et Benoît Hamon avec 6,36%. Abstention : 22,23%.

Ce 23 avril 2017 fera date dans l'histoire de la 5^{ème} République pour plusieurs raisons : Emmanuel Macron réussit là un tour de force, lui qui a créé son mouvement « En marche » seulement le 6 avril 2016 et déclaré sa candidature le 16 novembre, même s'il avait soigneusement préparé son parcours depuis davantage de temps ; Marine Le Pen fait un score historique (elle gagne plus de 1,2 million de voix en 5 ans) ; les deux principaux partis d'hier, le PS et le LR, sont éliminés (le « dégaisme » déjà présent lors des deux primaires poursuit son œuvre), ce qui annonce des querelles intestines et des recompositions douloureuses ; J.-L. Mélenchon donne à la France insoumise une représentativité conséquente pour la reconfiguration de la gauche française (il gagne près de 3 millions de voix en plus) ; mais l'opposition traditionnelle gauche-droite semble laisser la place, au moins pour un temps, à de nouveaux clivages, signes de fractures plus ou moins inquiétantes : entre les proeuropéens-mondialistes et les souverainistes-nationalistes, entre ceux qui veulent l'euro et ceux qui le remettent en cause (avec en arrière-fond plusieurs débats, notamment ceux sur l'orthodoxie financière et sur la politique austéritaire), entre les optimistes et les défaitistes, entre la France ouverte et la France fermée, entre la France des villes et celle des campagnes, entre la France des centres-villes et celle des périphéries (ce point de vue est cependant très relativisé par certains observateurs et analystes tels que Frédéric Gilli), entre la France de l'Ouest et celle de l'Est, entre les Français qui réussissent et ceux qui galèrent, entre les élites et les « gens » du peuple, entre les libéraux et les étatistes.

Le **dimanche 23**, J.-C. Juncker félicite E. Macron pour sa réussite au 1^{er} tour de l'élection présidentielle française. « No comment ».

Le **lundi 24**, Eurostat fait paraître un état des finances publiques dans la zone euro. En étant à 89,2%, la dette publique est passée en 2016 sous la barre des 90% du PIB et le déficit a diminué en passant de 2,1% en 2015 à 1,5% en 2016, donc à un niveau bien inférieur aux fameux 3%. La France se distingue de plus en plus nettement par rapport à l'Allemagne : entre 2013 et 2016, la dette a augmenté en France de 92,3% à 96% alors qu'elle a baissé en Allemagne de 77,5% à 68,3% ; et la France fait partie des 4 pays dont le déficit dépasse la norme des 3% du PIB (France, Espagne, Roumanie, R.-U.).

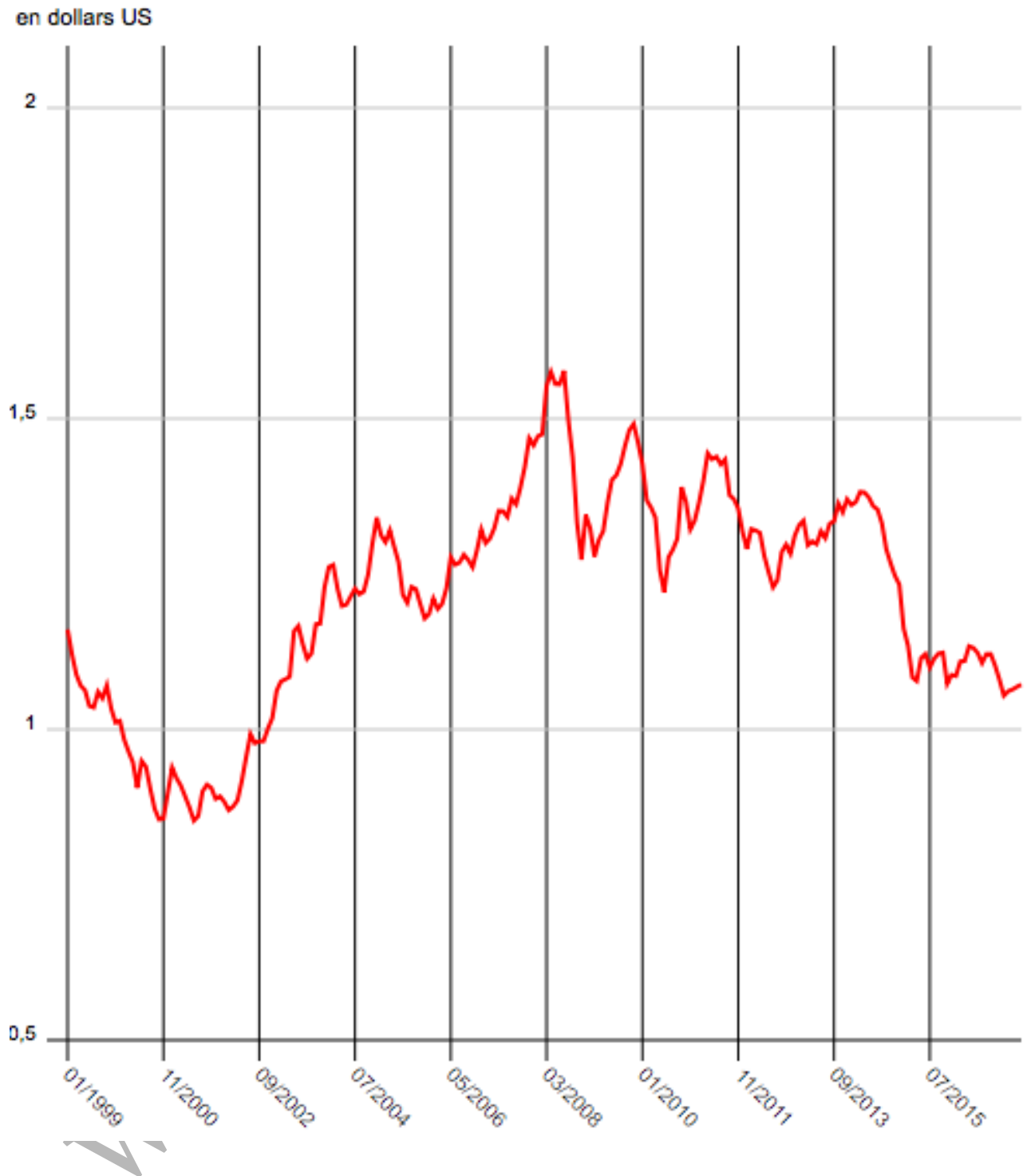
Le **mercredi 26**, la Commission européenne présente un « socle des droits sociaux » avec une vingtaine de principes censés améliorer la dimension sociale de l'Europe, en défendant les mêmes opportunités d'accès au marché du travail pour tous, des conditions de travail équitables et une protection sociale plus « inclusive ». Est également présentée une directive pour assurer un meilleur équilibre entre vie professionnelle et vie privée.

Le **jeudi 27**, la BCE ne change rien à sa politique monétaire parce que, bien que plusieurs clignotants macroéconomiques soient maintenant au vert, elle veut rester prudente en ces moments d'incertitudes politiques, en France et en Allemagne, mais aussi parce que l'inflation reste faible et que plusieurs pays tardent à faire des réformes structurelles pour améliorer « l'environnement des affaires ».

Le **samedi 29**, à Bruxelles, les 27 États membres de l'UE fixent une sorte de « vade-mecum » pour les négociations à venir avec le RU sur le « Brexit ». Étant donné les actuelles positions de Th. May, ces négociations s'annoncent particulièrement difficiles.

Vendredi 28, l'euro cote 1,0893\$ après avoir coté 1,0590 le 7, 1,0612 le 14 et 1,0725 le 21.

Cours de l'Euro par rapport au Dollar US - Moyenne mensuelle



• Mai 2017 ->

Dans la nuit du 1 au 2, après plusieurs mois de discussions, la Grèce et ses créanciers parviennent à un accord préliminaire pour permettre le déblocage d'une nouvelle tranche de prêts, pour qu'elle puisse payer au moins 7,4 milliards d'euros qu'elle doit en juillet à la BCE. La Grèce a dû accepter de nouvelles mesures de restriction. Pour le reste, aucune avancée notable : le FMI veut toujours que la dette grecque soit restructurée alors que l'Allemagne refuse tout en exigeant la participation du FMI au plan d'aide.

Le mercredi 3, publication par Eurostat de résultats macroéconomiques de la zone euro pour le 1^{er} trimestre 2017 ; comme au 4^{ème} trimestre 2016, la croissance a été de 0,5%, soit 1,8% en rythme

annualisé. Mais une fois de plus, cette moyenne cache des disparités importantes, au point que pour le chômage, les taux vont de 3,9% en Allemagne à 18,2% en Espagne. La question est donc l'évolution prochaine du taux de croissance : il se peut qu'il dépasse les 1,7% prévus mais, pour autant il n'est pas sûr qu'il s'approche du taux d'avant-crise de 3% en 2007. Beaucoup de facteurs sont en cause, mais ceux-ci sont plutôt bien orientés car la reprise est assez générale sur le plan mondial, que ce soit pour les pays avancés ou pour les pays émergents, et il y a synchronisation de surcroît. Les politiques monétaires sont encore accommodantes, les taux d'intérêt sont toujours bas, la hausse des prix du pétrole augmente les recettes des pays producteurs, et il y a également l'effet d'entraînement de la Chine et l'effet « Trump ». De plus, spécifiquement pour la zone euro, il y a une plus grande convergence du dynamisme cyclique entre les pays, qu'ils soient du Nord ou du Sud et le niveau relativement bas de l'euro favorise cette plus grande convergence (on sait en effet que les économies des différents pays de la zone euro ne réagissent pas de la même manière au taux de change de l'euro : ainsi, l'Allemagne peut résister à des niveaux élevés de la monnaie unique, ce qui n'est pas le cas de la France, et encore moins de pays plus fragiles comme l'Espagne ou le Portugal) .

Le jeudi 4, la Commission soulève la question post-Brexit des chambres de compensation. C'est une question délicate et importante, surtout en cas de risque de crise financière internationale, car la très grande majorité des transactions sur produits dérivés libellés en euros ont lieu à Londres et tout passe donc par la chambre LCH. Après le Brexit, le régulateur européen n'aura plus les moyens de maîtriser ce qui s'y passera. Il y a donc deux solutions : soit l'UE prévoit une supervision extraterritoriale de l'UE sur les chambres de compensation des pays hors UE, soit elle oblige celles-ci à être basées au moins en partie à l'intérieur de l'UE. Le Français Xavier Rolet, qui est le directeur général de la Bourse de Londres, s'oppose à ces deux solutions et défend son entreprise, qui possède la LCH, sur la base des économies d'échelle que permet la centralisation des flux financiers.

Le vendredi 5, le candidat E. Macron déclare au journal Le Parisien : « Je ne peux pas garder l'Europe telle qu'elle est. Il nous faut une Europe plus efficace, qui protège, qui ait des résultats, qui soit plus concrète, moins bureaucratique, qui ennuie moins les gens au quotidien ».

Rappelons les principales propositions d'E. M. (E. Macron et « En Marche »), qui concernent plus spécialement la zone euro et telles qu'on peut les lire sur le site du mouvement :

« Nous proposerons de créer un budget pour la zone euro avec 3 fonctions (investissements d'avenir, assistance financière d'urgence et réponse aux crises économiques). L'accès à ce budget sera conditionné au respect de règles communes en matière fiscale et sociale (pour éviter le dumping au sein de la zone euro). Nous proposerons de créer un poste de ministre de l'Economie et des Finances de la zone euro, qui aura la responsabilité du budget de la zone euro, sous le contrôle d'un Parlement de la zone euro, rassemblant les parlementaires européens des États membres. Nous exigerons que soit mis en place un socle de droits sociaux européens, en définissant des standards minimums en matière de droits à la formation, de couverture santé, d'assurance chômage ou de salaire minimum (à des niveaux tenant compte de l'inégal développement des États membres). Nous défendrons un "Buy European Act" permettant de réserver l'accès aux marchés publics européens aux entreprises qui localisent au moins la moitié de leur production en Europe. Nous proposerons de mettre en place au niveau européen un instrument de contrôle des investissements étrangers en Europe pour préserver nos intérêts et secteurs stratégiques, à l'instar de ce que font les États-Unis ou la Chine ou de ce qui existe en France. Nous proposerons de créer un « procureur commercial européen », pour vérifier le respect des engagements pris par nos partenaires et sanctionner rapidement leur violation, notamment en matière sociale, environnementale ou fiscale. Nous exigerons que soit intégré dans tous les accords commerciaux de l'UE un volet de coopération fiscale ainsi que des clauses sociales et environnementales contraignantes (en abaissant en priorité les tarifs douaniers sur les biens et services « propres » et en instituant des sanctions commerciales en cas de violation des clauses sociales et environnementales). Nous promovons la mise en place d'un Fonds européen de financement en capital-risque pour accompagner la croissance des start-up européennes du numérique. Ce fonds devra être doté d'au moins 5 milliards d'euros ».

Le dimanche 7, au soir : **Emmanuel Macron (39 ans) est élu Président de la République française**, avec 20,7 millions de voix (66,06% des suffrages exprimés), contre Marine Le Pen qui rassemble plus de 10,6 millions de voix (34%) ; 25,38% d'abstention et 11,49% de votes blancs et nuls.

Bien que la sortie de l'euro serait un peu moins catastrophique que ce que l'on entend dire et que, pour les pro-européens qui estiment qu'il faut coûte que coûte réformer l'UE et la zone euro, elle pourrait être une arme de dissuasion massive, l'élection d'E. Macron est un très grand soulagement, surtout que son projet de relance de la construction européenne est au premier plan de ses priorités. C'est pourquoi, cette élection est non seulement un soulagement mais aussi un important motif d'espérance.

En nous servant de l'étude du service d'analyse économique et sectorielle du Groupe Crédit Agricole (http://etudes-economiques.credit-agricole.com/medias/Persp17_150_France_budget_Macron_20170531.pdf), qui sera publiée le 31 de ce mois, on résume ci-dessous les principaux points du programme d'Emmanuel Macron en matière de finances publiques :

Ses deux principaux objectifs sont de soutenir la croissance et l'emploi d'un côté et de réduire les déficits de l'autre.

Les mesures de soutien :

- **Baisses des prélèvements sur les entreprises et les ménages : 25 Mds :**
Nouvelles baisses d'impôts et de charges pour les entreprises : taux de l'IS ramené de 33,3% à 25% → 10 milliards d'euros
Transformation du CICE en baisse de charges pérenne de six points. Au niveau du SMIC, cette baisse atteindrait 10 points → effet neutre, sauf en 2018
Rétablissement de l'exonération de cotisations sociales pour les heures supplémentaires (pour employeurs et salariés) → 4 milliards d'euros
Baisse des cotisations salariales pour les salariés, chômage (2,4%) et maladie (0,75%), financée par une hausse de la CSG de 1,7 point (à l'assiette plus large) → effet à peu près neutre
Baisse de la taxation des revenus du capital, avec un prélèvement forfaitaire à 30% (prélèvements sociaux inclus) et une transformation de l'ISF → 2 milliards d'euros
Exonération de la taxe d'habitation pour 80% des ménages → 8 milliards d'euros
- **Hausse des investissements publics : 10 Mds par an sur 5 ans :**
3 milliards d'euros pour la transition écologique et énergétique,
3 milliards pour la formation professionnelle, des chômeurs en particulier,
4 milliards pour la modernisation des administrations publiques (numérisation), l'agriculture, les transports locaux et la santé.
- **Autres mesures de hausses de dépenses : 15 Mds**
Allocations chômage étendues : aux salariés qui démissionnent (une fois tous les 5 ans), aux travailleurs indépendants, auto-entrepreneurs et professions libérales → 5 milliards d'euros
Hausse du budget de la Défense : → 3 milliards d'euros
Éducation : division par deux du nombre d'élèves par enseignant et hausse des primes des enseignants dans les classes prioritaires
Re-création des emplois francs : prime pour l'embauche d'une personne venant de zones prioritaires d'un montant de 15 000 euros sur trois ans pour un CDI et de 5 000 sur deux ans pour un CDD → 1 milliard d'euros
Hausse de la prime d'activité, de l'allocation adulte handicapé et du minimum vieillesse → 3 milliards d'euros

Les mesures d'économie (60 Mds par rapport au tendanciel) :

État : plus grande flexibilisation en matière de rémunérations, de gestion des carrières, de recrutement. Baisse de 50 000 des effectifs de fonctionnaires → 25 milliards d'euros
Santé : croissance des dépenses maladie (ONDAM) maintenue à 2,3% par an. Pas de suppression de postes dans la fonction publique hospitalière → 15 milliards d'euros
Dépenses chômage : prestations strictement conditionnées aux efforts de recherche (le demandeur d'emploi, une fois formé, devra accepter les offres proposées) ; mesures dites "anti-précarité", dont un système de bonus-malus destiné à décourager l'emploi précaire → 10 milliards d'euros
Dépenses des collectivités locales : flexibilisation accrue en matière de hausses de salaires, de recrutement de droit privé. Baisse des effectifs de fonctionnaires (-70 000) → 10 milliards d'euros.

Prévisions budgétaires 2017-2022

(en % du PIB)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PIB réel	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8
Solde public (*)	-3,0	-2,8	-2,7	-2,4	-1,8	-1,0
Dette publique	97,8	97,5	97,2	96,6	95,3	93,0

(*) : hors mesures exceptionnelles

Source : Programme Emmanuel Macron

Comme le précise le document du Crédit Agricole dans l'évaluation qu'il propose de l'impact de ces différentes mesures : « Les mesures fiscales sur les entreprises devraient permettre un nouveau redressement des marges et de la compétitivité-coût. La hausse des investissements publics permettra un soutien à l'innovation et aux secteurs d'avenir, et améliorera les qualifications des jeunes et des chômeurs. D'où un redressement progressif de la compétitivité qualité. Ces diverses mesures favoriseront une reprise de l'investissement et, à moyen terme, de l'emploi. (...) En sens inverse, les mesures d'économie, d'ampleur assez marquée, vont pénaliser la croissance en 2018-2022. Rappelons que les ajustements en dépenses ont un effet à court terme sur l'activité plus marqué que les hausses d'impôt. Une baisse de la consommation ou de l'investissement des administrations publiques a un effet immédiat sur le PIB. En revanche, l'effet d'une hausse d'impôts est moins immédiat et amorti par une baisse de l'épargne (pour les ménages) et le contenu en importations de la demande. En revanche, à moyen terme, les mesures fiscales jouent davantage et tendent à dégrader la croissance potentielle. Avec un stimulus budgétaire marqué, mais en partie compensé par les ajustements en dépenses, la croissance et l'emploi connaîtraient un redressement assez graduel ». L'histoire de ces dernières décennies montre que les gouvernements successifs français ont toujours privilégié la hausse des impôts pour tenter de redresser les comptes publics. Le Président Macron fera-t-il aussi en cette matière la révolution ?

À côté de ces objectifs de relance économique et d'équilibre budgétaire, le programme économique d'E. Macron contient des projets importants de réformes économiques et sociales : refonte du régime d'assurance-chômage, création d'un système de retraite unique et à points et flexibilisation du marché du travail. Cette flexibilisation passe notamment par l'inversion de la hiérarchie des normes pour donner la primauté aux accords d'entreprise, par le plafonnement des indemnités prud'homales et par la fusion des institutions représentatives du personnel.

Concernant l'objectif de flexibilisation du marché du travail français, quatre remarques s'imposent.

. D'abord, il faut insister sur le fait que ce thème fait depuis longtemps débat entre les économistes. Pour s'en convaincre, on renvoie le lecteur à l'entretien que donneront à Alternatives Économiques le 2 juin 2017 Gilbert Cette et Anne Eydoux, avec pour titre : « La réforme du travail est-elle urgente ou dangereuse ? » (sous-titre : « assouplir à nouveau le code du travail créera-t-il de l'emploi ? »), où ils envisagent tous les points du projet de réforme d'E. Macron.

Le tableau suivant tente de résumer au mieux le point de vue des deux protagonistes :

Arguments « POUR » (G. Cette)	Arguments « CONTRE » (A. Eydoux)
<i>Peut-on attendre des réformes annoncées une amélioration de la situation de l'emploi ?</i>	
Des normes réglementaires homogènes peuvent empêcher des compromis gagnant-gagnant : il faut l'inversion de la hiérarchie des normes, en procédant par accord majoritaire et en respectant les droits fondamentaux et les normes supranationales	Plusieurs travaux, y compris de l'OCDE, montrent qu'il n'y a pas de lien entre dérégulation du marché du travail et baisse du chômage. L'inversion de la hiérarchie des normes ne peut rien apporter. Certes, la loi nationale ne tient pas compte des spécificités locales mais cela limite la course au moins-disant social.
Comme des études le montrent, la législation protectrice de l'emploi désincite au recrutement, pousse à recourir aux emplois précaires, à accroître l'intensité en capital, à réduire la prise de risque, à prendre des initiatives peu innovantes, ..., donc elle défavorise au total l'emploi.	Ces études oublient les relations professionnelles. En matière de flexisécurité, certes le modèle danois est peu protecteur mais il est régulé par des partenaires ayant un fort pouvoir de décision ; en France, la flexisécurité envisagée ne renforce pas les syndicats, au contraire. En réalité, en France, les employeurs peuvent très aisément se séparer de salariés grâce en particulier à la rupture conventionnelle introduite en 2008. Notre modèle, déjà flexible,

	est plutôt celui de l'introuvable sécurité. Il y a aussi des études qui montrent que la dérégulation a un impact négatif sur la productivité, via la dégradation de la qualité de l'emploi.
<i>Faut-il donner davantage la priorité aux accords d'entreprise, sur la question des salaires, par exemple ?</i>	
Oui, car il faut laisser de plus grands espaces de décision aux partenaires sociaux et quand on élabore et négocie les règles, on se les approprie. Mais certains éléments constitutifs du contrat de travail ne peuvent pas être modifiés par un accord collectif : il ne doit pas être possible de modifier à la catégorie professionnelle d'un salarié ou à son salaire horaire.	Non, il ne faut pas réformer davantage, et il faudrait même re-réguler, surtout en matière de temps de travail. Par ailleurs, on ne simplifie rien en décentralisant la négociation collective, au contraire. Si on veut réformer, allons plutôt vers une cogestion.
<i>Le plafonnement des indemnités prud'homales peut-il avoir des effets positifs sur l'emploi ?</i>	
Oui, car l'insécurité juridique est bien réelle et peut pénaliser l'emploi.	Non. Il ne faut pas surestimer l'effet du contentieux sur les décisions d'embauche. On crée artificiellement un « effet réverbère ».
<i>Quid de l'étatisation de l'assurance-chômage : faut-il en finir avec le paritarisme ?</i>	
Le projet est de nationaliser l'assurance-chômage. Est-ce la bonne solution ? En tous cas, il faut une réponse à un système qui n'est ni efficace ni pérenne. On pourrait aussi imaginer un système dual avec un socle de solidarité qui corresponde à nos minima sociaux, auquel s'ajouterait une partie assurantielle.	Que deviendra la légitimité des syndicats ? L'indemnisation des chômeurs risque de pâtir du passage d'une logique d'assurance à une logique d'assistance, comme cela s'est passé en Allemagne avec les réformes Hartz.

Notons que Gilbert Cette est, avec Jacques Barthélémy, l'auteur du rapport « Réformer le droit du travail », publié en octobre 2015 chez Odile Jacob et que l'on peut trouver sur le site de Terra Nova : http://tnova.fr/system/contents/files/000/001/078/original/02092015_-_R_former_le_droit_du_travail.pdf?1463738671

Pour alimenter le même débat contradictoire, on peut renvoyer aussi aux nombreuses recherches qui existent depuis longtemps sur la question des contrôles et des sanctions à l'encontre des chômeurs. La conclusion est très nuancée : certes, cela peut abaisser les statistiques du chômage mais cela peut en même temps amener beaucoup de chômeurs soit à accepter des emplois de moins bonne qualité, moins bien rémunérés et plus précaires, soit à sortir carrément du marché du travail et donc à entrer dans la spirale de l'exclusion sociale.

. La seconde remarque consiste à reconnaître que le marché du travail en France est l'un des plus rigides quand on le compare sur le plan international. C'est ce que montrent les indicateurs que l'OCDE publie pour mesurer le degré de protection de l'emploi :

The OECD indicators on Employment Protection Legislation

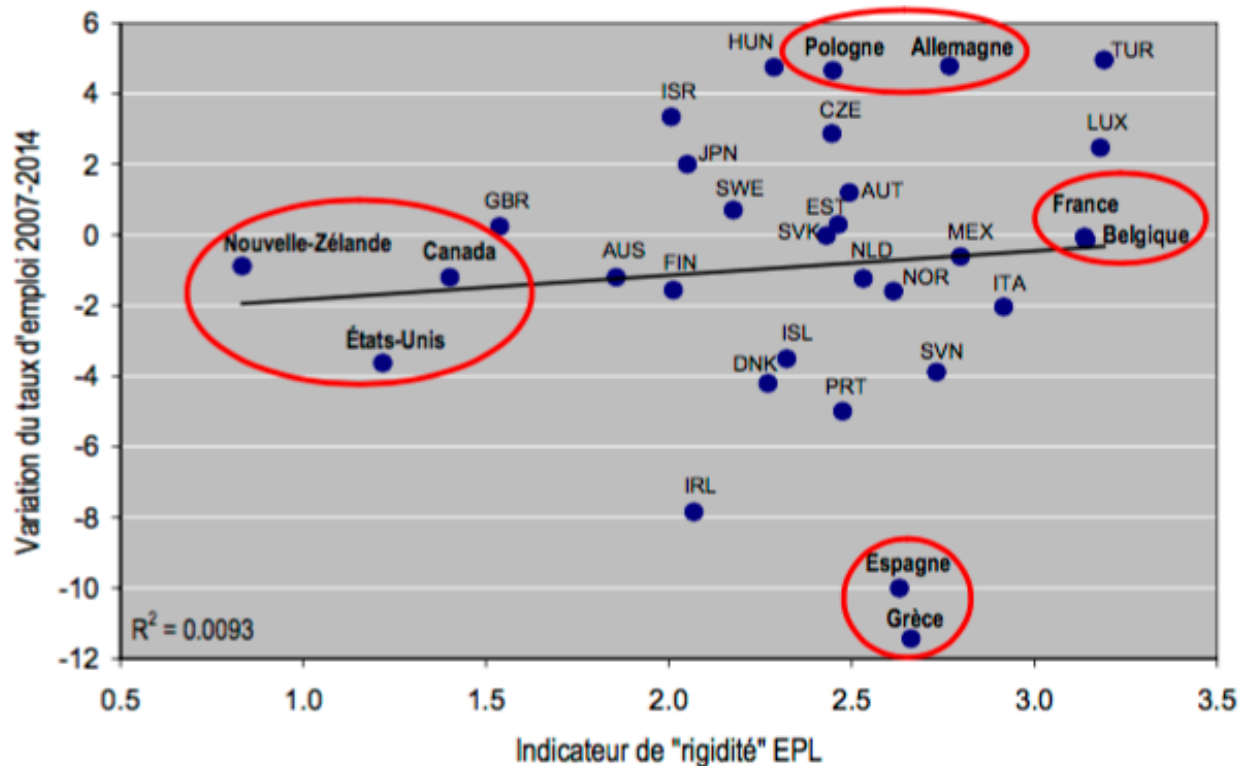
Scale from 0 (least restrictions) to 6 (most restrictions), last year available

		Protection of permanent workers against individual and collective dismissals	Protection of permanent workers against (individual) dismissal	Specific requirements for collective dismissal	Regulation on temporary forms of employment
OECD countries					
Australia	2013	1,94	1,57	2,88	1,04
Austria	2013	2,44	2,12	3,25	2,17
Belgium	2013	2,99	2,14	5,13	2,42
Canada	2013	1,51	0,92	2,97	0,21
Chile	2013	1,80	2,53	0,00	2,42
Czech Republic	2013	2,66	2,87	2,13	2,13
Denmark	2013	2,32	2,10	2,88	1,79
Estonia	2013	2,07	1,74	2,88	3,04
Finland	2013	2,17	2,38	1,63	1,88
France	2013	2,82	2,60	3,38	3,75
Germany	2013	2,84	2,53	3,63	1,75
Greece	2013	2,41	2,07	3,25	2,92
Hungary	2013	2,07	1,45	3,63	2,00
Iceland	2013	2,46	2,04	3,50	1,29
Ireland	2013	2,07	1,50	3,50	1,21
Israel	2013	2,22	2,35	1,88	1,58
Italy	2013	2,89	2,55	3,75	2,71
Japan	2013	2,09	1,62	3,25	1,25
Korea	2013	2,17	2,29	1,88	2,54
Luxembourg	2013	2,74	2,28	3,88	3,83
Mexico	2013	2,62	1,91	4,38	2,29
Netherlands	2013	2,94	2,84	3,19	1,17
New Zealand	2013	1,01	1,41	0,00	0,92
Norway	2013	2,31	2,23	2,50	3,42
Poland	2013	2,39	2,20	2,88	2,33
Portugal	2013	2,69	3,01	1,88	2,33
Slovak Republic	2013	2,26	1,81	3,38	2,42
Slovenia	2014	2,39	1,99	3,38	2,13
Spain	2013	2,36	1,95	3,38	3,17
Sweden	2013	2,52	2,52	2,50	1,17
Switzerland	2013	2,10	1,50	3,63	1,38
Turkey	2013	2,33	2,21	2,63	4,96
United Kingdom	2014	1,59	1,18	2,63	0,54
United States	2013	1,17	0,49	2,88	0,33

Concernant le premier indicateur, sur la protection des travailleurs à plein temps contre les licenciements individuels et collectifs, on note que 27 pays sur les 35 de l'OCDE ont un indice inférieur à celui de la France. Concernant le deuxième indicateur, sur la protection de ces travailleurs contre le licenciement collectif, il y en a 30. Concernant le troisième indicateur, sur les exigences spécifiques pour le licenciement collectif, il y en a 22. Et concernant le quatrième, sur la réglementation des formes temporaires d'emploi, il y en a 31.

Si on établit la même statistique selon l'importance des autres pays de l'OCDE dans nos échanges commerciaux, en sachant que, par ordre décroissant, l'Allemagne en représente 16,9%, la Belgique 7,8%, l'Italie 7,1%, l'Espagne 6,4% et les États-Unis 6,4% aussi, on a les résultats suivants : sur le premier indicateur, il n'y a que 2 pays sur les 5 qui ont un indice inférieur, sur le second indicateur, les 5 pays ont un indice inférieur, sur le troisième indicateur, on est ex-aequo avec l'Espagne et seuls les États-Unis ont un indice inférieur au nôtre, et concernant le quatrième la France est la plus réglementée des 5. Ces résultats apparaissent moins catégoriques que les résultats globaux et ils montrent qu'il y a aussi des disparités selon les indicateurs utilisés : le marché du travail français est relativement plus réglementé qu'ailleurs pour la protection des salariés contre le licenciement collectif et pour la réglementation des formes temporaires d'emploi.

. La troisième réflexion est qu'il est loin d'être démontré que la flexibilisation du marché du travail soit un moyen efficace pour résorber le chômage. On trouve le graphique suivant dans l'article écrit en mars 2016 par Michel Husson (<http://hussonet.free.fr/devalualter.pdf>), qui montre qu'il n'y a pas de corrélation entre l'indicateur de l'OCDE et la variation du taux de chômage (le coefficient de détermination R^2 est quasi nul) :



Michel Husson a écrit un autre article intéressant sur « Flexibilité et emploi », qui démonte plusieurs conclusions erronées sur les applications faites de la flexibilisation au R.-U, au Danemark, aux E.-U et en Allemagne : <http://hussonet.free.fr/iresdec.pdf>.

On trouve sur la toile de nombreuses réflexions sur la question de savoir si plus de flexibilité du marché du travail est une stratégie efficace pour réduire le chômage. On peut citer par exemple celle, bien documentée, d'Éric Verhaeghe, (<http://eric-verhaeghe.entreprise.news/2013/01/03/flexibilite-contre-chomage-illusion-ou-erreur/>), celle, très didactique, de Gabriel Poulain (<http://gabrielpoulain.alwaysdata.net/semestre1/notes/4e93f29832f5d.exposé%20eco%20complet.pdf>) ou encore celle, très critique, de l'économiste Éloi Laurent (<http://www.telerama.fr/idees/flexibilite-competitivite-les-quatre-mythologies-economiques-de-la-loi-travail,139428.php>).

D'autres économistes répondent à la question de savoir si la flexibilisation du marché du travail a un effet sur le taux de chômage comme ils le font à la question de savoir si les gains de productivité jouent ou non contre l'emploi : l'effet serait plutôt négatif à court terme avant de devenir progressivement positif à moyen et long termes. Par exemple, selon P. Artus, diverses expériences menées dans plusieurs pays d'une flexibilisation hardie du marché du travail montrent qu'il faut pratiquement une dizaine d'années pour revenir au niveau initial de chômage. Ajoutons que le contexte conjoncturel général joue toutefois un rôle important dans la résultante des effets contradictoires sur l'emploi de la flexibilisation du marché du travail.

En définitive, la flexibilisation du marché du travail a sensiblement les mêmes effets que la dévaluation interne et apparaît donc comme une stratégie faite essentiellement pour compenser un déficit de compétitivité. Cette similitude amène à se poser deux questions graves : d'abord, comme pour toute dévaluation, quel dosage faut-il prévoir ? Autrement dit, quand le marché du travail est particulièrement rigide, comme c'est le cas du marché français comparativement à celui des principaux concurrents, il faut copieusement le flexibiliser, et donc accepter d'avance les sacrifices nécessaires. Ensuite, le fait que la Commission européenne soit le moteur d'une telle logique de fonctionnement économique et social signifie peut-être que la volonté est d'appliquer à l'ensemble de l'UE ou au moins à toute la zone euro cette forme de dévaluation interne pour dégager les marges de compétitivité nécessaires à une insertion convenable de l'économie européenne dans la mondialisation, au prix d'une remise en cause de notre modèle social. Tel qu'il se dessine actuellement, le couple franco-allemand cautionne totalement cette logique libérale qui domine depuis longtemps la construction européenne.

Une note de janvier 2016 des « Économistes Atterrés », sous la signature d'Anne Eydoux et Anne Fretel, aboutit aux mêmes résultats (<https://fr.scribd.com/doc/297220406/La-note-des-Atterres-sur-les-reformes-du-marche-du-travail>). Dans son résumé, on lit :

« Dans un contexte de surenchère de réformes néolibérales du marché du travail, présentées comme les remèdes à tous les maux de l'économie et de la société française, cette note soutient que ces réformes ont déjà eu lieu et ont fait la preuve éclatante de leur échec contre le chômage. Elle revient sur les trente dernières années qui ont vu se multiplier ces réformes sans “inverser la courbe du chômage“. Elle commence par un retour critique sur l'approche économique néoclassique qui inspire ces réformes. Elle aborde ensuite l'actualité des réformes, à savoir le code du travail qui fait l'objet d'un feu nourri depuis quelques mois, illustrant bien la manière dont se fabriquent les réformes, à coup de rapports publics dont les contributeurs appartiennent souvent à un cercle restreint d'experts. Enfin, elle analyse les réformes néolibérales du marché du travail à l'œuvre depuis trente ans (flexibilisation du contrat de travail, activation des chômeurs et des allocataires de minima sociaux, baisse du coût du travail) en montrant que leur inefficacité contre le chômage est documentée par de nombreuses évaluations. En conclusion, la note propose des pistes pour d'autres réformes de l'emploi ».

. La quatrième remarque porte sur le degré de rigidité des marchés de biens et services.

L'indicateur utilisé pour le mesurer est le PMR calculé par l'OCDE. Pour la France, cet indicateur a régulièrement baissé mais reste malgré tout encore élevé. Sur les 35 pays que compte l'OCDE, il y en a 22 qui ont des marchés de biens et services moins rigides que la France. Par rapport à ses 5 plus grands partenaires commerciaux, la France est avant-dernière. La conclusion qu'avaient tiré Patrick Artus et Marie-Paule Virard dans leur ouvrage « La France peut se ressaisir », paru en mai 2004, reste valable : « Plus encore que la rigidité du marché de l'emploi (qui s'est tout de même assoupli au cours des dernières années, y compris en France), celle du marché des biens (niveau des barrières à l'entrée, droit de la faillite, poids de l'État dans le capital des entreprises, degré de concentration, de contrôle des prix, frein de tous ordres à la création d'entreprise, etc.), moins souvent évoquée, constitue aussi un sérieux handicap ». Car, comme y insiste l'OCDE elle-même, « il existe un lien empirique bien identifié entre l'intensité de la concurrence sur les marchés de produits et la productivité ».

Autrement dit, l'amélioration de la situation économique et sociale de la France passerait davantage par une libéralisation des marchés des biens et services que par une flexibilisation accrue du marché du travail.

L'EURO

Indicateur	PMR: Réglementation du marché des produits				
	Année	1998	2003	2008	2013
Pays					
Australie		1,72	1,34	1,44	1,27
Autriche		2,12	1,61	1,37	1,19
Belgique		2,30	1,64	1,52	1,39
Canada		1,91	1,64	1,53	1,42
Chili		1,75	1,51
République tchèque		2,65	1,89	1,51	1,41
Danemark		1,66	1,48	1,34	1,21
Estonie		1,37	1,29
Finlande		1,94	1,49	1,34	1,29
France		2,38	1,77	1,52	1,47
<u>Allemagne</u>		2,23	1,80	1,40	1,28
Grèce		2,75	2,51	2,21	1,74
Hongrie		2,66	2,11	1,54	1,33
Islande		2,03	1,62	1,48	1,50
Irlande		1,86	1,58	1,35	1,45
<u>Israël</u>		2,23	2,15
Italie		2,36	1,80	1,51	1,29
Japon		2,11	1,37	1,43	1,41
Corée		2,56	1,95	1,94	1,88
Lettonie		1,61
Luxembourg		..	1,60	1,44	1,46
Mexique		2,76	2,50	2,05	1,91
Pays-Bas		1,82	1,49	0,96	0,92
Nouvelle-Zélande		1,45	1,29	1,23	1,26
Norvège		1,87	1,56	1,54	1,46
Pologne		3,19	2,42	2,04	1,65
Portugal		2,59	2,12	1,69	1,29
République slovaque		..	2,18	1,62	1,29
Slovénie		1,89	1,70
Espagne		2,39	1,79	1,59	1,44
Suède		1,89	1,50	1,61	1,52
Suisse		2,49	1,99	1,55	1,50
Turquie		3,28	2,82	2,65	2,46
Royaume-Uni		1,32	1,10	1,21	1,08
États-Unis		1,63	1,44	1,59	1,59

Le lundi 8, donc dès le lendemain de l'élection d'E. Macron à la Présidence de la République française, J.-C. Juncker, le Président de la Commission européenne prévient, à l'occasion de sa participation à la présentation à Berlin d'un livre de Sigmar Gabriel : « Nous sommes confrontés avec la France à un problème particulier, les Français dépensent trop d'argent et ils dépensent au mauvais endroit. (...) Les Français consacrent entre 53% et 57% de leur Produit intérieur brut à leurs budgets publics, compte tenu du niveau relativement élevé de la dette : cela ne peut pas fonctionner dans la durée. (...) Il appartient aussi aux Français de faire un geste en direction des autres", en ce sens qu'ils ne peuvent pas compter sur une mansuétude à sens unique de la part de leurs partenaires. Et en ce qui concerne le projet d'E. Macron d'instituer un ministre des finances pour la zone euro : « Cela annonce une gestation très difficile car tous les États de la zone euro ne sont pas d'accord que quelqu'un soit assis à Bruxelles ou ailleurs et décide, au-dessus des Parlements nationaux, de la manière dont les budgets doivent être faits ». D'ailleurs, M. Juncker est opposé à l'idée d'un Parlement de la zone euro.

Le mardi 9, 67ème anniversaire de la "déclaration Schuman", faite dans le salon de l'Horloge du Quai d'Orsay et qui marqua le 1er jour de la construction européenne (pour cette raison, le 9 mai est devenu en juin 1985 la « journée de l'Europe »). À cette occasion, le nouveau Président de la République française assure : « Je ne serai pas un président assis. Je suis un président de la République française qui veut que l'Europe d'aujourd'hui et de demain puisse se remettre en marche, qu'elle soit digne des promesses d'hier pour porter les promesses de demain ».

Le mardi 9, publication sur le site « stratpol.com » d'un article de Nikola Mirkovic intitulé : « Les racines de l'UE sont-elles vraiment européennes ? » (<https://stratpol.com/origines-ue-vraiment-europeennes/>). Derrière ce titre provocateur se cache une analyse forte qui consiste en particulier à distinguer l'Europe et l'UE. On y lit notamment : « Nous avons accès à de très nombreuses archives

aujourd'hui et les travaux du professeur britannique Richard J. Aldrich nous permettent de conclure que si l'Europe unie est bien un rêve européen, l'union européenne, elle, est clairement un projet américain ». La première référence que cite l'auteur concerne Annie Lacroix-Ruiz. De notre côté, on renvoie à un article intéressant écrit par cette historienne le 22 janvier 2013 (<https://www.voltairenet.org/article177220.html>) sur « Les arrière-pensées de la réconciliation franco-allemande ».

Notons qu'aux éditions Delga paraîtra en août 2018 un ouvrage intitulé « Le carcan de l'euro », de Domenico Moro.

Voici la présentation que l'éditeur en fait : « Les traités européens et l'euro ont réduit la démocratie à la simple ratification des décisions d'institutions supranationales qui n'ont été élues par personne. L'intégration économique et monétaire européenne a fait exactement le contraire de ce qu'elle avait promis : elle a accentué les écarts économiques et les écarts de pouvoir entre les pays européens et les inégalités à l'intérieur de ceux-ci. Avec l'euro, le chômage et la pauvreté, le nationalisme et la xénophobie se sont massivement répandus en Europe pour la première fois depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale.

Quitter l'euro serait-il un retour anachronique au nationalisme ou une étape nécessaire pour reconstruire une véritable solidarité entre les travailleurs européens ? L'État national est-il un atout à reléguer au musée de l'histoire ou le contexte dans lequel la démocratie et les droits du travail peuvent être mieux défendus ?

Le but de ce livre est de répondre à ces questions. Pour ce faire, l'auteur retrace les raisons du scepticisme à l'égard de l'État national et de la diffusion du cosmopolitisme et de l'europhobie, démontrant comment la construction européenne est née et conçue en opposition aux intérêts populaires. Les traités européens et l'euro sont placés sur une trajectoire de collision avec les Constitutions anti-fascistes et les droits démocratiques et sociaux garantis par plus de deux siècles d'histoire et de luttes qui se sont concrétisés au sein de l'État national. Ce n'est donc pas un hasard si nous assistons au transfert de certains pouvoirs fondamentaux de l'État national à des organes supranationaux. La question est donc moins d'affirmer la souveraineté nationale que de défendre et d'élargir la souveraineté populaire et démocratique, pour contrer le projet des élites économiques et politiques des nouvelles démocraties oligarchiques. » On retrouve là un argument défendu par Nikola Mirkovic quand il écrit : « La tactique américaine pour avancer cette construction européenne subtilement tout en la finançant secrètement va reposer sur la collaboration étroite avec des hommes liges qui, tout en clamant leur profession de foi européenne, vont en fait défendre systématiquement la version américaine du projet européen. Le Général de Gaulle percevra très bien cette menace provenant d'outre-Atlantique. D'après Alain Peyrefitte en 1962 le Général lui aurait dit : "Le grand problème (...) c'est l'impérialisme américain. Le problème est en nous, parmi nos couches dirigeantes, parmi celles des pays voisins. Il est dans les têtes". De nombreux hommes politiques français et européens vont en effet être cajolés et promus par les USA à commencer par le père fondateur de l'Europe en personne Jean Monnet".

Le mercredi 10, la Commission européenne publie un « document de réflexion sur la maîtrise de la mondialisation » (https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-globalisation_fr.pdf).

Il est ainsi présenté :

« Le document de réflexion ouvre un débat essentiel sur la manière dont l'UE peut maîtriser au mieux la mondialisation et répondre aux opportunités et aux défis dont celle-ci est porteuse :

Sur le plan extérieur, le document met l'accent sur la nécessité de façonner un ordre mondial véritablement durable, reposant sur des règles communes et un programme commun. L'UE a toujours été en faveur d'un corpus solide et efficace de règles mondiales au niveau « multilatéral » et elle devrait continuer à l'élaborer de manière à relever les nouveaux défis et à garantir son application effective. Par exemple, l'UE pourrait préconiser de nouvelles règles destinées à créer des conditions de concurrence équitables en luttant contre des pratiques nuisibles et déloyales comme la fraude fiscale, les subventions publiques préjudiciables ou le dumping social. La mise en place d'instruments de défense commerciale efficaces et d'un tribunal multilatéral des investissements pourrait également aider l'UE à agir avec détermination contre les pays ou les entreprises qui s'adonnent à des pratiques déloyales.

Sur le plan intérieur, le document propose des outils permettant de protéger nos concitoyens et de renforcer leur autonomie grâce à des politiques sociales rigoureuses et à la fourniture du nécessaire soutien en matière d'éducation et de formation tout au long de leur vie. Des politiques fiscales progressives, des investissements dans l'innovation et des politiques de protection sociale fortes pourraient tous contribuer à une redistribution plus équitable des richesses. Dans l'intervalle, le

recours aux fonds structurels européens pour assister les régions vulnérables et au Fonds européen d'ajustement à la mondialisation pour aider les travailleurs licenciés à trouver un autre emploi peut contribuer à atténuer les incidences négatives ».

Comme le notera Cécile Ducourtieux dans l'article qu'elle signera le lendemain dans le journal Le Monde, ce document fait certes écho à l'Europe qui doit protéger dont parle E. Macron mais il n'empêche que le document reste très favorable au libre-échange et que Bruxelles risque d'opposer au nouveau Président de la République française pas mal de résistance, en particulier sur ce qu'il appelle le « Buy European Act » ainsi que sur le contrôle des investissements étrangers qui concernent certains secteurs stratégiques.

Le jeudi 11, la Commission européenne revoit sa prévision de déficit public français pour l'année 2016 : alors qu'elle avait prévu en février un taux de déficit public de 2,9% du PIB, elle table maintenant sur 3% tout juste et elle fait une prévision de 3,2% pour 2018, à politiques économiques inchangées. Rappelons que la France a bénéficié à deux reprises d'un délai de 2 ans supplémentaires pour respecter les règles budgétaires européennes, en 2013 et en 2015, et qu'elle est depuis 2009 en procédure de « déficits publics excessifs ». L'édition du 12 mai du journal Le Monde indiquera que « pour éviter un dérapage prévisible du déficit, Emmanuel Macron souhaite négocier avec la Commission un "one-off", une sorte de passe-droit ponctuel afin que l'Institution ne comptabilise pas les 20 milliards d'euros dans le budget tricolore 2018 » (ces 20 milliards correspondent à la perte de recettes publiques qu'entraînera la baisse des charges sociales prévue pour remplacer le CICE). « (...) Les équipes du nouveau président admettent qu'il faudra négocier ce dispositif non automatique avec la Commission ». Par conséquent, et bien que M. Macron ne soit pas encore installé à l'Élysée, on est en droit de se demander s'il n'y a pas continuation des pratiques dénoncées par Jean Quatremer dans son tout récent livre (voir ici en date du 22 mars).

Également ce jeudi 11, l'OCDE publie un communiqué de presse sur les taux de chômage jusqu'en mars 2017 : <http://www.oecd.org/fr/std/stats-travail/OECD-HUR-05-17-fr.pdf>. (Notons à propos de l'OCDE que cette organisation internationale vient de faire paraître une étude sur le revenu universel et dont les conclusions sont très critiques).

Ce même jeudi 11, la Banque de France annonce un important creusement du déficit de la balance des transactions courantes, qui, en 2016, atteint 19 milliards d'euros après un déficit de 9,6 milliards en 2015. Cette dégradation est essentiellement due « aux pertes de parts de marché de l'appareil exportateur français, et cela malgré une « amélioration de la facture énergétique d'environ 8 milliards ».

Également ce jeudi 11, le journal italien La Repubblica publie un entretien accordé par le ministre allemand des finances Wolfgang Schäuble. Il s'y montre d'accord sur des points importants avec Emmanuel Macron, le nouveau président élu français. On relève en particulier les réflexions suivantes : « En Allemagne, nous pensons depuis longtemps que l'Union monétaire doit être renforcée. Le problème est connu : nous avons une politique monétaire commune sans une convergence adéquate des politiques économiques et financières. (...) Le transfert de morceaux de souveraineté nationales à l'Europe n'a jamais échoué à cause de l'Allemagne ou de l'Italie, mais plutôt de la France. (...) Macron et moi sommes totalement d'accord sur ceci : il y a deux façons de renforcer la zone euro : changer les traités ou le faire avec pragmatisme à travers une méthode intergouvernementale. Des modifications des traités exigent l'unanimité et la ratification des Parlements nationaux ou dans certains pays un référendum. Etant donné qu'actuellement ce n'est pas réaliste, nous devons essayer d'aller de l'avant avec les instruments existants. J'en ai parlé avec le président Macron : on pourrait créer avec les parlementaires européens un Parlement de la zone euro, qui pourrait avoir un pouvoir consultatif pour faire évoluer le Mécanisme européen de stabilité. (...) Nous avons besoin de créer les conditions propices à l'investissement. Nous y travaillons : nous sommes prêts à des plans de coopération franco-allemands, mais aussi à des plans avec d'autres pays ». La position du ministre allemand est par conséquent assez éloignée de celle du Président Macron puisqu'elle se limite à une évolution du MES pour parvenir à la constitution d'un Fonds monétaire européen. L'Allemagne a d'ailleurs peu de chances de changer de position, significativement et rapidement, parce qu'elle attend de voir si la France honore ses engagements quant aux réformes structurelles à faire et aussi parce qu'elle prépare ses élections de septembre.

Dimanche 14 : Emmanuel Macron entre à l'Élysée. Dans son bel et bon discours d'intronisation, nous retenons que sur l'Europe ses engagements peuvent être résumés, selon nous, par 3 « P » : l'Europe doit être une terre de Progrès non seulement technologique mais aussi démocratique, elle doit être Protectrice, en termes à la fois de sécurité et de solidarité, et elle doit renouer avec la Prospérité, et pour cela il faut réformer la zone euro et miser sur l'investissement. Il est prévu que dès demain, non seulement soit désigné le Premier ministre mais aussi que le Président Macron fasse un déplacement à Berlin pour une rencontre avec Angela Merkel, qui semble d'ailleurs de mieux en mieux placée pour obtenir un quatrième mandat à la Chancellerie. On vient de dire ce que pense son ministre des finances, très influent et très orthodoxe. Mais des élus sociaux-démocrates et verts, soutenus par des universitaires et des syndicalistes, se prononcent de plus en plus ouvertement pour une réforme en profondeur de la zone euro. Le débat sur l'euro existe sur les deux rives du Rhin.

Lundi 15, après avoir désigné en début d'après-midi Édouard Philippe comme premier ministre, le Président Macron se rend à Berlin en fin d'après-midi à Berlin pour rencontrer la chancelière Merkel. Édouard Philippe se dit lui-même homme politique de droite.

Pour nous, en fonction des déclarations faites par l'un et l'autre lors de leur conférence de presse, cette rencontre marque un tournant peut-être décisif dans la construction européenne et le fonctionnement de la zone euro. En effet, le Président français réaffirme avec force ses convictions européennes et la chancelière allemande se montre beaucoup moins inflexible sur de nombreuses questions vives que son ministre des Finances.

De cette conférence de presse, il ressort plusieurs idées clés :

Angela Merkel et Emmanuel Macron se sont dits ouverts si nécessaire à l'idée d'un changement des traités pour réformer l'Europe. Ils souhaitent insuffler une "nouvelle dynamique" sur le Vieux Continent. Tous deux ont des points de convergence sur la question de l'avenir de l'Union européenne. « Du point de vue allemand, il est possible de changer les traités si cela fait sens », a déclaré Angela Merkel, tandis qu'E. Macron a souligné, à ses côtés, qu'il n'aurait pas de tabou à l'égard de cette idée. « Le sujet des changements de traité fut un tabou français, en l'espèce il n'y en aura pas avec moi », a-t-il dit. Emmanuel Macron appelle de ses vœux un tel changement de traité depuis longtemps, en particulier pour réformer le fonctionnement de la zone euro. Mais l'Allemagne s'est montrée jusqu'ici très réservée. Le souvenir du rejet en France du projet de Constitution européenne en 2005 a laissé de mauvais souvenirs et la perspective de devoir faire valider un nouveau changement de traité par ratification dans tous les pays européens suscite des réticences. Les propos de la chancelière, tout en restant prudents, constituent un geste et une marque d'ouverture à l'égard du nouveau président français.

Face à la montée des populismes et au risque « de délitement subreptice » qui menace le projet européen à la suite du Brexit, Emmanuel Macron a en outre appelé à une « refondation historique » de l'Europe, passant notamment par des réformes en France mais aussi par un « travail de conviction » d'Angela Merkel à l'égard de son opinion. E. Macron souhaite qu'elle le soutienne dans son projet face à une opinion allemande, qui se méfie des projets européens du nouveau chef d'État français, en redoutant que cela ne conduise l'Allemagne à devoir payer davantage. Emmanuel Macron s'est aussi efforcé de rassurer la chancelière en assurant qu'il était opposé à l'idée d'une mutualisation des dettes du passé des pays de la zone euro : « Je ne suis pas un promoteur de la mutualisation des dettes du passé » dans la zone euro, a-t-il déclaré, estimant que cela conduisait à « une politique de déresponsabilisation ». Par contre, il souhaite ouvrir le débat concernant des projets d'investissement d'avenir : « Ce que je crois, c'est que nous avons des investissements nouveaux à prendre et donc à réfléchir à des mécanismes d'investissements nouveaux pour le futur et à travailler à une plus grande intégration pour le futur ». « Ce dont la zone euro a besoin, c'est d'une politique volontariste en termes publics et privés et donc de réfléchir aux moyens d'injecter de l'argent neuf ».

« Le couple franco-allemand a besoin de pragmatisme et volontarisme », a indiqué E. Macron qui a affirmé vouloir être un « partenaire franc, direct et constructif ». E. Macron et A. Merkel ont convenu de mettre en œuvre une feuille de route commune pour l'UE. E. Macron est décidé à « conduire des réformes en profondeur pour restaurer la confiance » entre les deux pays et A. Merkel a annoncé la tenue en juillet d'un « conseil des ministres franco-allemand pour présenter des projets communs et relancer notre coopération ». Et, pleine de lucidité, elle a cité Hermann Hesse : « au début de toute

chose il y a un charme » et a ajouté aussitôt « mais le charme ne dure que si les résultats sont là ». À bon entendeur, salut !

Mercredi 17, l'INSEE révisé à la hausse le montant de la dette publique avec 96,3% pour 2016 contre 95,6% pour 2015. L'orthodoxie budgétaire rend donc absolument nécessaire une nette baisse du déficit. Or, E. Macron ne vise que le respect de la norme des 3% du PIB, ce qui reste toujours un déficit, et même cela, ce sera très difficile... De plus, tant qu'ils sont bas, les taux d'intérêt ont certes un effet anesthésiant, mais quand ils remonteront... Pour l'instant, on est devant un paradoxe : la dette publique augmente malgré que le déficit ait tendance à diminuer. Ce paradoxe s'explique par le fait que 40% de cette réduction du déficit public français sont dus à la baisse des taux d'emprunt. Par ailleurs, le fait que l'offre de titres obligataires faite par l'État français la veille (4 milliards d'euros) ait été couverte très facilement (la demande a été presque huit fois supérieure) et une diminution du spread entre les taux français et allemands d'emprunt à 10 ans montrent que les investisseurs ont toujours confiance dans l'économie française et ses responsables ; il n'empêche que, comme le dira le nouveau ministre de « l'Action et des comptes publics », « la situation est compliquée ».

En milieu d'après-midi, nomination des ministres composant le premier gouvernement d'E. Macron et É. Philippe. Bruno Le Maire, qui s'était présenté sans succès aux primaires de la Droite et du Centre, devient ministre de l'économie et des finances. Comme E. Macron, B. Le Maire fait une critique sévère du fonctionnement actuel de l'Europe et estime qu'il faut que la France se mette à niveau économiquement pour discuter avec l'Allemagne d'un projet resserré autour de la zone euro. Rappelons qu'il a été de décembre 2008 à juin 2009, Secrétaire d'État aux affaires européennes. Un autre ancien membre du parti Les Républicains, Gérald Darmanin, ancien secrétaire général adjoint du parti, est nommé ministre de l'Action et des Comptes publics. B. Le Maire et G. Darmanin vont avoir beaucoup de travail pour mettre l'économie française et les finances publiques à la hauteur de ce qu'attendent nos partenaires européens, en particulier l'Allemagne. Par ailleurs, Marielle de Sarnez, qui est depuis longtemps le « bras droit » de François Bayrou - lui-même nommé ministre de la Justice - et qui était députée européenne « MoDem » depuis 1999, est nommée ministre déléguée aux Affaires européennes : cette nomination est bienvenue au moment où le Président Macron veut promouvoir une « refondation historique de l'Union européenne ».

Les déclarations que le nouveau ministre de l'économie et des finances a faites lors de son installation à Bercy méritent un rapide commentaire. Il a annoncé une visite à son homologue allemand dès lundi prochain pour « discuter de l'avenir de la construction européenne et des moyens de donner une véritable impulsion, concrète, nouvelle, à l'intégration de la zone euro. (...) Le bon travail à faire avec l'Allemagne suppose que la France tienne ses comptes publics et qu'elle tienne ses engagements vis-à-vis de ses partenaires européens. (...) Dans une famille, on ne dépense pas plus d'argent qu'on gagne. Je souhaite qu'en France, ce soit exactement la même chose. Il faut que la nation française arrête de dépenser plus d'argent qu'elle n'en gagne et de dépenser plus de richesse qu'elle ne parvient à en créer. C'est ce qui nous permettra de retrouver de la puissance économique et de la crédibilité politique aux yeux de nos partenaires ».

Laissons de côté l'erreur d'analyse consistant à mettre sur le même plan la gestion en bon père de famille d'un ménage et la gestion des comptes publics d'un État mais retenons que ce qu'annonce B. Le Maire peut déboucher sur l'austérité budgétaire et un risque de récession. En effet, aller vers l'équilibre budgétaire signifie que, à moins de revenir sur les baisses d'impôts annoncées, cela implique une réduction importante des dépenses publiques, sans doute supérieure aux 3 points de PIB envisagés par le candidat Macron. Cela signifie à la fois une diminution de la quantité et/ou de la qualité des services publics et une réduction du niveau d'activité économique. La baisse des dépenses publiques est de toute façon difficile parce que, même s'il est incontestable qu'il y a beaucoup d'économies de gestion à y faire, elles sont le reflet de notre système social, spécialement de protection et de retraite, le moyen de réduire les inégalités sociales et d'assurer une stabilisation automatique de l'activité économique ; et elles sont en partie déterminées par la démographie et le niveau de chômage. N'oublions pas que 75% des dépenses publiques en France correspondent à des prestations sociales, les unes monétaires (retraites, prestations familiales et sociales, ...), les autres en nature (éducation, santé, ...), et qu'il y a une corrélation négative entre le coefficient de Gini et le poids des dépenses publiques. Mais surtout, toute baisse des dépenses publiques a potentiellement des conséquences négatives à court et long termes : à court terme sur la conjoncture puisque « Une baisse permanente et uniforme de la dépense publique de 1 point de PIB dès la première année de la simulation entraînerait une baisse du PIB de 0,6% la même année. L'impact récessif maximum serait atteint au bout de la deuxième et troisième année (-0,9% du PIB, soit un multiplicateur proche de 1). À 5 ans, le PIB serait encore 0,6% en dessous de son niveau initial, traduisant l'impact durable d'une telle mesure sur l'économie » (Policy brief - OFCE - du 19 avril

L'EURO

2017) ; et à plus long terme, sur les structures de l'économie par insuffisance de l'investissement public dans les infrastructures et dans les secteurs porteurs de l'économie. Rappelons enfin que l'analyse macroéconomique et les tests empiriques montrent que l'effet multiplicateur positif d'une réduction des impôts est moins important que l'effet multiplicateur négatif de la baisse des dépenses publiques.

Lundi 22, donc une semaine tout juste après la rencontre entre le nouveau Président français et la chancelière allemande, ont lieu à Berlin deux rencontres entre ministres allemands et français : d'un côté entre les ministres des finances W. Schäuble et B. Le Maire et de l'autre entre les ministres des affaires étrangères S. Gabriel et J.-Y. Le Drian. Ces rencontres montrent la volonté de part et d'autre du Rhin qu'il y a à relancer énergiquement l'UE et la zone euro. Comme l'a dit W. Schäuble, « Nous savons que le renforcement de l'union monétaire est d'une importance capitale et nous avons la conviction commune que la France et l'Allemagne ont la responsabilité particulière d'en être le moteur ». Selon le ministre français, « cela fait des années qu'on parle de progrès dans l'intégration de la zone euro. Et bien nous sommes désormais décidés à faire avancer les choses plus vite, plus loin, de manière très concrète ». B. Le Maire cite comme première question à traiter celle de la convergence fiscale, « sujet dont on parle depuis des années » et qui, annonce-t-il, va être « pris à bras le corps » cette fois-ci. Les deux ministres annoncent la création d'un groupe de travail pour présenter des propositions « très concrètes » et affirment leur volonté de travailler au chantier institutionnel.

Mais le même jour, à Bruxelles, lors de la réunion de l'Eurogroupe, les créanciers de la Grèce ne parviennent pas à s'entendre sur l'allègement de la dette grecque ni sur le déblocage d'un 3^{ème} plan d'aide ; il y a notamment un désaccord entre le FMI et le ministre allemand des finances. L'Eurogroupe, pourtant organe officiel, se montre ainsi tout-puissant au point de prendre en otage le peuple grec. Tout cela est reporté à la réunion de l'Eurogroupe de juin.

Également le 22, la Commission européenne publie « les recommandations pays par pays » du « semestre européen 2017 » : https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-country-specific-recommendations-commission-recommendations_-_communication_fr.pdf et surtout : https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-country-specific-recommendations-commission-recommendations_-_france-fr.pdf

Dans ce dernier document, on lit en conclusion :

« RECOMMANDE que la France s'attache, au cours de la période 2017-2018, à :

1. se conformer à la recommandation du conseil du 10 mars 2015 au titre de la procédure concernant les déficits excessifs. Poursuivre ensuite une politique budgétaire conforme aux exigences du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance, qui se traduise par d'importants efforts budgétaires pour 2018. Lors de l'adoption de mesures, il convient de prendre en considération l'objectif d'une orientation budgétaire qui contribue aussi bien à conforter la reprise actuelle qu'à garantir la viabilité des finances publiques de la France. Réexaminer de manière exhaustive les postes de dépenses dans le but de réaliser des gains d'efficacité qui se traduisent par des réductions de dépenses ;
2. consolider les mesures de réduction du coût du travail afin d'optimiser leur efficacité de manière budgétairement neutre et d'accroître leurs effets sur l'emploi et l'investissement; élargir l'assiette globale de l'impôt et poursuivre la mise en œuvre de la diminution prévue du taux nominal de l'impôt sur les sociétés;
3. améliorer l'accès au marché du travail des demandeurs d'emploi, notamment les travailleurs les moins qualifiés et les personnes issues de l'immigration, y compris en revoyant le système d'enseignement et de formation professionnels; veiller à ce que les évolutions du salaire minimum soient compatibles avec la création d'emplois et la compétitivité;
4. poursuivre la réduction des charges réglementaires pesant sur les entreprises, y compris en poursuivant le programme de simplification; continuer à lever les barrières à la concurrence dans le secteur des services, y compris dans les services aux entreprises et les professions réglementées; simplifier les programmes de soutien public à l'innovation et en améliorer l'efficacité ».

On constate une très grande proximité entre le programme économique du nouveau Président français et ces recommandations de la Commission européenne : il est vrai que la situation née avec l'élection du nouveau président de la République française est, en quelque sorte, révolutionnaire (le titre de son ouvrage, paru en novembre 2016, est « Révolution » ... !) mais son programme économique n'a au contraire rien de révolutionnaire ; il s'inscrit même dans la ligne de la « pensée

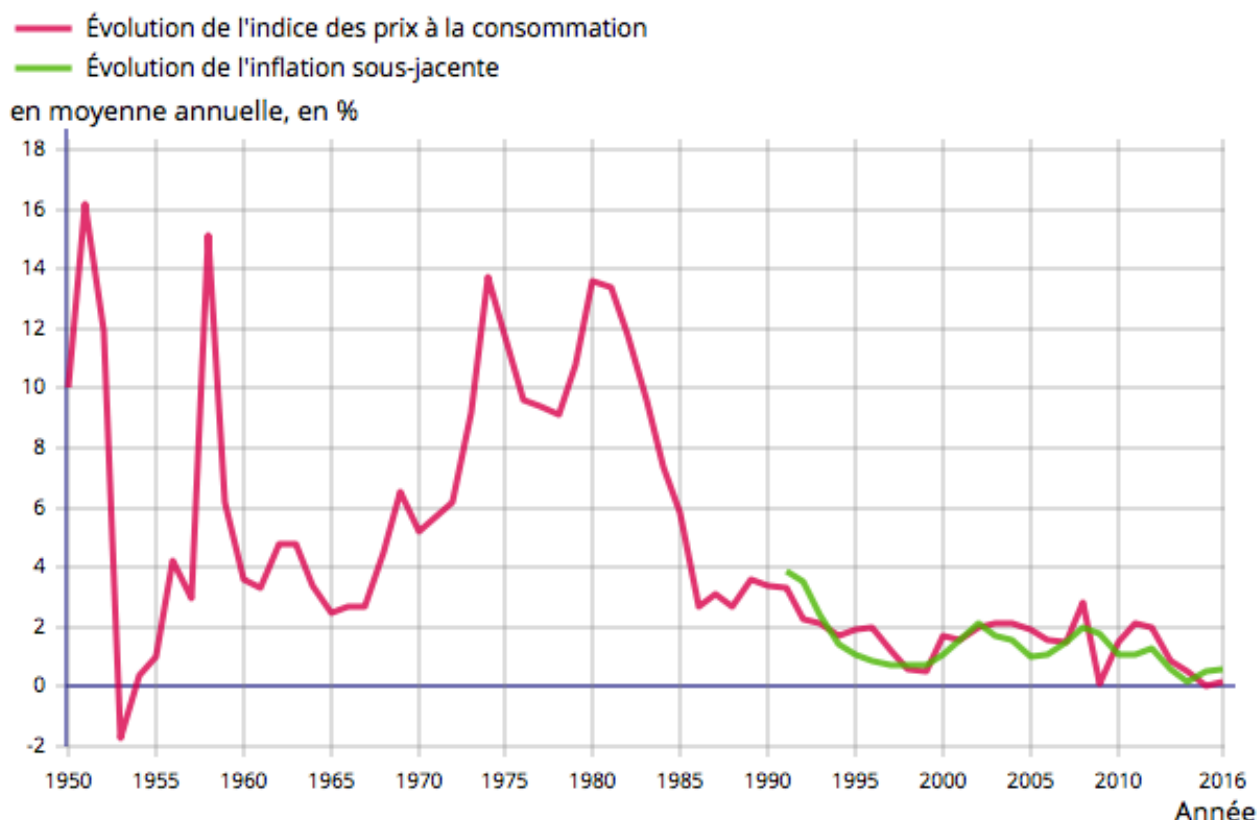
L'EURO

unique » à l'européenne et espérons que cela n'annonce pas une conversion complète de nos élites françaises à la philosophie ordolibérale allemande. On dit qu'E Macron est « social-libéral » : libéral, il l'est peut-être mais pour qu'il soit aussi social, il lui faudra davantage de résistance que de révolution.

Toujours le lundi 22, les 27 états membres de l'UE adoptent le mandat de négociation de Michel Barnier et de son équipe, ce qui lui donne le feu vert pour ouvrir avec le R.-U les discussions sur le « Brexit ».

Le mercredi 24, l'INSEE publie une étude sur l'inflation qui montre que l'euro n'a pas eu pour effet durable d'augmenter les prix et qu'il y a souvent au fil des ans un net écart entre l'inflation mesurée et l'inflation ressentie. <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2854085#consulter>

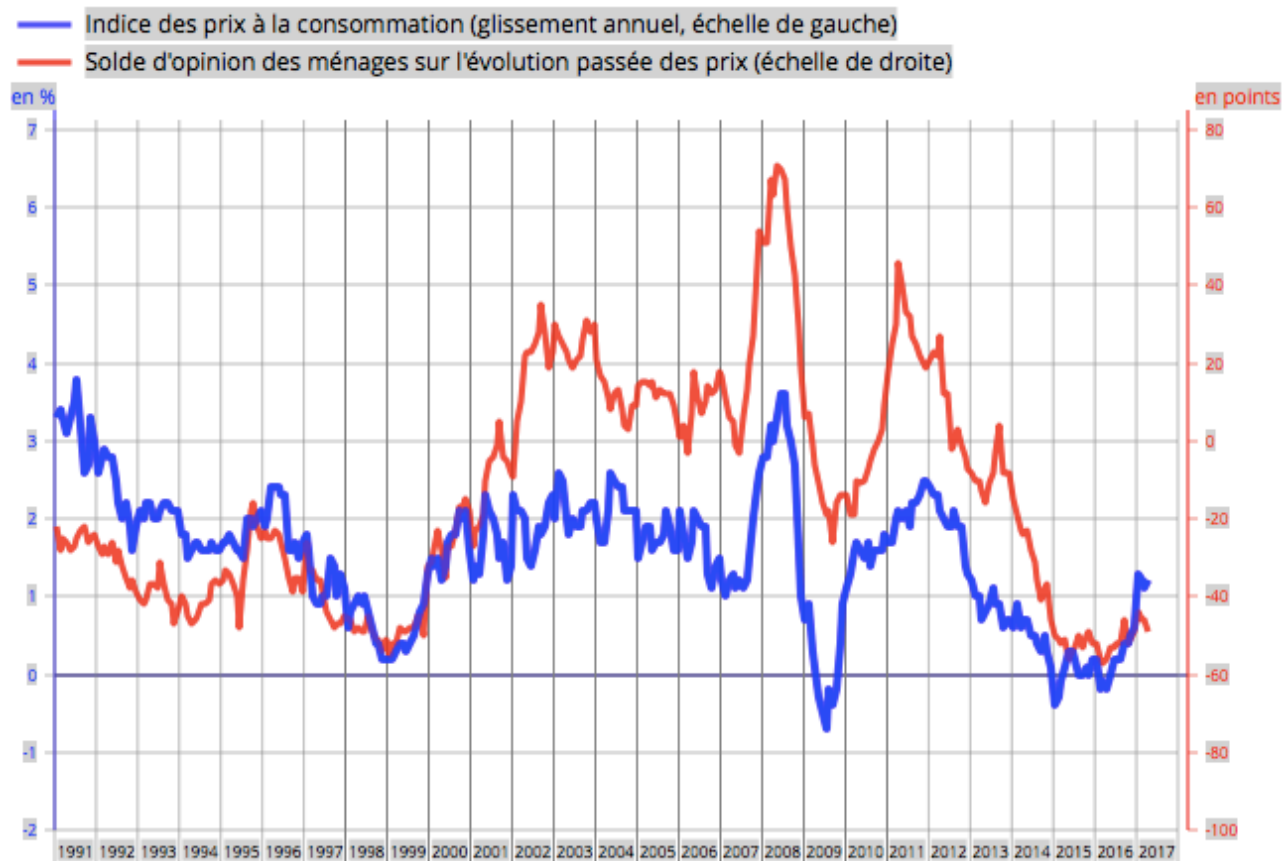
On y trouve les deux graphiques intéressants suivants :



Champ : indice des prix à la consommation série parisienne jusqu'en 1962, ménages "urbains" jusqu'en 1992, France métropolitaine depuis 1993, France entière depuis 1999, inflation sous-jacente : France métropolitaine.

Source : Insee, indice des prix à la consommation, coefficient de transformation de la monnaie.

L'EURO



Champ : France entière pour l'indice des prix à la consommation, France métropolitaine pour le solde d'opinion.
Source : Insee, indice des prix à la consommation et enquête sur la confiance des ménages dans la situation économique.

Le vendredi 26, l'euro cote 1,1177\$ après avoir coté 1,0995 le 5, 1,0926 le 12 et 1,1204 le 19.

Le samedi 27, à Taormine en Italie, fin d'un G7 particulièrement houleux. Donald Trump, le Président des États-Unis, s'oppose nettement à ses 6 partenaires, spécialement sur le dossier du changement climatique. Il reporte d'ailleurs de quelques jours sa décision sur l'éventuel retrait de son pays de l'accord de Paris.

Le lendemain, le dimanche 28, la chancelière allemande en tire la leçon et estime que « les temps où nous pouvions totalement nous reposer sur d'autres sont en partie révolus. (...) Nous, les Européens, nous devons vraiment prendre en main notre propre destin ». Son concurrent à la chancellerie, Martin Schulz, tout en critiquant la « stratégie d'enlacement » qu'Angela Merkel aurait pratiquée envers D. Trump, partage en définitive son point de vue : « une coopération renforcée des États européens à tous les niveaux est la réponse à donner à Trump ».

La position de Trump s'ajoute au Brexit, et tout cela explique l'impression qu'exprime A. Merkel.

Tout comme j'avais vu dans le Brexit une chance donnée à l'Europe pour relancer sa construction (voir ma réflexion personnelle aux dates des 22 et 24 juin 2016), ce qui s'est passé au G7 du 27 mai donne une nouvelle occasion aux responsables européens de mettre en œuvre un véritable plan de relance économique-politique de l'Europe. Le couple franco-allemand semble maintenant décidé et prêt à prendre l'initiative : l'Allemagne voit en la France la seule puissance européenne dotée de l'arme nucléaire et la France voit en l'Allemagne le partenaire qu'il faut convaincre de sa volonté de réformer en profondeur la société et l'économie françaises. Peut-être que le moment est venu d'accepter un nouvel abandon de souveraineté pour le bien commun.

• Jun 2017 ->

L'édition du 1^{er} juin du journal Le Monde donne au travers de pas moins de cinq articles des éléments de réponses, hélas contradictoires, au souhait personnel que je viens d'exprimer.

. Celui de Mark Leonard a un titre qui veut tout dire mais qui est malgré tout une question : « la méthode Macron pourra-t-elle séduire Bruxelles et Berlin ? ».

. L'article de Cécile Ducourtieux commente un « document de réflexion sur l'approfondissement de l'UEM » (https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_fr_0.pdf) publié la veille par la Commission européenne qui part du constat que le statu quo est intenable, ce qui rappelle les propos d'E. Macron tenus fin septembre 2015 (voir à cette date). Comme l'indique le vice-président de la Commission Dombrovskis dans son discours, «Le document de réflexion que nous présentons aujourd'hui propose des moyens de renforcer et de compléter l'Union économique et monétaire jusqu'en 2025. L'euro est l'une des réalisations les plus importantes en Europe. C'est la monnaie de 340 millions de personnes dans 19 pays. C'est la deuxième monnaie la plus utilisée dans le monde. Il a apporté la stabilité des prix, facilite l'activité et les voyages. L'euro est rapidement devenu un symbole de prospérité pour nos citoyens - il devrait le rester. La crise financière a souligné les faiblesses de la mise en place de l'euro. Notre réponse à cette crise a rendu l'UEM plus forte - mais nous n'avons pas comblé les lacunes. Il y a encore un manque de convergence, et des doutes subsistent quant à la stabilité et à la sécurité du système».

Selon le communiqué de la Commission, « Pour avancer, il conviendrait de prendre des mesures dans trois domaines clés:

- **Achever une véritable union financière**

Pour que l'Union économique et monétaire soit effective et stable, l'intégration et le bon fonctionnement du système financier sont essentiels. En s'appuyant sur la dynamique des réalisations de ces dernières années, il convient de trouver un consensus sur la voie à suivre, et notamment d'avancer sur des éléments qui sont déjà sur la table et de convenir des mesures supplémentaires à prendre d'ici à 2025. Cela signifie achever l'union bancaire et progresser en ce qui concerne la réduction des risques et leur partage dans le secteur bancaire, en prenant des mesures qui rendent les banques européennes encore plus résilientes. Afin d'offrir à l'économie réelle des possibilités de financement plus diverses et innovantes, y compris sur les marchés des capitaux, il est également primordial de réaliser l'Union des marchés des capitaux.

- **Parvenir à une Union économique et budgétaire plus intégrée**

Le rapport des cinq présidents indiquait déjà que la convergence vers des structures économiques et sociales plus robustes dans les États membres était essentielle pour garantir le succès à long terme de l'Union économique et monétaire. Les États membres pourraient renforcer les éléments qui existent déjà, tels que le Semestre européen de coordination des politiques économiques ou la corrélation entre le soutien financier provenant du budget de l'UE et les réformes structurelles. Mais les États membres pourraient également décider d'améliorer la capacité de stabilisation macroéconomique de la zone euro. Le document de réflexion présente à cet effet plusieurs options, sur lesquelles la Commission va se pencher.

- **Consolider la responsabilité démocratique et renforcer les institutions de la zone euro**

Pour que l'Union économique et monétaire soit plus forte, il faut que les États membres acceptent de partager, au sein d'un cadre juridique commun, davantage de compétences et de décisions sur les questions concernant la zone euro. Cela peut passer par les traités de l'UE et ses institutions, par une approche intergouvernementale ou par un mélange des deux, comme c'est le cas aujourd'hui. Le renforcement de l'intégration politique pourrait impliquer de repenser l'équilibre entre la Commission et l'Eurogroupe et justifier la nomination d'un président permanent à plein temps de l'Eurogroupe, et impliquer également d'unifier la représentation extérieure de la zone euro. L'idée d'un Trésor de la zone euro - avec éventuellement un budget de la zone euro - et d'un Fonds monétaire européen est également publiquement débattue et pourrait être envisagée à un stade ultérieur de l'approfondissement de l'Union économique et monétaire, dans le cadre de l'UE ».

Cécile Ducourtieux note que sur le premier point, la piste de la Commission prend garde de ne pas évoquer la solution des eurobonds, que sur le second la piste n'avance pas vraiment la solution d'un véritable budget européen mais préfère parler d'une fonction de stabilisation macroéconomique et du financement d'une assurance-chômage européenne pour alimenter un « fonds de protection de l'investissement public », et que sur le troisième la piste n'envisage pas un Parlement réservé à la zone euro ni un ministère européen des finances, se contentant de proposer un « Président permanent à plein temps de l'Eurogroupe ». La journaliste termine : « Paris et Berlin sont-ils désormais prêts à surmonter leurs antagonismes, après l'initiative franco-allemande de ces derniers jours ? La

Commission s'en réjouit, mais reste prudente : elle attend que les deux capitales piochent dans sa "boîte à idées" et formulent des annonces plus concrètes ».

. L'article signé de P. Roger et A. Tonnelier commente de son côté un document également publié la veille, la 31 mai : il s'agit du rapport de la Cour des Comptes française sur le budget de l'État en 2016 (<http://www.ccomptes.fr/Accueil/Publications/Publications/Le-budget-de-l-Etat-en-2016-resultats-et-gestion>). On y lit par exemple : « La réduction du déficit du budget de l'État observée en 2016 est peu significative. Le déficit 2016 (69,1 Md€) est inférieur aux prévisions de la loi de finances initiale (72,3 Md€), à la cible de la loi de programmation pluriannuelle des finances publiques 2014-2019 (70 Md€) et à l'exécution 2015 (70,5 Md€). (...) En définitive, le déficit reste supérieur de plus de 85 % à son niveau antérieur à la crise financière (38,4 Md€ en 2007). Le déficit primaire (hors charge de la dette) pour 2016 s'élève à 27,6 Md€, alors qu'un excédent primaire de 16,5 Md€ aurait été nécessaire pour stabiliser la part de la dette de l'État dans le PIB en 2016. (...) L'augmentation des dépenses de l'État a été contenue grâce à une économie sur la charge de la dette et au prix d'accommodements critiquables. (...) La gestion 2016 s'éloigne toujours plus des objectifs et des principes de la loi organique relative aux lois de finances de 2001. (...) Les incertitudes sur la trajectoire budgétaire à court et à moyen terme sont renforcées. (...) La situation financière de l'État s'est encore détériorée. (...) Dans l'hypothèse où la remontée des taux amorcée fin 2016 se poursuivrait et ne s'accompagnerait pas d'une accélération de la croissance, l'État devrait, au cours des prochaines années, poursuivre l'effort indispensable de redressement de ses comptes dans un environnement beaucoup moins favorable. L'exercice 2016 apparaît comme une occasion manquée. Le contexte propice que constituaient la baisse de la charge de la dette et la forte réduction des prélèvements sur recettes a été insuffisamment mis à profit pour progresser dans le rétablissement des finances de l'État. À l'inverse, cet exercice se caractérise par l'émergence de facteurs d'accélération durable de la dépense qui sont susceptibles de compromettre à court et à moyen terme le retour à l'équilibre des comptes ».

Comme le disent P. Roger et A. Tonnelier, « ce sont à présent Emmanuel Macron et son gouvernement qui doivent composer avec l'héritage de François Hollande ».

À propos du rapport de la Cour des Comptes, et à un moment où le terme de « réforme » est au centre de toutes les discussions, il est sans doute utile de rappeler que la France bat depuis longtemps des records à la fois pour les dépenses publiques (actuellement 57% du PIB) et pour les prélèvements obligatoires (actuellement 47% du PIB). La baisse des prélèvements obligatoires et celle des dépenses publiques sont intimement liées : celle-ci s'impose pour que celle-là soit possible. Il ne s'agit pas de baisser les dépenses publiques pour le plaisir de réduire le déficit et la dette publics, dans la mesure où les dépenses publiques sont un levier fondamental de l'action publique, économique et sociale : c'est d'elles que dépendent la qualité de notre modèle social et l'efficacité de nos politiques économiques, et, comme en médecine où il ne faut pas confondre le mauvais cholestérol et le bon cholestérol, il ne faut pas confondre en économie publique le bon endettement et le mauvais. Cela dit, pour réduire les dépenses publiques en restaurant leur efficacité économique et leur justice sociale, les réformes à faire sont finalement faciles à trouver : il suffit de s'inspirer des travaux, en priorité, de la Cour des Comptes et également d'organismes comme la Fondation IFRAP (Fondation pour la recherche sur les administrations et les politiques publiques), qui est reconnue d'utilité publique, et dont la directrice, Agnès Verdier Molinié, est l'auteur de plusieurs ouvrages qui sont des mines d'informations et de propositions, ou encore d'ouvrages comme celui que vient de faire paraître (chez Odile Jacob) Bruno Coquet sur le problème plus spécifique de l'emploi.

. L'article d'Isabelle Rey-Lefebvre commente l'édition 2017 du rapport publié l'avant-veille, le mardi 30, par l'Observatoire des inégalités (http://www.inegalites.fr/spip.php?page=article&id_article=2291&id_rubrique=173) : face à la crise de 2007-2008, certes « le modèle social a joué son rôle et amorti le choc » mais les inégalités se creusent : en termes de revenus, les 10% les plus riches gagnent 7 fois plus que les 10% les plus pauvres, et en termes de patrimoines (« sorte de revenu d'accumulation ») les 10% les plus riches ont 630 fois plus que les 10% les plus pauvres.

. Enfin, l'article du Professeur berlinois Hartmut Kaeble souligne que la situation sociale allemande est loin d'être avantageuse puisque les inégalités y sont nettement plus fortes qu'en France. Il s'adresse alors à nous en conclusion : « Modèle allemand ? Réfléchissez bien ». En effet, la diminution du chômage, attribuée en grande partie aux lois Hartz sur la flexibilité du marché du travail - qui reste malgré tout l'un des plus réglementés de l'OCDE -, s'est accompagnée d'une forte hausse du risque de pauvreté au travail, mesuré par le nombre de salariés gagnant moins de 60% du revenu disponible médian équivalent global : ce nombre est passé de 5,5% en 2006 à 9,7% en 2015 (alors qu'il est resté stable en France, aux environs de 7%). Plus précisément en ce qui concerne la France, on note que le CICE et le Pacte de responsabilité ont bel et bien réduit le coût du travail et

favorisé la création d'emplois (actuellement, 300000-400000 emplois en rythme annuel, record depuis une bonne dizaine d'années) mais il y a en même temps une nette précarisation des emplois créés, avec une forte accentuation du dualisme du marché du travail. Or, des études montrent que les politiques qui luttent contre les inégalités rendent la société non seulement plus équitable mais aussi plus prospère. D'ailleurs, il est également possible de s'interroger de la même façon sur le plan économique : « Modèle allemand ? Réfléchissez bien ». En effet, l'Allemagne apparaît certes comme un modèle quant à sa gestion budgétaire (malgré une fiscalité injuste des revenus et des patrimoines), quant à sa compétitivité industrielle, quant à sa croissance (en 2015, le PIB par habitant était supérieur de 14% à la moyenne des 15 de l'UE alors qu'il la dépassait d'à peine 4% dix ans auparavant), quant à son taux de chômage, inférieur de plus de la moitié à la moyenne de l'UE, mais son sous-investissement public porte gravement préjudice à la qualité de ses infrastructures.

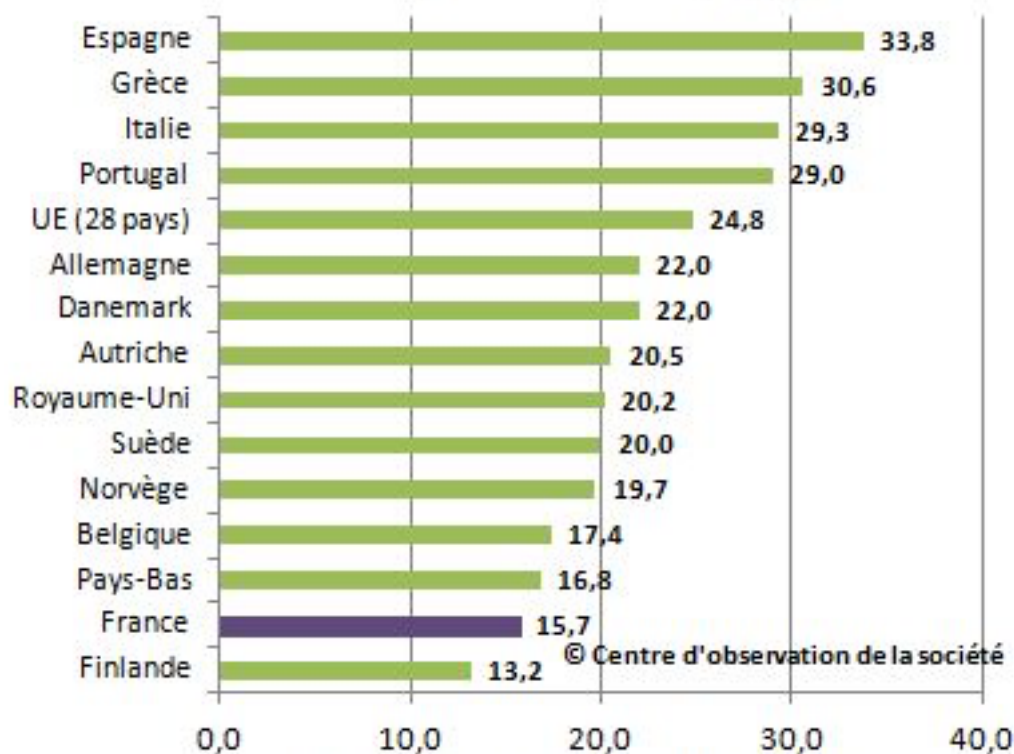
C'est ce type de raisonnement qu'on lira dans Le Monde du 9 août sous la plume de Christian Odendahl, membre du Centre for European Reform : « Beaucoup attribuent le succès économique allemand aux réformes Hartz et recommandent que le reste de l'Europe s'en inspire. (...) Mais il y a des raisons d'être sceptique ». Selon l'économiste, les résultats de l'économie allemande sont tout autant dus à la conjonction de facteurs exogènes (la mondialisation et le boom des pays émergents) et endogènes (modération salariale, les délocalisations, la modernisation du management et la qualité du dialogue social pour répondre aux défis de la mondialisation). Dans la même page du quotidien sont présentées deux réponses opposées pour expliquer l'importance de l'excédent commercial allemand : d'un côté, il y a ceux pour qui l'explication principale se trouve dans les excès de consommation aux États-Unis et dans les pays de l'Europe du Sud, poussés par un keynésianisme excessif, et de l'autre, il y a ceux, nombreux, à la fois économistes et politiques comme E. Macron, M. Schulz et D. Trump, pour qui le facteur explicatif principal est interne : il y aurait une insuffisance de la demande intérieure, en particulier en matière d'investissement, ce qui ralentirait la croissance européenne et mondiale.

Comme dans de très nombreuses occasions, quand deux explications très différentes et même opposées sont données d'un phénomène, il y a souvent du vrai dans les deux. Cependant, ici, les explications sont assez évidentes : il ne faut pas s'étonner que l'Allemagne ait à cœur de préserver son excédent commercial puisqu'il lui donne la capacité d'épargne (le taux d'épargne y est de 16% contre 13% en France) conforme à sa volonté de financer le système de retraite d'un pays vieillissant, qu'il est donc difficile de lui demander d'augmenter sa demande interne, et que ce pays ne veuille pas nuire à sa compétitivité en augmentant davantage ses salaires qui augmentent déjà de 3% l'an. Ce qui est préoccupant pour des pays comme la France et les pays du Sud de l'Europe, c'est que cet excédent est davantage recyclé hors zone euro qu'au sein de la zone pour la simple raison que les pays de la zone euro semblent moins fiables : c'est la défiance vis-à-vis d'eux qui explique que l'excédent commercial allemand finance moins la croissance de la zone euro que celle du reste du monde. Si donc on consent à épouser la vision économique et financière allemande, cet argument milite en faveur de politiques budgétaires orthodoxes partout ailleurs en Europe.

Nous reproduisons ci-après un graphique proposé dans l'article « Où vivent les pauvres parmi les pauvres » publié le 9 mai 2017 par le Centre d'observation de la société qui, utilisant comme indicateur « l'intensité de la pauvreté » qui rapporte le niveau de vie médian des personnes pauvre au seuil de pauvreté, montre que « Au niveau international, la France est parmi les pays où l'intensité de la pauvreté est la plus réduite. Eurostat l'estime à 16 % (données 2014) pour une moyenne européenne de 25 %. Seule la Finlande fait mieux avec 13,2 %. Notre modèle social est plus coûteux que d'autres, mais il protège mieux et évite la plus grande pauvreté à un grand nombre, notamment parmi les familles et les personnes âgées ».

Soulignons que la France est mieux placée que l'Allemagne, le Danemark et les Pays-Bas, c'est-à-dire les trois pays de la zone euro qui dégagent les plus gros excédents extérieurs en pourcentage de leur PIB. L'Allemagne est le pays de la zone euro qui a l'excédent excédent le plus élevé en valeur absolue et ce sont les ménages qui ont supporté le gros des efforts pour assurer l'assainissement des comptes publics et la transition énergétique, les entreprises ayant été protégées pour sauvegarder leur compétitivité. L'Allemagne profite du taux de change avantageux de l'euro et tarde à rééquilibrer son couple consommation/compétitivité.

Intensité de la pauvreté en Europe (%)*



Source : Eurostat, données 2014. Seuil à 60 %.

* Rapport entre le niveau de vie médian des pauvres et le seuil de pauvreté

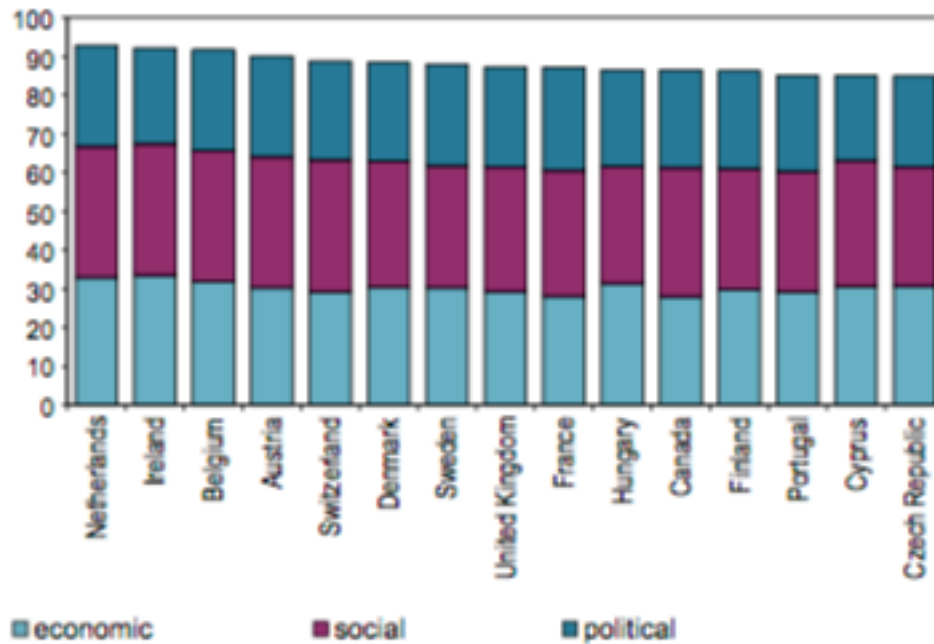
La France fait partie, avec les quatre pays « nordiques », des six pays qui ont un indice d'intensité de pauvreté au plus égal à 20%, et seule la Finlande fait mieux qu'elle. La Finlande, l'un des pays les plus étendus de l'UE mais aussi celui dont la densité de population est l'une des plus faibles, fait partie des « pays nordiques » avec la Suède, le Danemark et la Norvège, mais ne fait pas partie de la Scandinavie au sens strict du terme. Il n'empêche qu'en économie on parle souvent indifféremment de « modèle nordique » ou de « modèle scandinave ». On considère souvent que le programme économique du Président Macron s'inspire beaucoup de ce modèle scandinave.

Il est donc légitime de se poser les questions de comprendre quelles sont les caractéristiques de ce modèle, d'en apprécier les performances et surtout de savoir s'il est facilement transposable ailleurs :

Selon Stein Kuhnle, de l'Université de Bergen, ce modèle repose sur trois piliers : l'État, l'Universalisme et l'Égalité. L'État joue en effet un rôle déterminant dans les politiques sociales, dans les services publics, dans les emplois publics, ce qui justifie un taux de prélèvements obligatoires élevé. L'Universalisme se traduit par l'extension à toute la population des droits sociaux et l'Égalité se reconnaît à l'inexistence historique de classes sociales et à de faibles écarts entre les revenus (les quatre pays nordiques font partie des 10 pays de l'OCDE dont l'indice de Gini est le plus faible). Un point commun très important entre les quatre pays nordiques est l'importance donnée au système d'éducation et de formation : ils font systématiquement partie du peloton de tête dans les enquêtes PISA. De son côté, l'historien norvégien Francis Sejersted parle à propos de ce modèle de « capitalisme démocratique » car il se caractérise aussi, depuis de longues décennies, par une participation citoyenne élevée à la fois au niveau national et au niveau des entreprises (en fonction de l'indice de perception de la corruption, ces pays sont tous en tête). L'importance considérable de l'État-providence dans le modèle nordique ne permet nullement de dire qu'il est pour autant de type socialiste, surtout que depuis la crise du début des années 1990 ces pays ont mené des politiques de diminution des dépenses publiques et de consolidation des comptes publics. D'abord, l'esprit libéral y souffle de manière profondément culturelle et, ensuite, le « KOF Globalization Index » prouve que ces pays sont également les mieux placés en matière d'insertion dans la mondialisation, sur les plans à la fois économique, social et politique. Les graphiques suivants le montrent très clairement, qu'il s'agisse des résultats de 2014 ou de ceux de 2008 (on note d'ailleurs une régression de la France entre les deux dates qui passe de la 7^{ème} à la 9^{ème} place) :

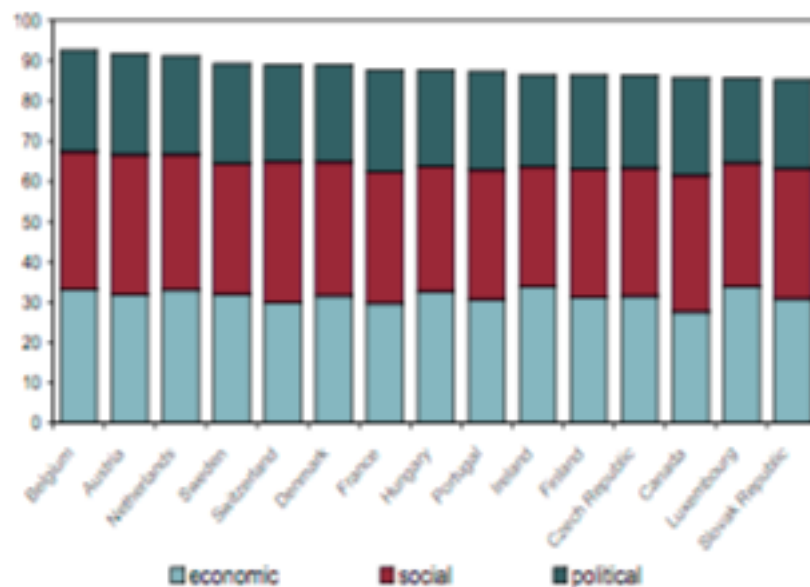
Résultats de 2014 :

The World's 15 Most Globalized Countries



Résultats de 2008 :

The World's 15 Most Globalized Countries

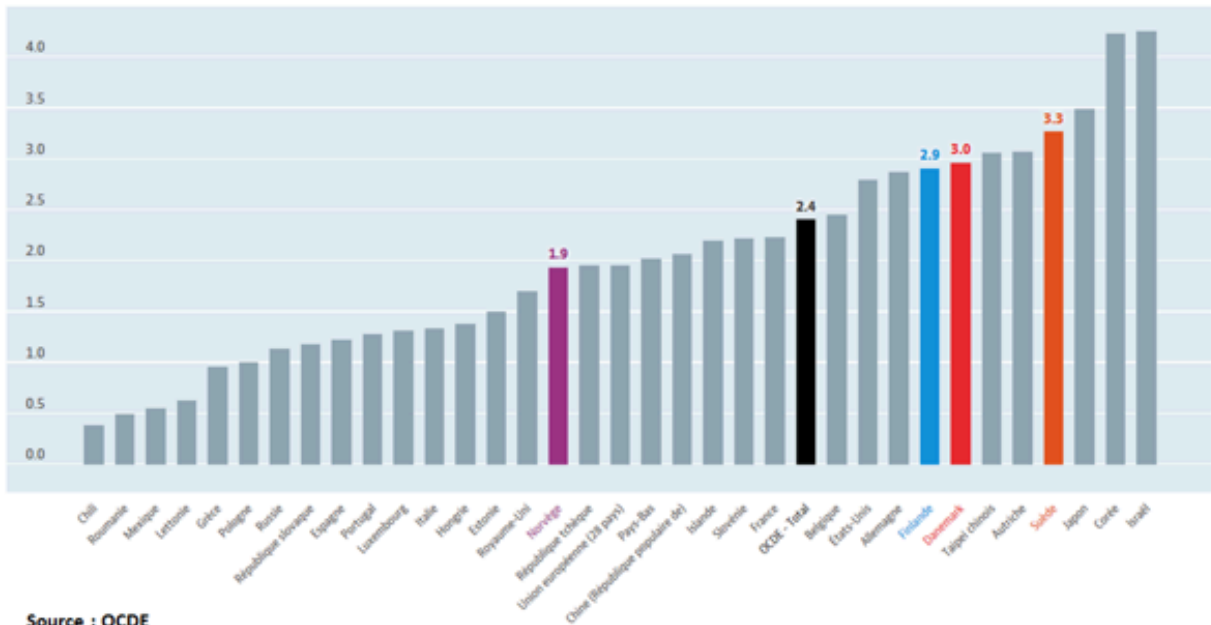


De son côté, la Banque mondiale classe les économies nationales selon la facilité d'y faire des affaires. Dans le classement 2017, on trouve le Danemark en 3^{ème} position, la Norvège en 6^{ème}, la Suède en 9^{ème} et la Finlande en 13^{ème}. L'Allemagne est 17^{ème} et la France 29^{ème}.

Les pays nordiques sont également très bien classés pour la dépense intérieure brute en R&D, ce qui est très significatif sur les plans des potentialités de croissance et de la soutenabilité du modèle :

Dépenses intérieures brutes de R&D

Total, % du PIB, 2015

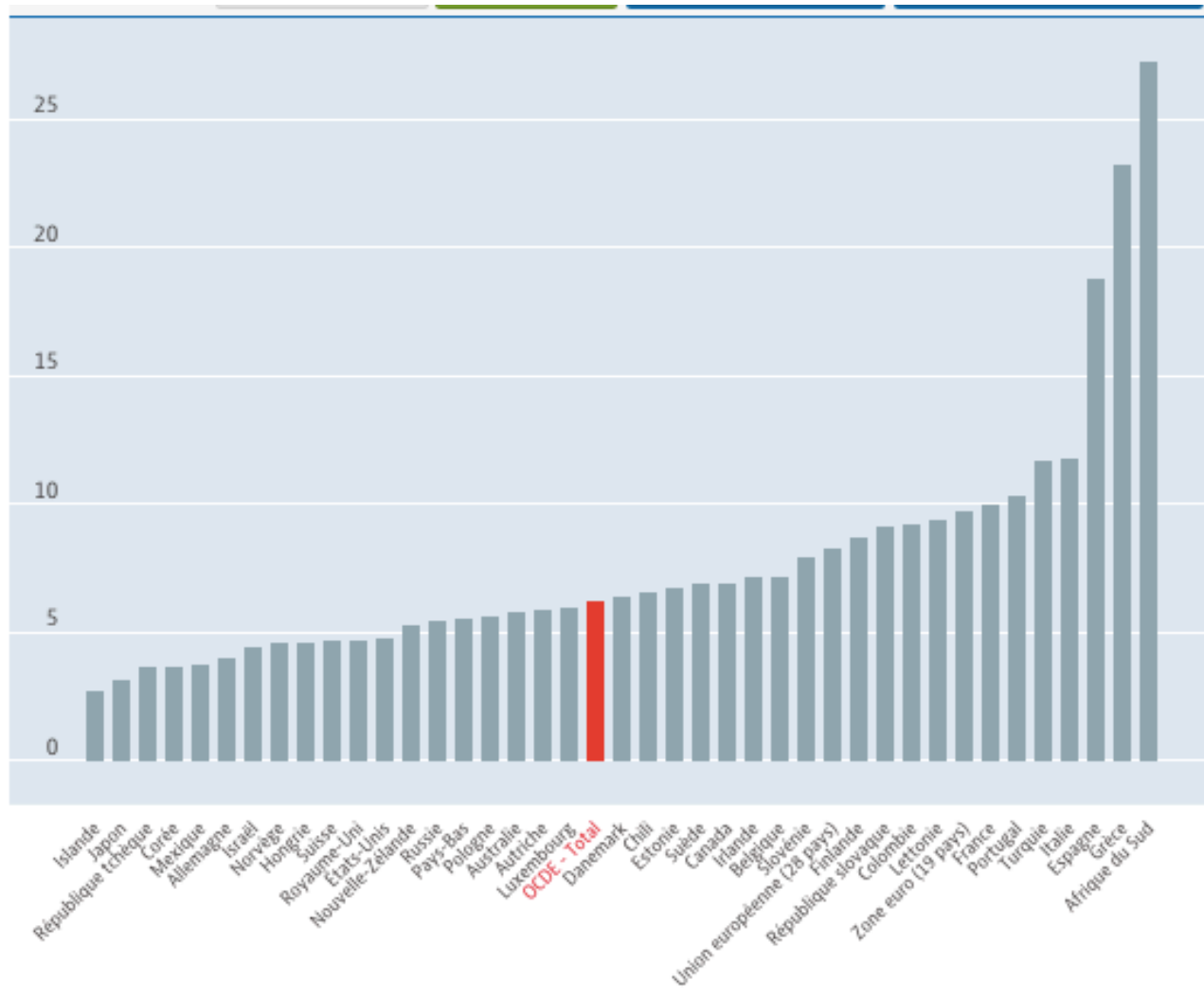


Alors que la France est en-dessous de la moyenne de l'OCDE, 3 pays nordiques sur les 4 sont nettement au-dessus. L'Allemagne est également bien classée.

De plus, dans le classement IDH-2016, on a la Norvège en 1^{ère} position, l'Allemagne en 4^{ème}, le Danemark en 5^{ème}, les Pays-Bas en 7^{ème}, les États-Unis en 10^{ème}, le R.-U en 16^{ème}, le Japon en 17^{ème}, la France en 21^{ème}. Au niveau des PIB par habitant (2017), la Norvège est 3^{ème}, les États-Unis 8^{ème}, le Danemark 10^{ème}, la Suède 12^{ème}, les Pays-Bas 14^{ème}, la Finlande 16^{ème}, l'Allemagne 19^{ème}, le Japon 22^{ème}, la France 24^{ème} et le R.-U. 25^{ème}.

André Sapir distingue 4 modèles sociaux européens : le modèle méditerranéen, qui est le pire parce qu'il est à la fois inefficace et inéquitable ; le modèle anglo-saxon, qui est efficace mais inéquitable, le modèle continental, qui est plutôt équitable mais inefficace, et le modèle nordique qui est a priori le meilleur puisqu'il est à la fois efficace et équitable.

Enfin, on doit noter qu'il est un domaine où les pays nordiques, pourtant représentants historiques de la flexisécurité, n'affichent pas les meilleurs résultats, c'est celui du chômage (la France se range quant à elle franchement du côté des pays du Sud...) :



Au vu de tous ces résultats, on comprend qu'il soit tentant d'importer le modèle scandinave. D'ailleurs, dès mi-mars 2006 était créé sous l'impulsion de Ségolène Royal le réseau « Segonordic » qui « rassemble des personnes désireuses de contribuer à "l'importation" à partir des pays d'Europe du Nord des best practices dans les domaines culturel, social, économique, écologique, technologique et industriel ». Cela explique que certains considèrent qu'E. Macron s'inspire de la démarche de S. Royal, et pas seulement en matière de démocratie participative. Mais, étant donné son ancrage dans une culture, une histoire, une cohérence, des mentalités et une gouvernance très spécifiques, ce modèle semble, aux yeux de beaucoup de spécialistes, très difficile à transposer. Comme l'a écrit Louis Schweitzer, « il n'y a pas de modèle à suivre mais des leçons à apprendre ».

On lira avec intérêt sur cette question l'article de Stråth, Bo. « La construction d'un modèle nordique : pressions externes et compromis interne », *Revue internationale de politique comparée*, vol. 13, no. 3, 2006, pp. 391-411.

Compte-tenu de ces différentes analyses, l'élection d'E. Macron à la Présidence de la République française, sa volonté de réformer la zone euro en relation la plus directe possible avec l'Allemagne, laquelle semble décidée elle aussi à faire avancer l'Europe, et le soutien de cette volonté commune par la Commission européenne, sont autant de facteurs positifs qui laissent penser que la construction de l'UE et le sauvetage de la zone euro ont aujourd'hui de réelles chances de réussir. Mais, en se plaçant ainsi dans la logique néolibérale dominante en Europe et donc en optant pour la pensée unique sur la monnaie unique que prônent aujourd'hui ceux qui, en France, se déclarent paradoxalement comme « progressistes », affublant tous les autres de l'étiquette de « conservateurs », les contraintes budgétaires françaises pourront-elles être suffisamment desserrées pour respecter les normes européennes et les réformes promises pourront-elles être

véritablement entreprises, non seulement pour renforcer notre économie - tout en sauvegardant notre modèle social -, mais aussi pour restaurer la confiance de nos partenaires, et tout spécialement celle de l'Allemagne ? Pour sauver l'euro et faire progresser l'Europe dans cette logique-là, n'y a-t-il pas pour la France le risque de verser dans l'ordolibéralisme, d'en devenir dangereusement dépendante et d'en retirer un bilan globalement négatif pour nous, car c'est cette logique-là qui est à l'œuvre actuellement avec les politiques austéritaires dont les dégâts collatéraux sont importants, et qui nous conduirait à sacrifier le néokeynésianisme consubstantiel à notre modèle économique et social. Si on estime ce risque trop grand, il n'est peut-être pas trop tard pour envisager une refondation de l'Europe sur de tout autres bases et pour reconstruire une zone euro en évitant ses tares congénitales actuelles, surtout si on considère celles-ci comme irréversibles. On en reviendrait alors au débat ouvert il y a longtemps sur la question de la monnaie unique, avant même l'installation de l'UEM (« La monnaie unique en débat : l'appel des économistes pour sortir de la pensée unique », livre paru en octobre 1997, avec en particulier les contributions de Jacques Mazier et de Suzanne de Brunhoff. Voir ici à cette date). On donnerait alors, pour le court terme, la préférence à une monnaie *commune*, au détriment d'une monnaie *unique*, jusqu'à ce que le fédéralisme soit suffisant pour qu'une monnaie unique ait un prince (en ce sens que seul le pouvoir politique a le droit de « frapper monnaie » ; il doit d'ailleurs détenir également la puissance budgétaire). On ne peut pas faire fi longtemps du lien intime qui existe entre monnaie et souveraineté. Comme le disent à peu près de la même façon M. Aglietta et N. Leron (sept 2015), « Un bien public par excellence, une monnaie, ne peut fonctionner sans un lien organique avec le pouvoir politique. Elle requiert un souverain ». Ces auteurs parlent d'incomplétude de la zone euro ; nous considérons plus prosaïquement que la zone euro est en crise parce que « l'on a mis la charrue avant les bœufs » pour la construire (voir « Euro2 »).

Pour terminer cette réflexion personnelle, permettons-nous deux remarques impertinentes :

- E. Macron ne prouve-t-il pas, en privilégiant dès maintenant la flexibilisation du marché du travail, qu'il est aussi calculateur, sinon plus, que ses devanciers ? En effet, sa stratégie révèle selon nous deux grandes habiletés politiciennes : d'abord, il traite de la flexibilité avant de traiter de la sécurité parce que la première est sans doute plus facile à faire que la seconde, et ensuite, la flexibilisation du marché du travail est une réforme structurelle que demandent à la France depuis longtemps Bruxelles et Berlin, et en la faisant, le souci du Président français est peut-être davantage de donner des gages à ses partenaires européens pour obtenir d'eux, plus tard, quelques complaisances en matière budgétaire, que de réduire le chômage. Ce faisant, E. Macron se montre ambivalent. Pour le marché du travail, il est « libéral », et il l'est très franchement puisque sa réforme renoue avec la théorie néoclassique traditionnelle où la firme est une boîte noire, donc celle d'avant l'article de Ronald Coase de 1937 (« la nature de la firme ») : on ne connaît que l'entrepreneur et on oublie l'organisation, le collectif de travail et le problème du gouvernement d'entreprise. R. Coase est d'une certaine façon un néoclassique hétérodoxe puisqu'il est le premier « libéral » à se poser la question de savoir si le système le plus efficace pour inciter les individus au

maximum d'efforts pour la production de richesses est le marché ou la firme (la hiérarchie), et sa réponse est en faveur de la firme dès lors que les coûts de transaction qu'entraîne le fonctionnement du marché l'emportent sur ceux de l'organisation. Par contre, A. Alchian et H. Demsetz (« Production, information costs, and economic organization »), estiment dans leur article de 1972 que le marché est a priori le système le plus incitatif. L'approche contractuelle d'Alchian et Demsetz est prolongée en 1976 par M. Jensen et W. Meckling (« Theory of the firm : managerial behavior, agency cost and ownership structure ») : avec leur approche des incitations, est née la théorie de la firme comme un nœud de contrats. E. Macron semble en être un partisan. Mais, en même temps, E. Macron est étatiste ou, plus précisément, « libéral étatiste » : en pleine discussion sur la « loi Macron », en octobre 2014, il avait « tweeté » : « Le libéralisme, c'est la loi du plus fort. L'esprit des réformes que nous proposons, c'est tout l'inverse » ; et le programme du candidat Macron consiste pour les retraites, l'assurance-chômage et la formation professionnelle à mettre en cause le paritarisme et à donner à l'État un rôle prééminent dans la gouvernance. »

- La volonté de flexibiliser le marché du travail français est la preuve que les autorités françaises adhèrent maintenant totalement à la façon bruxelloise de penser l'avenir de l'Europe, c'est-à-dire, en fonction de l'analyse faite plus haut (3^{ème} remarque en date du 7 mai), à la manière de réaliser l'insertion de l'UE dans l'économie mondiale par l'intermédiaire de stratégies économiques de dévaluation interne généralisée au prix d'une augmentation des « emplois de faible qualité » et en mettant à mal notre modèle social. En définitive, les différents partenaires européens sont tous incités à mener une politique de dévaluation interne compétitive et de dire en quelque sorte aux autres, « moins flexibiliste que moi, tu meurs ! ». Il n'y a que les pays nordiques, le Danemark et les Pays-Bas en tête, qui sont les précurseurs - et les modèles - en matière de flexibilisation, pour dénoncer les effets pervers de cette politique ! En tout cas, la flexibilité sans, concomitamment, la sécurité - via notamment une politique de formation professionnelle ambitieuse, donc coûteuse - est une mauvaise politique parce qu'elle est synonyme de précarisation des emplois créés et qu'elle appelle pour le moins une contrepartie, c'est-à-dire, si la compétitivité ne peut pas être sauvegardée au moyen d'une dévaluation, un renforcement de l'État-providence, d'où des contraintes budgétaires supplémentaires...

➤ Un dossier entier de la Chronique internationale de l'IRÈS (Institut de Recherches Économiques et Sociales) a été consacré en février 2017 aux réformes structurelles des marchés du travail.

On lit sous la plume d'Anne Fretel (maître de conférences à Lille 1) : « Le constat semble être sans appel : face à la mondialisation, la montée des nouvelles technologies et le besoin de compétitivité des entreprises dans un contexte de croissance ralentie, la mise en œuvre de « réformes structurelles », notamment sur le « marché du travail », apparaît inéluctable. Porté initialement par l'OCDE en 1994, puis repris par la Commission européenne dans ses recommandations à partir du milieu des années 2000, ce discours sur les réformes se pose comme le seul horizon possible pour les pays européens pour sortir de la crise. Dans ce contexte, la France serait en retard, manquant de courage pour engager les réformes qui s'imposent à elle alors que ses partenaires européens ont eu la « lucidité » de s'y mettre. Ceci expliquerait la situation durablement dégradée de son

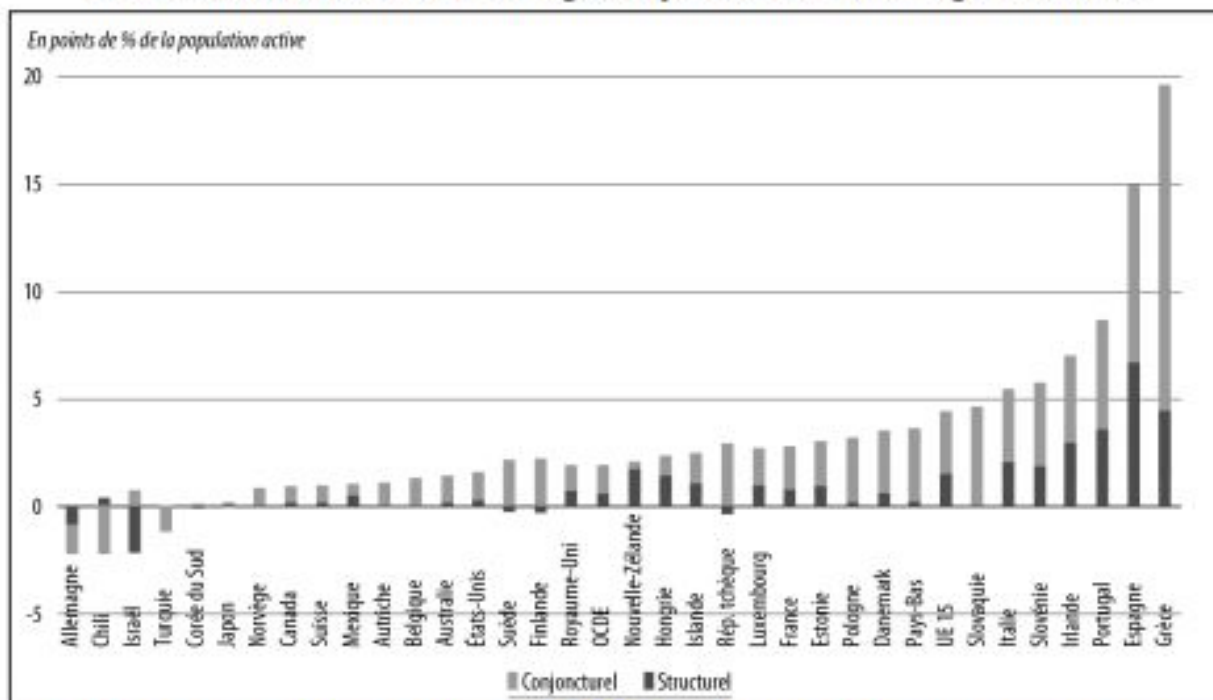
L'EURO

indicateur de chômage alors que des pays comme l'Espagne ou l'Italie bénéficient d'un rebond de l'emploi et que l'Allemagne affiche de bonnes performances en la matière. Le débat, en partie avorté, qui a eu lieu lors de la présentation du projet de loi El Khomri, a conduit certains de ses promoteurs à mobiliser « les exemples étrangers » et à imputer leurs succès aux réformes engagées. Mais quelle est la pertinence des arguments avancés ? C'est tout l'objet de ce dossier spécial de la Chronique internationale de l'ITRES qui a choisi de revenir sur l'état des « réformes structurelles du marché du travail », principalement en Europe, et de s'interroger sur les « performances » affichées par les pays concernés. Le terme de « réformes structurelles » s'entend généralement par opposition aux politiques macroéconomiques conjoncturelles. Il s'agit de réformes visant des objectifs de long terme en modifiant les institutions, les cadres légaux ou les cadres conventionnels qui régissent le comportement des agents. Dans la novlangue des institutions internationales, telles que l'OCDE ou l'Union européenne, les réformes structurelles ont trait au renforcement de la concurrence sur le marché des biens et services, à la mise en place d'un système fiscal favorisant les entreprises ou à l'« amélioration du fonctionnement du marché du travail ». Pour ce dernier groupe de réformes, l'idée implicite est que le niveau de chômage s'explique principalement par un mauvais fonctionnement des institutions du marché du travail – et non par une situation conjoncturelle dégradée – qui empêche des « ajustements spontanés et optimaux » sur ce marché. Le chômage ne baissera que si l'on restaure des « mécanismes de marché. (...) Le dossier proposé rassemble la chronique des réformes engagées par des pays que l'on peut très schématiquement regrouper en trois catégories : des pays qui viennent de renforcer leurs réformes du marché du travail dans l'optique d'amorcer une autre régulation (Espagne, Italie, Turquie) ; des pays qui, traditionnellement, régulent peu leurs marchés du travail (États-Unis et Royaume-Uni) ; des pays qui ont engagé depuis plusieurs années des réformes et qui en gèrent aujourd'hui les conséquences (Allemagne, Danemark et Pays-Bas). (...) Si on laisse de côté ce qui relève de l'injonction, reste à se poser la question d'une « influence cognitive » des préconisations énoncées par l'OCDE ou la Commission européenne. (...) Face au constat d'un relatif échec des modalités de coordination, la SEE (Stratégie européenne de l'emploi) s'est recentrée en 2005 sur la croissance et l'emploi et a intégré une nouvelle gouvernance conduisant à imbriquer les lignes directrices pour l'emploi dans les Grandes orientations de politique économique (les GØPE). Cette réorientation, portée par le rapport Kok de 2004, s'accompagne de l'affirmation progressive de la nécessité d'une politique de flexicurité qui, dès le début – et bien que reconnaissant l'absence de modèle unique, fait de la réforme du droit du travail un impératif ».

Notons qu'on lit dans le rapport Kok de novembre 2004 (voir ici à cette date), évoqué par A. Frétel : « Il est dans l'intérêt de la société tout entière que les économies européennes soient plus aptes à anticiper et à absorber le changement et que le marché du travail fasse preuve d'une capacité d'adaptation accrue. Il faut encourager la création de nouvelles entreprises et l'accroissement de la capacité d'adaptation des travailleurs et des sociétés et maximiser la création d'emplois. Le défi pour le marché du travail consiste à trouver le juste équilibre entre la flexibilité et la sécurité. La recherche de cet équilibre est une responsabilité partagée par les salariés et les employeurs et par les partenaires sociaux et les gouvernements. Les parties concernées devraient unir leurs efforts pour permettre aux individus de rester sur le marché de l'emploi, en s'assurant qu'ils possèdent les compétences actualisées dont ils ont besoin et en créant les structures leur permettant de combiner au mieux leur travail et leurs responsabilités non professionnelles. Il s'agit de promouvoir de nouvelles formes de sécurité, en abandonnant le modèle restrictif d'emploi pour la vie au profit d'un nouveau modèle dont l'objectif consiste à développer la capacité des travailleurs à rester et à progresser sur le marché du travail ».

Dans l'article d'A. Frétel, on trouve le graphique suivant, dû à Éric Heyer, de l'OFCE, qui montre de manière éclatante que l'augmentation du chômage entre 2008 et 2013 est due presque partout essentiellement à des facteurs conjoncturels, et infiniment moins à cause de facteurs structurels :

Graphique 4. Décomposition de l'augmentation du chômage entre 2008 et 2013 entre chômage conjoncturel et chômage structurel



Source : graphique présenté par Eric Heyer lors de son audition au COE le 5 mai 2015, http://www.coe.gouv.fr/IMG/pdf/Presentation_OFCE_COE_5_mai_2015.pdf.

Dans son article consacré au cas du Danemark, l'économiste Christelle Meilland parvient à une conclusion très nuancée sur la réussite de la flexicurité : « on peut souligner que la flexibilité a sans nul doute été fortement développée ces dernières années, couplée à une fragilisation du volet sécurité du système danois de flexicurité via les modifications du système d'indemnisation du chômage ou du système d'assistance sociale (Barbier, 2015). Les politiques actives d'emploi ont été durcies. Ces réformes n'ont été possibles que grâce à une politique monétaire accommodante et une politique budgétaire restrictive. L'impact de ces transformations du système de flexicurité sur le marché du travail danois est significatif avec un taux de chômage certes en dessous de son niveau le plus fort (en 2012) mais qui reste largement supérieur à celui d'avant crise, une baisse du taux d'emploi et une baisse du taux d'activité. Les politiques de gestion des pénuries de main-d'œuvre mobilisent aussi des instruments qui visent à inciter les individus à intégrer ou à rester sur le marché du travail : cela passe par les travailleurs âgés, les jeunes, les migrants. Évidemment, au regard des performances des autres pays européens, le Danemark continue de faire bonne figure. Pour autant, les éléments soulevés dans ce texte montrent sa fragilité et les risques économiques et sociétaux qui pèsent sur lui ».

Concernant les Pays-Bas, l'article de la sociologue Marie Wierink oblige lui aussi à beaucoup de circonspection : « Depuis les années 1990, les réformes du marché du travail n'ont pas cessé aux Pays-Bas, accentuant la flexibilité du marché du travail. Après une première période de recherche de flexicurité par un compromis entre les partenaires sociaux en 1996, à partir des années 2000 les forces de libéralisation ont conduit à une hyper-flexibilité de l'emploi aux marges de la réglementation et au développement de l'emploi indépendant en lien avec de nouvelles facilités fiscales. La crise de 2008 a amplifié ces évolutions au point que la flexibilité, qui touche 35 % des actifs en emploi en 2015, ne tarde pas à être critiquée par certains observateurs et experts comme excessive, et combattue par les organisations syndicales ».

Dans l'entretien donné à L'Obs de ce mois par Andranik Tangian, chercheur à l'Institut de recherche économique et sociale de la fondation Hans-Böckler de Düsseldorf, on lit : « On assiste, depuis 2006, à une dégradation continue de la "sécurité" au profit de la "flexibilité". On le constate même aux Pays-Bas, le pays qui a inventé le concept ! (...) Dans la forme actuelle, la flexicurité est un cadeau fait aux entreprises. On leur propose la flexibilité, et la partie "sécurité" est financée par le contribuable : l'assurance-chômage, la formation... (...) Comme on dit, les profits sont privatisés, les dépenses socialisées ». Paraîtront début juillet,

L'EURO

également dans *L'Obs*, deux entretiens très critiques sur le thème de la réforme du code du travail, celui de l'économiste Ph. Askenazy et celui du juriste A. Lyon-Caen. Notons-en ce qui concerne Ph. Askenazy qu'il a fait paraître avec Ch. Erhel en mars dernier un livre « Qualité de l'emploi et productivité » où est mise en débat la stratégie de lutte contre le chômage par la baisse du coût du travail et la flexibilité qui, selon les auteurs, peut conduire non seulement à dégrader la qualité de l'emploi, mais également à affaiblir la dynamique de la productivité.

À cela s'ajoute la politique monétaire de la BCE, qui soutient certes l'activité à coup de taux bas et d'injections de liquidités pour que l'inflation rejoigne la cible de 2% à moyen terme, mais qui a aussi pour effet de déprécier l'euro par rapport au dollar, ce qui permet non seulement de limiter les effets divergents entre le Nord et le Sud de la zone qu'a la politique monétaire du fait qu'elle est unique mais également de donner à l'ensemble des États membres - y compris aux plus performants comme l'Allemagne - des gains de compétitivité vis-à-vis du reste du monde ; donc, là aussi, de faciliter l'insertion internationale de l'économie de la zone euro. N'hésitons pas à dire que la BCE organise ainsi une dépréciation compétitive de l'euro.

C'est ce jeudi 1^{er} juin, dans la soirée, heure française, que Donald Trump annonce sa décision de faire sortir les États-Unis de l'accord de Paris concernant la lutte contre le réchauffement climatique. Cette décision, catastrophique pour la santé de notre planète, a pour seul mérite de renforcer les liens entre les partenaires européens, en particulier entre la France et l'Allemagne, et aussi entre l'Europe et l'Asie du Sud-Est, en particulier la Chine.

C'est aussi ce 1^{er} juin que *The Economist* publie un article qui rejoint certaines de nos récentes réflexions pleines d'espoir : « L'Europe doit saisir la chance de réparer l'euro. Une économie qui se porte mieux et l'élection d'Emmanuel Macron sont une opportunité, qui peut ne pas se répéter deux fois ».

C'est enfin également ce 1^{er} juin que dans son numéro 524 le périodique « Challenges » publie un article de Patrick Artus, qui estime que le déficit public actuel de la France est 1,4 point supérieur à ce qu'il faudrait pour que la dette publique soit seulement stabilisée, et que donc il faut réduire plus nettement les dépenses publiques : or, « l'Hexagone dépense plus dans tous les domaines : santé, éducation, logement, famille, emploi, soutien à l'économie, défense. On observe l'écart le plus important sur les retraites : la France y consacre près de 14% du PIB, quatre points de plus que la moyenne de la zone euro. (...) Le système est aujourd'hui à l'équilibre financier, mais au prix d'un niveau de cotisations sociales très élevé (4 points de PIB de plus que la moyenne européenne), qui plombe notre compétitivité et a des effets très négatifs sur l'emploi ».

Cet article débouche sur le débat ouvert ici à plusieurs reprises entre la conception « ordolibérale » et la conception néokeynésienno-beveridgienne du sauvetage de la zone euro et de l'avenir de l'UE ; on pourrait dire aussi entre la stratégie des économistes néolibéraux et/ou orthodoxes, et celle des économistes « atterrés » et/ou hétérodoxes.

Le jeudi 8, le Conseil des gouverneurs de la BCE, qui s'est exceptionnellement réuni en Estonie, à Tallinn, laisse les taux directeurs inchangés et maintient le dispositif d'accommodement monétaire pour soutenir l'économie avec le rachat d'obligations publiques et privées pour un montant de 60 Mds d'euros par mois. La hausse des taux ne sera en toute hypothèse envisagée qu'une fois ce dispositif arrêté (théoriquement, fin décembre 2017), mais il n'y aura pas non plus de baisse supplémentaire et « les taux resteront à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs ». La BCE révisé légèrement à la hausse ses prévisions de croissance du PIB de la zone euro. C'est sans doute pour cela que le Président de la BCE estime « que les risques sur les perspectives de croissance sont désormais globalement équilibrés ». Cela peut annoncer un virage prochain de la politique monétaire, sauf que, s'il est légitime d'être optimiste pour la croissance, il n'en est pas de même pour l'inflation puisque celle-ci ralentit, ce qui amène la BCE à réviser à la baisse ses prévisions, surtout que l'inflation sous-jacente reste pour le moins modérée (moins de 1%). Devant la difficulté de conduire la politique monétaire dans le contexte contemporain, on doit se demander si le ciblage d'inflation est toujours

une méthode pertinente : certains préconisent de privilégier d'autres variables comme le prix des actifs et la dynamique du cycle économique.

Il est important de se poser la question de savoir pourquoi il y a une croissance qui s'installe et l'inflation qui ne suit pas, le tout avec un chômage qui reste important. Comment fonctionne donc aujourd'hui la courbe de Phillips ? La BCE elle-même tente de répondre à ces questions dans son bulletin d'avril 2017 (https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/be3_2017_fr.pdf) et la réponse, qui est loin d'être encourageante, tient en une expression utilisée par son Président en personne lors de sa conférence de presse de ce jour : « les emplois de faible qualité ».

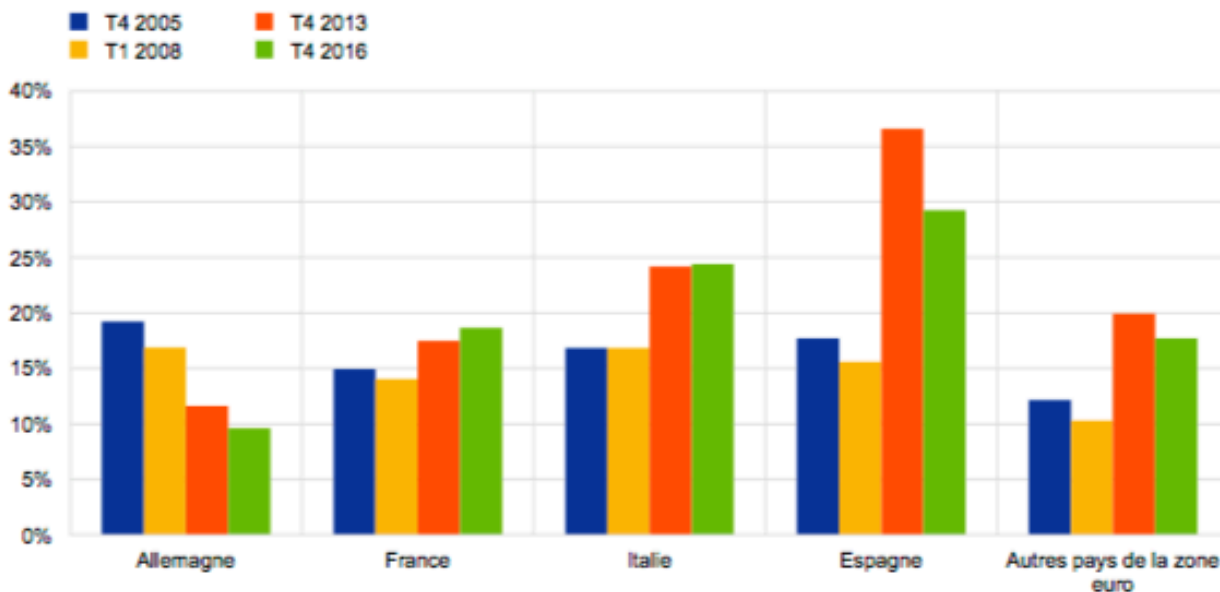
Dans ce bulletin, on lit en particulier dans le 3^{ème} article consacré au sujet :

« La généralisation de la reprise de l'activité se manifeste de plus en plus clairement sur les marchés du travail de la zone euro, davantage de pays et de secteurs enregistrant une croissance positive de l'emploi. (...) Toutefois, en dépit des hausses significatives de l'emploi, la croissance des salaires demeure modérée dans la zone euro, laissant penser qu'il existe toujours une importante sous-utilisation de la main-d'œuvre – ou « capacités inutilisées » sur le marché du travail – plus élevée que ne le suggère le taux de chômage. (...) Le taux de chômage est fondé sur une définition relativement étroite de la sous-utilisation de la main-d'œuvre. Selon la définition du chômage retenue par l'Organisation internationale du travail (sur laquelle est fondé le taux de chômage global de la zone euro), les demandeurs d'emploi sont considérés comme chômeurs s'ils sont (a) sans emploi ; (b) disponibles pour commencer à travailler au cours des deux semaines suivantes ; et (c) activement à la recherche d'un emploi. Toutefois, des définitions plus larges peuvent également être pertinentes pour évaluer le degré global des capacités inutilisées sur le marché du travail, deux groupes méritant particulièrement d'être considérés : premièrement, ceux qui sont sans emploi mais qui ne remplissent pas l'un des deux autres critères ; et, deuxièmement, ceux qui ont un emploi à temps partiel mais qui souhaitent travailler un plus grand nombre d'heures. Le premier groupe entre dans la catégorie des inactifs et le second dans celle des salariés. Actuellement, environ 3,5 % de la population de la zone euro en âge de travailler sont rattachés de façon marginale à la population active – c'est-à-dire classés comme inactifs, alors qu'ils sont simplement moins actifs dans leur recherche d'emploi sur le marché du travail. Qualifiée de « force de travail potentielle supplémentaire », cette catégorie recouvre à la fois (a) ceux qui, bien qu'étant disponibles, ne recherchent pas d'emploi actuellement (principalement les travailleurs « découragés ») ; et (b) ceux qui recherchent activement un emploi mais ne sont pas (encore) disponibles pour commencer à travailler (peut-être parce qu'ils ont reçu une offre d'emploi avec une date de début fixée dans le futur ou parce qu'ils ne peuvent pas commencer à travailler dans les deux semaines qui suivent). (...) De plus, 3 % supplémentaires de la population en âge de travailler sont actuellement en situation de sous-emploi (c'est-à-dire travaillent moins d'heures qu'ils ne le souhaiteraient). L'emploi à temps partiel a augmenté dans la plupart des économies de la zone euro depuis plus d'une décennie, principalement en raison de facteurs structurels (tels que la croissance des services et, en partie, l'augmentation de la participation des femmes à la population active. Cependant, une part non négligeable de ces salariés à temps partiel aimerait travailler un plus grand nombre d'heures. (...) En combinant les estimations du nombre de chômeurs et de personnes en situation de sous-emploi avec les mesures plus larges du chômage, il apparaît que les capacités inutilisées sur le marché du travail concernent environ 18 % de la population active élargie de la zone euro. Le niveau de cette sous-utilisation des capacités est pratiquement le double de celui mesuré par le taux de chômage, qui s'établit à présent à 9,5 % (...) Les différences entre pays demeurent importantes (cf. graphique D) – tant en termes de niveaux de l'indicateur plus large que lorsque ces niveaux sont comparés avec les évolutions des taux de chômage. En Allemagne, l'indicateur plus large (et l'ensemble des trois principales composantes) s'est inscrit en baisse depuis 2013, de même que le taux de chômage effectif, apportant de nouvelles preuves de tensions croissantes sur le marché du travail allemand. Ailleurs, cependant, ces mesures plus larges montrent que les capacités inutilisées demeurent très importantes sur le marché du travail. En France et en Italie, les mesures plus larges de ces capacités inutilisées ont continué d'augmenter tout au long de la reprise, tandis qu'en Espagne et dans les autres économies de la zone euro, elles ont récemment enregistré des baisses mais demeurent nettement supérieures aux estimations antérieures à la crise ».

Graphique D

Estimations plus larges de la sous-utilisation de la main-d'œuvre dans les différents pays de la zone euro

(en pourcentages des populations actives respectives, moyennes mobiles sur quatre trimestres)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Toutes les mesures sont exprimées en pourcentages de la population active élargie (c'est-à-dire la population active plus les personnes disponibles ne recherchant pas un emploi et celles recherchant un emploi mais non disponibles).

Mercredi 14, réunion du Comité de la politique monétaire de la Fed, le FOMC : « Compte tenu des conditions de marché du travail et de l'inflation prévues et attendues, le Comité a décidé d'augmenter la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 1 à 1-1 / 4 pour cent. La position de la politique monétaire reste accommodante, soutenant ainsi un renforcement supplémentaire des conditions du marché du travail et un retour soutenu à 2% de l'inflation ». Ainsi, depuis mai 2014, les taux directeurs de la Fed et de la BCE s'écartent de plus en plus les uns des autres, les taux américains étant de plus en plus élevés par rapport aux taux européens. C'est aux marchés financiers et de devises qu'il revient en définitive de gérer cette divergence croissante.

La Fed fait une autre annonce, très importante, celle d'un début de réduction du montant de son bilan avec la diminution du stock d'actifs financiers (titres publics et titres hypothécaires), qui est actuellement évalué à 4500 milliards de dollars, soit plus de 15% du PIB américain, titres qu'elle a achetés depuis le début de la crise des subprimes pour soutenir l'activité économique : la Fed a donc décidé d'enclencher la marche arrière de son QE.

Il n'y a que la confiance que l'on a en elle qui puisse imposer une limite au montant du bilan d'une Banque centrale, et la Fed en inspire toujours beaucoup ; il n'empêche que la politique du QE ne peut pas être permanente. La marche arrière est une manœuvre pleine d'embûches qu'il faut surmonter avec agilité : en effet, la réduction des achats de titres, donc de leur demande, en fait mécaniquement baisser la valeur, avec pour effets de réduire le patrimoine de tous ceux qui en possèdent et d'élever corrélativement les taux d'intérêt de long terme (relation inverse entre cours des titres et taux d'intérêt), ce qui peut être souhaitable pour sortir d'une période de taux longs anormalement bas, mais ce qui entraînera un attrait supplémentaire pour les entrées de capitaux, et donc une hausse prévisible du dollar sur le marché des changes, avec les retombées négatives potentielles sur le commerce extérieur et la croissance globale. C'est avec les mêmes risques que la BCE devra à un moment ou un autre s'engager dans la même manœuvre, surtout que, comme le montre le graphique suivant, tiré d'un article de E. Goetz (Les Échos), le bilan de la BCE est maintenant plus « engorgé » que ceux de la Fed et de la BoJ :

Le bilan des trois banques centrales

En milliards de dollars



« LES ÉCHOS » / SOURCE : BLOOMBERG

Jeudi 15, le Professeur de Droit A. Maitrot de La Motte publie dans Le Monde un article important sur le rôle que devrait jouer la fiscalité pour protéger l'économie européenne de la concurrence déloyale que lui font beaucoup d'États tiers. Cette proposition correspond au souci d'E. Macron de promouvoir une Europe protectrice.

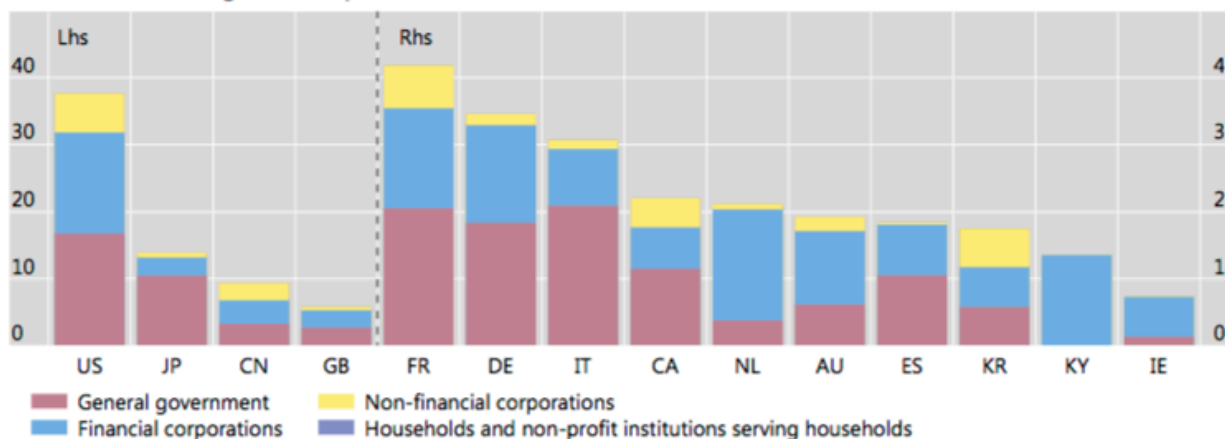
« Le respect des normes commerciales, sociales, politiques, fiscales et environnementales par les entreprises françaises et européennes est légitime : il favorise une économie éthique, solidaire et créative. Mais il a un coût non négligeable (...) L'approche purement libérale, souvent préconisée, consiste à supprimer ces normes au nom de la compétitivité des entreprises françaises et européennes. Mais si un allègement des contraintes est souhaitable, il ne faudrait pas aboutir à une déréglementation totale et à un moins-disant social, fiscal ou environnemental. Un tel moins-disant n'aurait d'ailleurs aucune limite. (...) Une clause de réciprocité fondée sur un principe de « mieux-disant » pourrait être adoptée afin de construire un alignement de l'Europe et de ses partenaires sur le meilleur standard. (...) La mise en œuvre de la clause de réciprocité proposée pourra être effectuée en cinq ans. Elle supposera, dans un premier temps, d'identifier les standards commerciaux, sociaux, politiques, fiscaux et environnementaux dont le maintien et l'extension sont souhaitables. (...) Dans un second temps, les entreprises des États tiers seront incitées à respecter les standards européens ainsi identifiés. Plutôt que l'approche traditionnelle consistant à engager de longues négociations à l'échelle internationale et à adopter des traités internationaux, une approche pragmatique apportera, pour chaque entreprise non européenne qui accède aujourd'hui presque sans limite et sans contrepartie au marché intérieur, à vérifier qu'elle en respecte les standards. Si tel n'est pas le cas, l'avantage qu'elle en tire sera évalué, et le prix des biens et des services qu'elle propose sera majoré, par une imposition européenne, d'une somme équivalente à cet avantage. Cette contre-mesure, inspirée de la logique antidumping, fera perdre à l'entreprise étrangère l'avantage qu'elle entendait obtenir en se livrant à une concurrence dommageable. Et elle financera le budget européen, ce qui permettra de réduire les contributions des États membres et de financer de nouveaux investissements ».

Vendredi 16, dans son éditorial publié dans Les Échos, J.-M. Vittori considère que la quiétude financière que nous connaissons depuis cinq ans ne doit pas faire oublier que les ingrédients d'une nouvelle crise financière sont bel et bien présents, en particulier le niveau très élevé de l'endettement public et privé dans de très nombreux pays.

Pour nous convaincre de la réalité de cette mise en garde, voici un graphique trouvé dans le bulletin de la Banque des Règlements internationaux de juin 2017 :

Total debt securities, by residence and sector of issuer¹Amounts outstanding at end-September 2016, in trillions of US dollars²

Graph C.2



AU = Australia; CA = Canada, CN = China; DE = Germany; ES = Spain, FR = France; GB = United Kingdom; IE = Ireland, IT = Italy; JP = Japan; KR = Korea; KY = Cayman Islands; NL = Netherlands; US = United States.

Further information on the BIS debt securities statistics is available at www.bis.org/statistics/secstats.htm.

¹ For countries that do not report TDS, data are estimated by the BIS as DDS plus IDS. ² Amounts denominated in currencies other than the US dollar are converted to US dollars at the exchange rate prevailing on the reference date.

Sources: National data; BIS debt securities statistics.

Ce graphique montre que la dette globale, publique et privée, est significativement plus importante en France que chez nos partenaires européens. C'est particulièrement vrai pour l'endettement des entreprises non financières.

À ce constat s'ajoutent de dangereuses constantes : certes, la supervision des banques s'est améliorée depuis les années 2007-2008, mais les transactions sur produits dérivés restent massives, la spéculation des hedge funds ne connaît toujours pas de limite, le trading à haute fréquence représente aujourd'hui plus de la moitié des transactions en actions et les intermédiaires financiers hors système bancaire régulé - le shadow banking - font 40% de la finance mondiale !

Jeudi 15, à Luxembourg, réunion de l'Eurogroupe consacrée entièrement au cas de la dette grecque pour éviter une crise cet été : comme la Grèce a rempli ces derniers mois une grande partie des réformes promises (en particulier, une 14^{ème} réforme des retraites, une révision de plus de l'impôt sur le revenu et diverses mesures d'austérité supplémentaires), une part (8,5 milliards d'euros) du 3^{ème} plan d'aide des 86 milliards d'euros fixé en août 2015 va être versée pour que puissent être honorés les remboursements que la Grèce doit faire début juillet. L'Eurogroupe précise aussi la promesse qu'il avait faite en mai sur la restructuration de la dette grecque que le gouvernement Tsipras demande à cor et à cri : serait envisagée une extension des maturités de la dette. Il donne aussi un peu de marge de manœuvre à la Grèce en réduisant à 2% l'excédent primaire qu'il exige d'elle. « Il y a maintenant de la lumière au bout du tunnel » dit le ministre grec des finances en sortant de la réunion. De son côté, FMI accepte de participer au 3^{ème} plan d'aide mais il ne versera les 2 milliards attendus que si la dette grecque est jugée soutenable. Enfin, la proposition française d'indexer les remboursements grecs sur le rythme de croissance va être étudiée.

Ce même jour et également à Luxembourg, réunion des 28 ministres du travail de l'UE sur la question des travailleurs détachés. La législation actuelle est jugée obsolète par la Commission européenne depuis mars 2016 parce qu'elle avait été instaurée en 1996, 8 ans avant l'élargissement aux pays de l'Est de 2004. Mais, parce que la France a durci sa position (elle veut limiter les détachements à 12 mois sur une période de 2 ans, alors que la Commission proposait 24 mois et que la directive en vigueur de 1996 prévoit 36 mois), l'accord prévu n'est pas conclu et il est reporté en octobre.

Lundi 19, début officiel des négociations entre l'UE et le R.-U. sur le Brexit.

Lundi 19, lendemain du 2^{ème} tour des élections législatives françaises.

Voici un résumé des résultats de la série d'élections qui s'est terminée hier :

1^{er} tour de l'élection présidentielle :

Liste des candidats	Voix	% Inscrits	% Exprimés
M. Emmanuel MACRON	8 656 346	18,19	24,01
Mme Marine LE PEN	7 678 491	16,14	21,30
M. François FILLON	7 212 995	15,16	20,01
M. Jean-Luc MÉLENCHON	7 059 951	14,84	19,58
M. Benoît HAMON	2 291 288	4,82	6,36
M. Nicolas DUPONT-AIGNAN	1 695 000	3,56	4,70
M. Jean LASSALLE	435 301	0,91	1,21
M. Philippe POUTOU	394 505	0,83	1,09
M. François ASSELINEAU	332 547	0,70	0,92
Mme Nathalie ARTHAUD	232 384	0,49	0,64
M. Jacques CHEMINADE	65 586	0,14	0,18

	Nombre	% Inscrits	% Votants
Inscrits	47 582 183		
Abstentions	10 578 455	22,23	
Votants	37 003 728	77,77	
Blancs	659 997	1,39	1,78
Nuls	289 337	0,61	0,78
Exprimés	36 054 394	75,77	97,43

2^{ème} tour de l'élection présidentielle :

Liste des candidats	Voix	% Inscrits	% Exprimés
M. Emmanuel MACRON	20 743 128	43,61	66,10
Mme Marine LE PEN	10 638 475	22,36	33,90

	Nombre	% Inscrits	% Votants
Inscrits	47 568 693		
Abstentions	12 101 366	25,44	
Votants	35 467 327	74,56	
Blancs	3 021 499	6,35	8,52
Nuls	1 064 225	2,24	3,00
Exprimés	31 381 603	65,97	88,48

1^{er} tour des élections législatives :

L'EURO

Nuances de Candidats	Voix	% Inscrits	% Exprimés	Nb Sieges
Extrême gauche	175 214	0,37	0,77	
Parti communiste français	615 487	1,29	2,72	
La France insoumise	2 497 622	5,25	11,03	
Parti socialiste	1 685 677	3,54	7,44	
Parti radical de gauche	106 311	0,22	0,47	
Divers gauche	362 281	0,76	1,60	1
Ecologiste	973 527	2,05	4,30	
Divers	500 309	1,05	2,21	
Régionaliste	204 049	0,43	0,90	
La République en marche	6 391 269	13,44	28,21	2
Modem	932 227	1,96	4,12	
Union des Démocrates et Indépendants	687 225	1,44	3,03	1
Les Républicains	3 573 427	7,51	15,77	
Divers droite	625 345	1,31	2,76	
Debout la France	265 420	0,56	1,17	
Front National	2 990 454	6,29	13,20	
Extrême droite	68 320	0,14	0,30	

	Nombre	% Inscrits	% Votants
Inscrits	47 570 988		
Abstentions	24 403 480	51,30	
Votants	23 167 508	48,70	
Blancs	357 018	0,75	1,54
Nuls	156 326	0,33	0,67
Exprimés	22 654 164	47,62	97,78

2^{ème} tour des élections législatives :

L'EURO

Nuances de Candidats	Voix	% Inscrits	% Exprimés	Nb Sieges
Parti communiste français	217 833	0,46	1,20	10
La France insoumise	883 786	1,87	4,86	17
Parti socialiste	1 032 985	2,18	5,68	29
Parti radical de gauche	64 860	0,14	0,36	3
Divers gauche	263 619	0,56	1,45	11
Ecologiste	23 197	0,05	0,13	1
Divers	100 574	0,21	0,55	3
Régionaliste	137 453	0,29	0,76	5
La République en marche	7 826 432	16,55	43,06	306
Modem	1 100 790	2,33	6,06	42
Union des Démocrates et Indépendants	551 760	1,17	3,04	17
Les Républicains	4 040 016	8,54	22,23	113
Divers droite	306 240	0,65	1,68	6
Debout la France	17 344	0,04	0,10	1
Front National	1 590 858	3,36	8,75	8
Extrême droite	19 030	0,04	0,10	1

	Nombre	% Inscrits	% Votants
Inscrits	47 292 967		
Abstentions	27 125 535	57,36	
Votants	20 167 432	42,64	
Blancs	1 397 496	2,95	6,93
Nuls	593 159	1,25	2,94
Exprimés	18 176 777	38,43	90,13

Résultats finals des élections législatives :

Nuances de Candidats	Nb Sieges
Extrême gauche	0
Parti communiste français	10
La France insoumise	17
Parti socialiste	29
Parti radical de gauche	3
Divers gauche	12
Ecologiste	1
Divers	3
Régionaliste	5
La République en marche	308
Modem	42
Union des Démocrates et Indépendants	18
Les Républicains	113
Divers droite	6
Debout la France	1
Front National	8
Extrême droite	1

Laissant aux experts de la chose politique l'analyse approfondie de ces résultats, le seul commentaire que nous nous permettrons ici tient en un mot : érosion ; ce qui fait craindre d'ailleurs des conséquences négatives. Érosion du nombre de suffrages exprimés, puisque le taux d'abstention n'a cessé de croître d'une élection à l'autre, et dans de fortes proportions : 22,23%, 25,44% ; 51,30%, 57,36%. Érosion aussi du nombre de suffrages exprimés en faveur du mouvement politique du nouveau président de la République : 18,19% des inscrits ont voté au 1^{er} tour de l'élection présidentielle pour E. Macron mais 13,44% ont voté pour la République en marche au 1^{er} tour des élections législatives et 16,55% au 2^{ème} tour. Ces résultats posent incontestablement un double problème démocratique : ne faudra-t-il pas arriver à rendre le vote obligatoire et, étant donné le décalage entre les pourcentages par rapport au nombre d'inscrits et la répartition des sièges des différentes nuances à l'Assemblée nationale, n'est-il pas temps de rectifier le système électoral, de façon à ce que les différents courants de l'opinion soient mieux et plus équitablement représentés et à ce que soient pris en compte les votes nuls et blancs, tout en préservant la stabilité politique indispensable ? Par ailleurs, s'il faut insister sur le caractère incontestablement exceptionnel et même extraordinaire de la réussite d'E. Macron et de son mouvement, et s'en féliciter, parce que la vie politique française avait besoin d'un tel « big bang » et que cela constitue une chance pour une économie française « ré-européanisée » (même si la stratégie macronnienne « de ré-

européanisation » n'est pas celle qui a nos préférences), on ne peut pas malgré tout passer sous silence que ceux qui ont voté pour le nouveau président de la République et pour les candidats-députés de « La République en marche » représentent 17-18% seulement des inscrits : les semaines et les mois qui viennent nous diront si la mise en œuvre du programme du candidat Macron s'en trouvera ou non compliquée.

**Dépenses de campagne par candidat
en euros**

Nicolas Dupont-Aignan	1 823 157
Marine Le Pen	12 416 567
Emmanuel Macron	16 698 320
Benoît Hamon	15 072 745
Nathalie Arthaud	958 237
Philippe Poutou	782 448
Jacques Cheminade	412 983
Jean Lassalle	260 112
Jean-Luc Mélenchon	10 676 699
François Asselineau	1 230 843
François Fillon	13 784 073

Le mardi 20 est marqué par la publication de deux enquêtes importantes.

• D'une part, la publication par l'Institut Chatham House d'un sondage sur « L'avenir de l'Europe ; comparaison des attitudes des populations et des élites » dans 10 pays européens, réalisé entre décembre 2016 et février 2017

(<https://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/publications/research/2017-06-20-future-europe-attitudes-raines-goodwin-cutts-final.pdf>).

Dans le résumé, on lit notamment :

« Les données révèlent un continent divisé en trois lignes.

• Tout d'abord, il y a un fossé entre les élites et le public. Il y a un alignement entre les deux groupes dans leurs attitudes à l'égard, entre autres choses, de la solidarité de l'UE, de la démocratie de l'UE et un sentiment d'identité européenne. Cependant, les données montrent également un fossé important dans les attitudes générales, les croyances et les expériences de vie. L'élite est plus encline à connaître les avantages de l'intégration de l'UE et est plus libérale et optimiste. En même temps, il y a un mécontentement croissant au sein du public, dont une grande partie considère l'UE comme négative, désire que ces pouvoirs soient restitués aux Etats membres et se sent anxieux au sujet des effets de l'immigration. Seulement 34% du public estiment qu'ils ont bénéficié de l'UE, contre 71% de l'élite. La majorité du public (54%) pense que leur pays était un meilleur endroit où vivre il y a 20 ans.

• Deuxièmement, au sein du public, il y a une division prononcée entre les lois plus libérales et les plus autoritaires, en particulier sur les questions d'identité. Cette division joue un rôle beaucoup plus important que d'autres mesures, telles que le statut économique ou l'expérience des difficultés sociales, la formation des attitudes envers l'UE. Les défis politiques résultant de cette fracture risquent de persister longtemps même après que la croissance économique soit rétablie et soutenue.

• Troisièmement, il y a un manque de consensus parmi les élites sur des questions importantes concernant la gouvernance de l'UE. Alors que l'élite croit énormément avoir bénéficié de l'UE, elle est loin d'être unanime sur la question de l'intégration. Contrairement aux hypothèses selon lesquelles l'élite est pro-intégration, 28% soutiennent le statu quo, 37% pensent que l'UE devrait avoir plus de pouvoirs et 31% pensent que l'UE devrait redonner des pouvoirs aux États membres. Plus d'opposition que de soutien sur la constitution éventuelle d'« États-Unis d'Europe », bien qu'il existe un soutien pour une intégration plus profonde de la zone euro.

• Le sondage indique clairement que la politique de l'UE est passée d'une période où elle exerçait la médiation entre une classe politique intégrationniste et un public occasionnellement sceptique à celle dans laquelle il y a une image plus mitigée parmi les deux groupes. Les résultats ont des implications importantes pour le débat sur l'avenir de l'Europe.

• Il existe un réservoir de soutien parmi le public et l'élite pour une union fondée sur la solidarité.

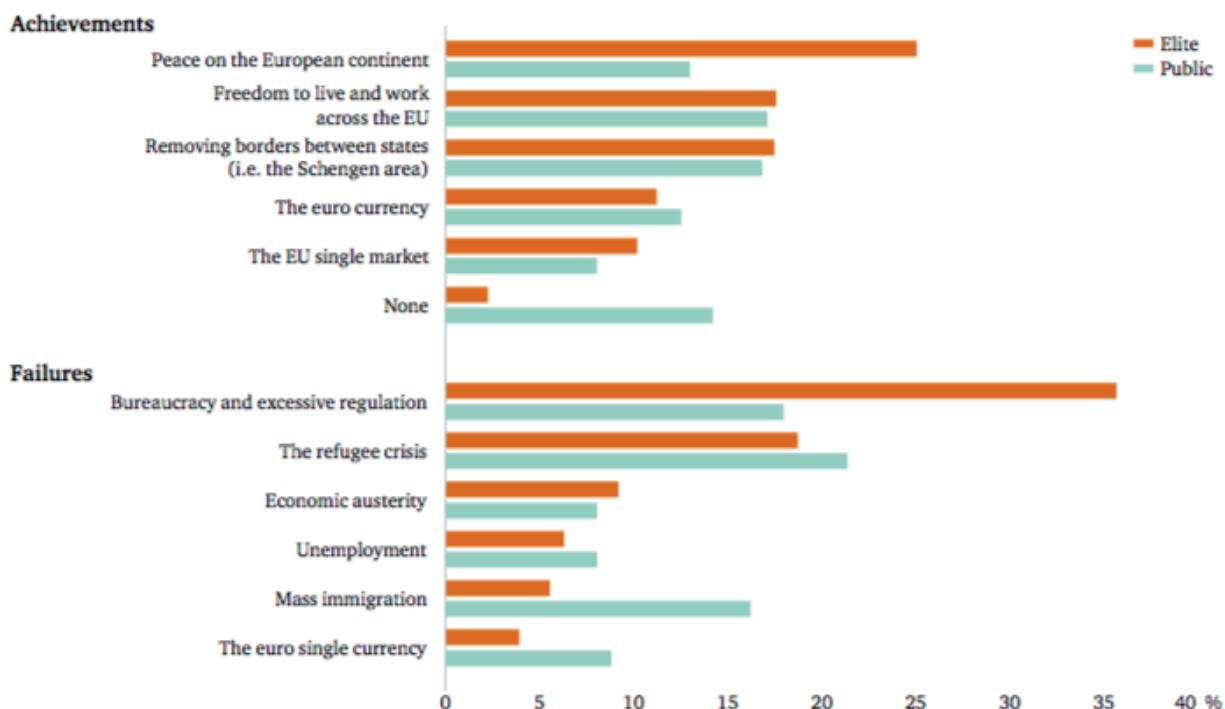
Par exemple, 77% de l'élite et 50% du public pensent que les États membres plus riches devraient soutenir financièrement les États membres les plus pauvres, alors que seulement 12% de l'élite et 18% du public sont contre. Cela ne simplifie pas les défis de créer une union plus juste et plus cohésive, mais cela souligne la conviction que l'UE est marquée par des niveaux de revenus et des économies très différents et que la performance économique devrait être toujours fondée sur la solidarité ».

Note 1 : les élites interviewées ont été définies en utilisant quatre grandes catégories : les responsables politiques (locaux, nationaux, européens), des journalistes, des chefs d'entreprise (petites, moyennes et grandes entreprises) et des dirigeants de la société civile (ONG, associations, syndicats, universités).

Note 2 : les 10 pays européens concernés par ce sondage sont l'Autriche, la Belgique, la France, l'Allemagne, la Grèce, la Hongrie, l'Italie, la Pologne, l'Espagne et le Royaume-Uni.

On trouve dans les résultats du sondage de très nombreux enseignements, notamment sous la forme de tableaux et de graphiques, comme ceux-ci :

Figure 4: Greatest achievements and failures of the EU



La paix sur notre continent, qui a été dès le départ le motif essentiel de la construction européenne, est considérée comme la principale réussite de l'UE, surtout chez les « élites ». La liberté de s'installer, de travailler et de circuler sur tout le continent vient en second, et à égalité pour les élites et l'ensemble des populations. L'euro ne vient qu'après.

Au niveau des échecs de l'UE, le premier est incontestablement, surtout chez les élites, la bureaucratie et l'excès de réglementation. Viennent ensuite la crise des réfugiés et l'austérité économique, avec

aussi le chômage, et pratiquement à égalité chez les élites et dans l'ensemble des populations. On retrouve l'euro dans les facteurs d'échec.

Table 2: Elite and public attitudes towards the EU (% of respondents)

	Elite	Public
<i>Sovereignty</i>		
The EU should return some powers to member states	31	48
The EU should have no more or less power than now	28	28
The EU should get more powers	37	24
<i>Federalism</i>		
Should be a 'United States of Europe' with a central government	40	30
Neutral	12	28
Should not be a 'United States of Europe' with a central government	47	41
<i>EU enlargement</i>		
Has gone too far	41	47
Has not gone too far	44	22
Neutral – no view either way	14	30
<i>Brexit contagion</i>		
More EU states will leave in next 10 years	43	55
Neutral	14	28
More EU states will not leave in next 10 years	40	18
<i>Role of Germany in the EU</i>		
Germany plays a positive role	62	48
Germany plays a negative role	23	28
Neutral – neither positive nor negative	13	24
<i>Turkey joining the EU</i>		
Support Turkey joining	6	5
Support Turkey joining but only if it reforms	42	33
Oppose Turkey joining	49	62

Concernant l'option fédéraliste, le sondage montre une forte réticence, mais moins nette chez les élites que dans l'ensemble des populations.

Concernant l'élargissement, les élites répondent plutôt qu'il n'est pas allé trop loin mais c'est le contraire pour l'ensemble des populations. Il y a une opposition assez générale à l'entrée de la Turquie dans l'UE.

Table 10: Elite economic attitudes (% of respondents)

	Elite
<i>Austerity and the eurozone</i>	
Austerity has been an effective policy in the eurozone	28
Austerity has not been an effective policy in the eurozone	54
Neutral – no view on austerity	14
<i>Eurozone integration over the longer term</i>	
Eurozone should become much more integrated	71
Eurozone should not become much more integrated	13
Neutral – no view either way	13

Une majorité des élites pense que l'austérité n'a pas été une politique efficace dans la zone euro. Et la majorité de ces élites interrogées est très large pour souhaiter une plus forte intégration de la zone euro.

Le sondage de Chatham House a interrogé aussi les plus de 10 000 personnes choisies sur les cinq scénarios du « livre blanc sur l'avenir de l'Europe » présenté le 1^{er} mars (voir ici à cette date) :

Le 1^{er} scénario, celui du statu quo, est largement rejeté (moins d'un tiers des élites comme des populations en sont partisans). Le 2^{ème}, « rien que le marché unique », rassemble presque la moitié des populations mais moins du tiers des élites : ce succès relatif s'explique par le rejet de la bureaucratie européenne et de la lourdeur de ses réglementations dans trop de domaines. Le 3^{ème}, « ceux qui veulent plus, font plus », autrement dit une Europe à plusieurs vitesses, est très prisé parmi les élites : presque les $\frac{3}{4}$ y voient la possibilité d'une Europe plus intégrée en faisant de la zone euro un noyau dur et en permettant à celle-ci de se donner les moyens de mieux fonctionner. Le 4^{ème}, « faire moins de manière plus efficace », a un succès divers parce que tout dépend des domaines dans lesquels l'intégration serait la plus forte et la coopération la plus approfondie. Enfin, le 5^{ème}, « faire beaucoup ensemble » est celui qui se rapproche le plus de ce que serait un scénario fédéraliste : nous avons envisagé plus haut la position des sondés avec la « table 2 » ; mais, comme les commentaires de l'Institut Chatham House le notent, « bien que plusieurs s'opposent à cette idée, le fait qu'un tiers des populations soutienne ce point de vue prouve la résistance de la vision d'une véritable république européenne ».

- La seconde publication en ce mardi 20 est celle que réalise dans une note de conjoncture l'INSEE sur les barrières à l'embauche du point de vue des entreprises françaises.

On trouve dans cette étude des tableaux très instructifs :

Tableau 3a – Part des entreprises citant chaque barrière à l'embauche
en %

	Incertitude situation économique	Main-d'œuvre compétente indisponible	Coûts recrutement	Cotisations sociales trop élevées	Niveau des salaires trop élevé	Coûts de licenciement	Risques juridiques associés au licenciement	Pérennité législation du travail	Autres
Industrie	34	29	5	17	5	12	14	11	5
Services	24	24	6	17	7	9	13	10	3
Bâtiment	54	41	9	32	7	22	26	21	4
Ensemble des secteurs	28	27	6	18	7	10	14	11	4

Lecture : les entreprises industrielles constatant des barrières à l'embauche et citant l'incertitude sur la situation économique parmi les principales barrières emploient 34 % des salariés du secteur.
Notes : les résultats sont pondérés par les effectifs des entreprises enquêtées. Plusieurs modalités sont possibles pour une même entreprise.
Source : Insee, enquêtes de conjoncture d'avril 2017

« Sur l'ensemble des secteurs, les principales barrières à l'embauche citées (tableau 3a) par les entreprises sont l'incertitude liée à la situation économique (28 %) et l'indisponibilité d'une main-d'œuvre compétente (27 %). (...) La barrière liée au coût du travail la plus citée est celle du niveau des cotisations sociales (18 %) alors que le niveau élevé des salaires est moins souvent évoqué (7 %). Les barrières à l'embauche liées à la législation encadrant le marché du travail semblent jouer des rôles d'importance comparable, les risques juridiques liés à un licenciement (14 %) étant légèrement plus souvent cités que leur coût (10 %) ».

Tableau 3b - Part des entreprises citant différents types de barrières à l'embauche
en %

	Incertitude situation économique	Main-d'œuvre compétente indisponible	Barrières liées aux coûts	Barrières liées à la réglementation
Industrie	34	29	19	19
Services	24	24	22	16
Bâtiment	54	41	35	34
Ensemble des secteurs	28	27	23	18

Lecture : les entreprises industrielles constatant des barrières à l'embauche liées à la réglementation emploient 19% des salariés du secteur.

Notes : les résultats sont pondérés par les effectifs des entreprises enquêtées. Plusieurs réponses sont possibles pour une même entreprise.

Source : Insee, enquêtes de conjoncture d'avril 2017

Tableau 4 - Corrélation des réponses aux différentes barrières à l'embauche

	Incertitude situation économique	Main-d'œuvre compétente indisponible	Barrières liées aux coûts	Barrières liées à la réglementation
Incertitude situation économique	1	-0,34	0,14	0,13
Main-d'œuvre compétente indisponible	-0,34	1	0,00	-0,03
Barrières liées aux coûts	0,14	0,00	1	0,40
Barrières liées à la réglementation	0,13	-0,03	0,40	1

Source : Insee, enquêtes de conjoncture d'avril 2017

Tableau 5 - Part des entreprises annonçant des difficultés de recrutement, selon leur réponse quant à l'existence de barrières à l'embauche
en %

	Existence de barrières à l'embauche	Incertitude situation économique	Main-d'œuvre compétente indisponible	Barrières liées aux coûts	Barrières liées à la réglementation	Sans barrière à l'embauche	Question sans objet
Industrie	52	40	77	55	51	7	9
Services	57	42	85	58	53	9	8
Bâtiment	61	51	90	65	61	18	24
Ensemble des secteurs	56	42	84	58	53	9	10

Lecture : l'emploi des entreprises industrielles constatant des barrières à l'embauche est localisé à 52% dans des entreprises connaissant des difficultés de recrutement.

Source : Insee, enquêtes de conjoncture d'avril 2017

« De fait, les entreprises qui signalent des barrières à l'embauche liées aux coûts (de recrutement, de rémunérations, de licenciement) ou à la réglementation signalent moins souvent des difficultés de recrutement et une production limitée par l'emploi que les entreprises peinant à recruter une main d'œuvre compétente ».

Le mercredi 21, en fin d'après-midi, annonce de la composition du gouvernement « Macron-Philippe » n°2, qui suit les élections législatives, comme le veut la coutume gouvernementale française. A priori, il ne devait y avoir qu'un réaménagement technique. Il s'agit en réalité d'une reconfiguration assez profonde et même carrément politique parce que les ministres du MoDem présents dans le premier gouvernement ne figurent pas dans la liste : Marielle de Sarnez est remplacée au ministère chargé des affaires européennes par Nathalie Loiseau, jusqu'ici Présidente de l'E.N.A. depuis 2012, après avoir fait carrière comme haut fonctionnaire, essentiellement au Quai d'Orsay.

Les jeudi 22 et vendredi 23, réunion à Bruxelles du Conseil européen. C'est le premier conseil pour le nouveau Président de la République française, E. Macron.

Dans les conclusions officielles (http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2017/6/47244661590_fr.pdf), on lit en introduction : « Aujourd'hui, le Conseil européen a axé ses travaux sur le renforcement de l'Europe et la protection de ses citoyens par des mesures efficaces visant à lutter contre le terrorisme et à développer sa sécurité et sa défense communes, à assurer son développement économique à l'heure de la mondialisation, à s'attaquer au problème des migrations et à protéger ses frontières extérieures. Une Union forte et déterminée constitue le meilleur moyen de promouvoir nos valeurs et nos intérêts, de défendre un système multilatéral fondé sur des règles et de mobiliser les partenaires autour d'une politique climatique constructive. Elle contribuera également à façonner la mondialisation de manière à tirer parti de marchés ouverts tout en offrant une protection

contre les pratiques déloyales et en promouvant les normes en matière sociale, environnementale, de santé et de protection des consommateurs, qui sont au coeur du mode de vie européen. Le Conseil européen a rendu hommage à Helmut Kohl, citoyen d'honneur de l'Europe, qui est décédé le 16 juin 2017 ». Puis suivent les conclusions sur les différents thèmes abordés : sécurité-défense ; accord de Paris sur le changement climatique ; emploi, croissance et compétitivité ; migrations ; Europe numérique.

Sur le thème « emploi, croissance et compétitivité », on lit :

« L'Europe a besoin d'emplois, de croissance et de compétitivité. Le retour de la croissance économique dans l'ensemble des vingt-huit États membres constitue une évolution positive, qui doit être consolidée. Le Conseil européen a discuté des moyens d'exploiter au mieux, à cet effet, le potentiel du marché unique ainsi que les possibilités offertes par le commerce et l'industrie, tout en veillant à ce que ces évolutions bénéficient à toutes les composantes de la société.

Marché unique

Le Conseil européen réaffirme l'importance que revêt le bon fonctionnement du marché unique, reposant sur ses quatre libertés, pour stimuler la croissance, créer des emplois et promouvoir les investissements et l'innovation. Les colégislateurs ont permis l'accomplissement de progrès notables en vue de réaliser l'objectif commun consistant à parachever et à mettre en œuvre les différentes stratégies d'ici 2018. Il subsiste toutefois des lacunes, qui doivent faire l'objet d'une attention accrue. Par conséquent, le Conseil européen souligne que l'UE et ses États membres doivent poursuivre leurs efforts afin d'atteindre le niveau d'ambition qui ressort des conclusions de juin 2016 pour ce qui est du marché unique, y compris concernant les services, du marché unique numérique, de l'union des marchés des capitaux et de l'union de l'énergie, y compris en ce qui concerne les interconnexions. Dans ce contexte, il accueille avec satisfaction l'examen à mi-parcours auquel a procédé la Commission en ce qui concerne le marché unique numérique et le plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux. Une mise en œuvre en temps utile et un meilleur contrôle du respect de la législation existante sont également essentiels pour tirer parti des avantages du marché unique européen. Le Conseil rendra compte au Conseil européen de juin 2018 des progrès accomplis dans l'approfondissement et la mise en œuvre du marché unique sous tous ses aspects, ainsi que dans le contrôle du respect des règles qui y sont liées. Afin de se projeter au-delà de la finalisation des différentes stratégies pour le marché unique et de s'orienter vers un marché unique pérenne et équitable, le Conseil européen invite la Commission à continuer de réfléchir à des façons innovantes de saisir les nouvelles possibilités qui se présentent, de relever les défis qui se posent et de supprimer les obstacles qui subsistent. Le Conseil européen prend la mesure des progrès accomplis en ce qui concerne le Fonds européen pour les investissements stratégiques et invite les législateurs à parvenir rapidement à un accord sur la prolongation et le renforcement du Fonds.

S'appuyant sur les conclusions du Conseil de mai 2017, qui préconisent une stratégie pour l'avenir de la politique industrielle, le Conseil européen insiste sur le rôle essentiel de l'industrie, qui constitue un moteur important pour la croissance, l'emploi et l'innovation en Europe. Dans le prolongement de ses propres conclusions antérieures, il demande que des mesures concrètes soient prises pour que le marché unique dispose d'une base industrielle solide et compétitive.

Commerce.

L'UE mènera une politique commerciale solide à l'appui d'un système commercial multilatéral ouvert et fondé sur des règles, l'OMC jouant un rôle central. Forte de sa conviction que le commerce contribue à créer de la richesse et des emplois, elle fera en sorte que les marchés restent ouverts et luttera contre le protectionnisme. L'UE promouvra activement un programme de libre-échange ambitieux sur la scène mondiale. À cette fin, elle s'efforcera de favoriser des conditions de concurrence véritablement équitables, tout en restant vigilante pour ce qui est du respect et de la promotion des normes essentielles, y compris les normes en matière sociale, environnementale, de santé et de protection des consommateurs, qui sont au coeur du mode de vie européen.

Le Conseil européen est convaincu que le commerce et les investissements ne peuvent être libres que s'ils sont également équitables et mutuellement bénéfiques. Il invite par conséquent les colégislateurs à parvenir rapidement à un accord sur des instruments de défense commerciale modernes et compatibles avec l'OMC, qui renforceront la capacité de l'UE à lutter efficacement contre les pratiques commerciales déloyales et discriminatoires et les distorsions de marché. Le Conseil européen demande à la Commission de veiller à leur application rapide et effective par des mesures d'exécution non législatives visant à rendre les pratiques commerciales et les instruments de défense commerciale de l'UE plus réactifs et plus efficaces et de proposer, le cas échéant, des mesures complémentaires. Il demande en outre à la Commission et au Conseil d'approfondir et de faire avancer le débat sur la manière d'améliorer la réciprocité dans le domaine des marchés publics et des investissements. Dans ce contexte, il salue l'initiative de la Commission visant à maîtriser la mondialisation et, entre autres, à analyser les investissements réalisés par des pays tiers dans des secteurs stratégiques, dans le plein respect des compétences des États membres. Le Conseil européen reviendra sur cette question au cours d'une de ses futures réunions.

Le Conseil européen souhaite que des progrès soient réalisés dans toutes les négociations menées actuellement, y compris avec le Mexique, le Mercosur et la région Asie-Pacifique, en vue de la conclusion d'accords de libre-échange ambitieux et équilibrés, la réciprocité et les avantages mutuels constituant des principes directeurs. Le Conseil européen se félicite des progrès accomplis récemment dans les négociations menées avec le Japon, lesquels pourraient ouvrir la voie à la conclusion d'un accord politique.

Le Conseil européen approuve dans l'ensemble les recommandations intégrées par pays examinées par le Conseil, ce qui permet de clôturer le Semestre européen 2017 ».

À la lecture de ces conclusions, on soulignera l'importance accordée à la politique industrielle, au souci de « lutter contre les pratiques commerciales déloyales et discriminatoires et les distorsions de marché », mais par « des mesures d'exécution non législatives » et compatibles avec l'OMC, à « l'initiative de la Commission visant à maîtriser la mondialisation et, entre autres, à analyser les investissements réalisés par des pays tiers dans des secteurs stratégiques, dans le plein respect des compétences des États membres ».

Par conséquent, sur ce thème économique, les conclusions du Conseil ne sont pas aussi déterminées qu'on ne l'est en France sur les travailleurs détachés et sur la surveillance des investissements chinois en Europe. Par contre, elles mettent beaucoup plus qu'on ne le fait en France l'accent sur le rôle de l'industrie dans la compétitivité de l'économie.

À l'issue du Conseil, E. Macron et A. Merkel ont donné ensemble une conférence de presse : le Président français s'est félicité que la France et l'Allemagne aient préparé ce conseil ensemble et que cette conférence de presse se tienne car il estime que l'Europe peut avancer lorsque les deux pays parlent d'une même voix : « c'est plus qu'un symbole, c'est une véritable éthique de travail » ; la symbiose entre les deux pays est une condition certes non suffisante mais nécessaire pour que l'Europe avance. Pour lui, l'Europe est la meilleure protection contre les différents défis mondiaux actuels. A. Merkel s'est félicitée elle aussi du rôle qu'ont eu les préparatifs menés en commun par les deux pays dans la réussite du Conseil et de la convergence des points de vue sur de très nombreux sujets. Pour elle, préparer l'avenir de l'Europe à 27 est au moins aussi important que les négociations sur le Brexit. Elle a évoqué le rapport fait par Mario Draghi sur la situation économique de l'UE, qui s'améliore. Le cas grec n'a pas été évoqué, ce qui est en soi une très bonne chose selon E. Macron et A. Merkel, car cela démontre que des solutions ont été trouvées. Seule, A. Merkel a parlé de la monnaie unique, en souhaitant qu'elle soit renforcée. Toutefois, lors des réponses aux questions des journalistes, E. Macron a eu l'occasion de reconnaître un manque de solidarité envers les pays qui ont été les plus touchés par la crise des années 2007 et suivantes (chocs asymétriques) : il souhaite parachever le travail sur l'Union économique et la zone euro et aller plus loin.

Le 23, l'agence Moody's relève la note de la dette de long terme de la Grèce d'un cran, de Caa3 à Caa2, et améliore la « perspective, de « stable » à « positive ». Cela devrait faciliter le retour de la Grèce sur les marchés financiers comme l'envisage depuis quelques jours le gouvernement d'A. Tsipras, après la réunion de l'Eurogroupe du 15 de ce mois et la détente des taux grecs à 10 ans (leur rendement est aux environs de 5,5%). La Grèce aurait le soutien du MES.

Le mercredi 28, la Commission précise les scénarios entre lesquels les États membres devront choisir pour le financement du budget européen après le Brexit : le départ du RU coûtera à ce budget une dizaine de milliards d'euros par an. Aucun contributeur ne veut payer davantage et aucun pays bénéficiaire des fonds européens ne veut en recevoir moins ! Et, en plus, de nouvelles priorités s'imposent en termes de sécurité, de défense, d'accueil des réfugiés, ... Par conséquent, s'imposeront sans doute des redéploiements et même des économies de dépenses, et de nouvelles recettes.

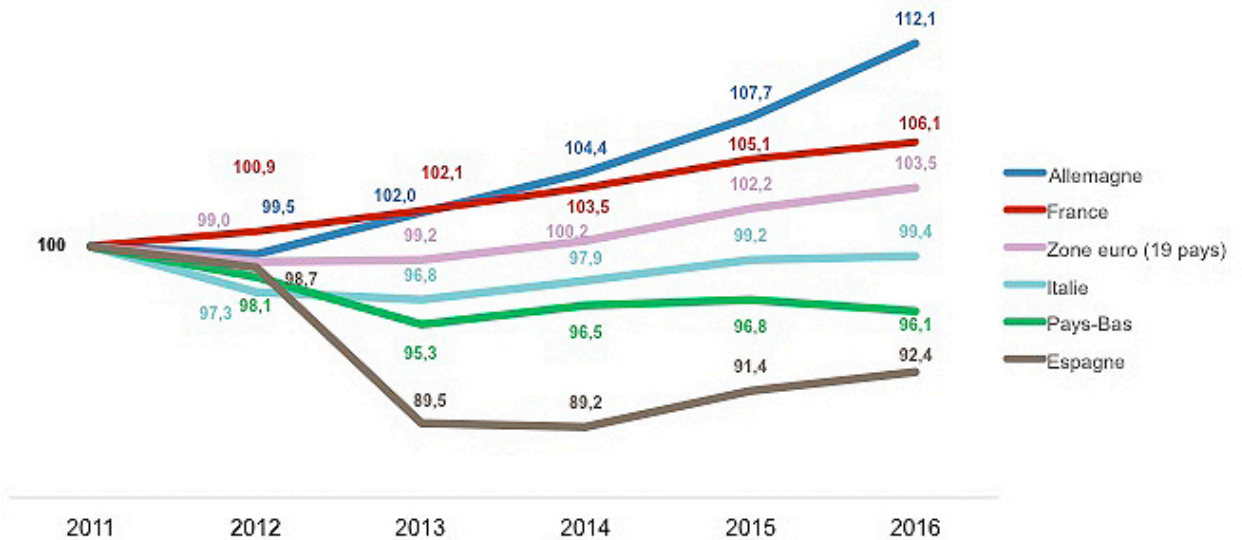
Également le 28, se termine à Sintra, au Portugal, le quatrième forum annuel - de 3 jours - organisé par la BCE auquel participent d'autres banquiers centraux et de nombreux économistes « distingués ». Les questions traitées sont de savoir quels peuvent être les moteurs de la croissance de demain, de savoir pourquoi la productivité s'est mise à ralentir au milieu des années 2000, savoir aussi si les robots vont détruire beaucoup d'emplois, etc. Une façon pour les Banques centrales de proposer des recommandations pour en quelque sorte les décharger un peu du poids qu'elles supportent dans la mesure où elles sont un peu les seules, par l'intermédiaire de leur politique monétaire accommodante, à soutenir l'activité macroéconomique.

Dans son dernier numéro de juin, daté du 28, la revue Challenges publie un article de l'économiste J. Couppey-Soubeyran qui, pour mieux surveiller les risques financiers propres à chaque pays membre de la zone euro, recommande fortement des instruments capables de prévenir les déséquilibres en régulant les cycles financiers de chaque pays. Un instrument existe déjà, c'est le Conseil européen du risque systémique (créé en décembre 2010) : il faut qu'il complète l'action de la BCE en s'occupant de l'ajustement macro-conjoncturel et contra-cyclique. Son rôle est d'autant plus important que la politique monétaire unique a tendance à accroître les divergences et que « dans nos économies financiarisées à l'excès, les déséquilibres financiers et économiques s'entretiennent les uns les autres ».

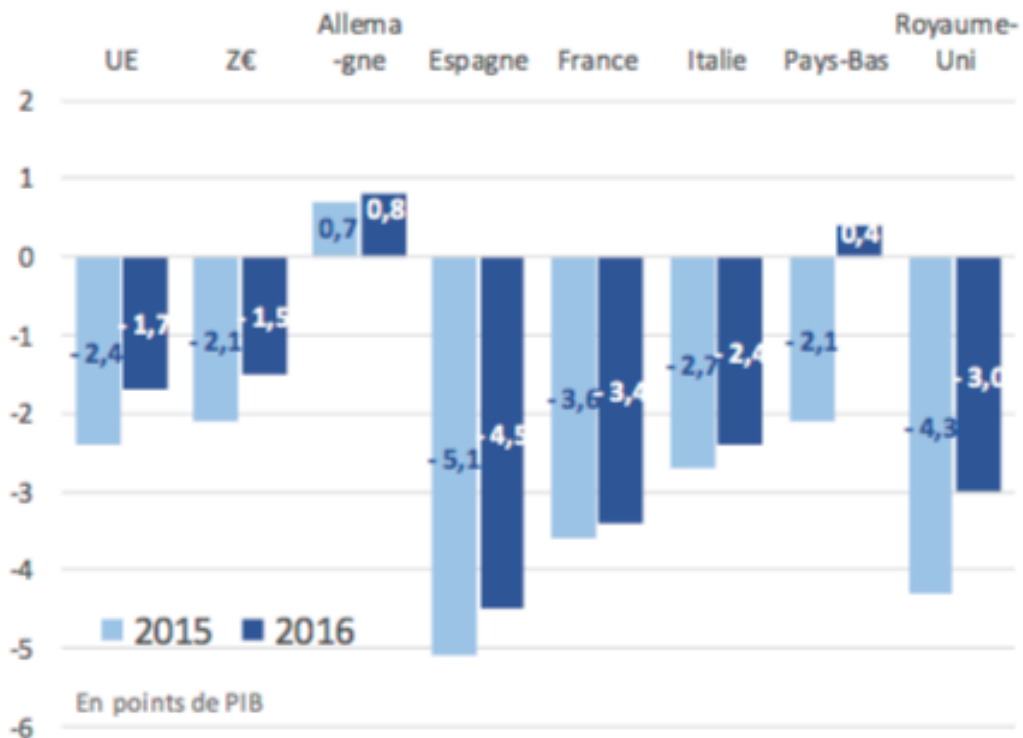
Le jeudi 29, publication par la Cour des comptes de son rapport sur « la situation et les perspectives des finances publiques », qui contient l'audit des finances publiques demandé par le nouveau Premier ministre : https://www.ccomptes.fr/sites/default/files/2017-06/20170629-RSPFP_0.pdf

Parmi les graphiques les plus parlants et les réflexions les plus intéressantes, on trouve :

Une évolution de la dépense publique supérieure à celle de nos voisins

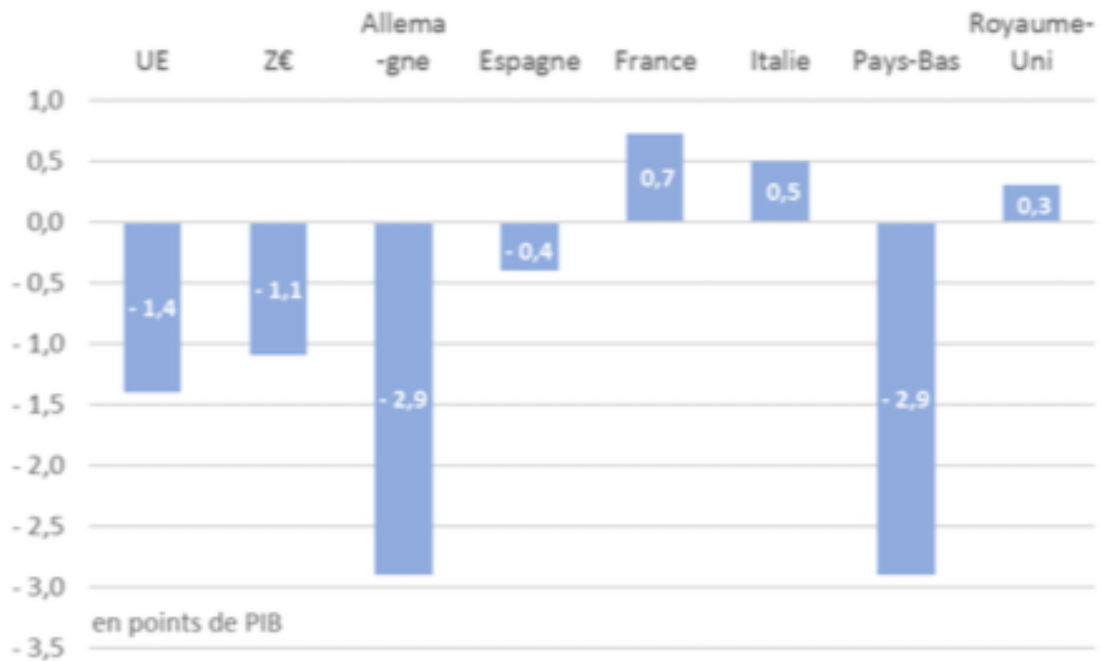


Graphique n° 1 : soldes publics en 2015 et 2016 en Europe (en points de PIB)



Source : Cour des comptes à partir des données de comptes nationaux d'Eurostat

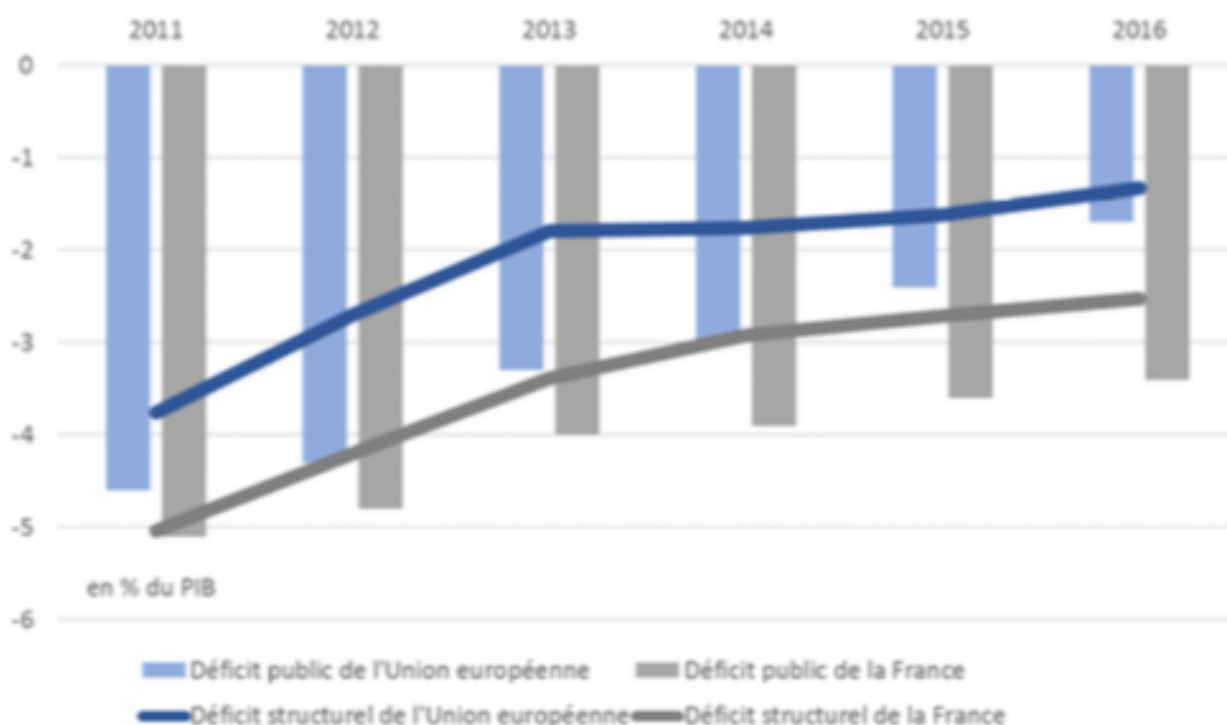
Graphique n° 2 : variation de la dette publique entre 2015 et 2016 en Europe (en points de PIB)



Source : Cour des comptes à partir de données d'Eurostat

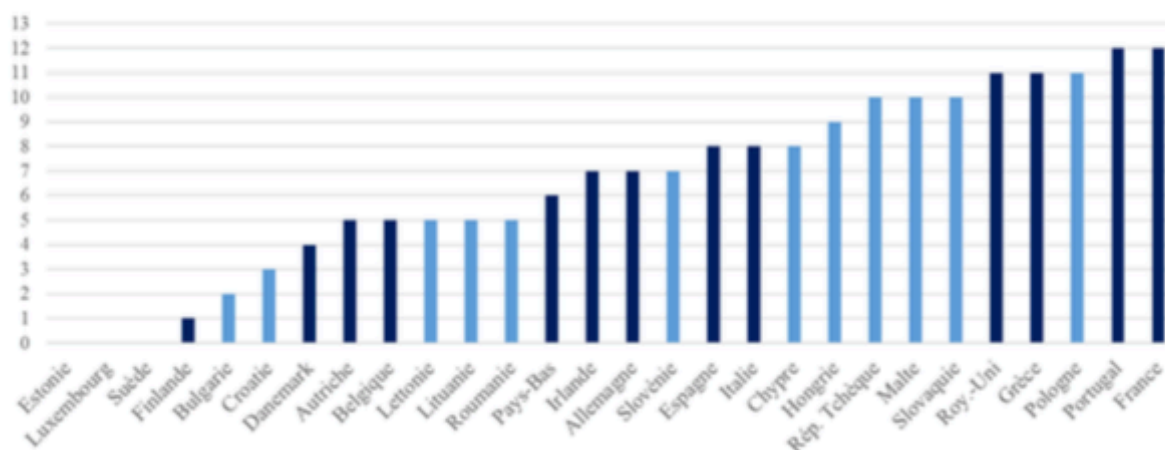
« Au cours des cinq dernières années, la réduction des déficits a été plus lente que celle de la zone euro, et la dette publique française n'a cessé d'augmenter, ce qui la place désormais au-dessus de celle de la zone euro. L'ajustement des finances publiques, qui a d'abord été obtenu par des hausses de prélèvements obligatoires, est désormais opéré par les dépenses, mais le ralentissement de la dépense, en partie imputable à des facteurs exceptionnels, n'est pas à la hauteur de celui opéré par nos partenaires européens ».

Graphique n° 4 : déficits publics effectif et structurel en France et dans l'Union européenne de 2011 à 2016 (en points de PIB)



Source : Eurostat et AMECO (prévisions de printemps de la Commission)

Graphique n° 5 : nombre d'années passées en procédure pour déficit excessif (PDE) depuis 2002



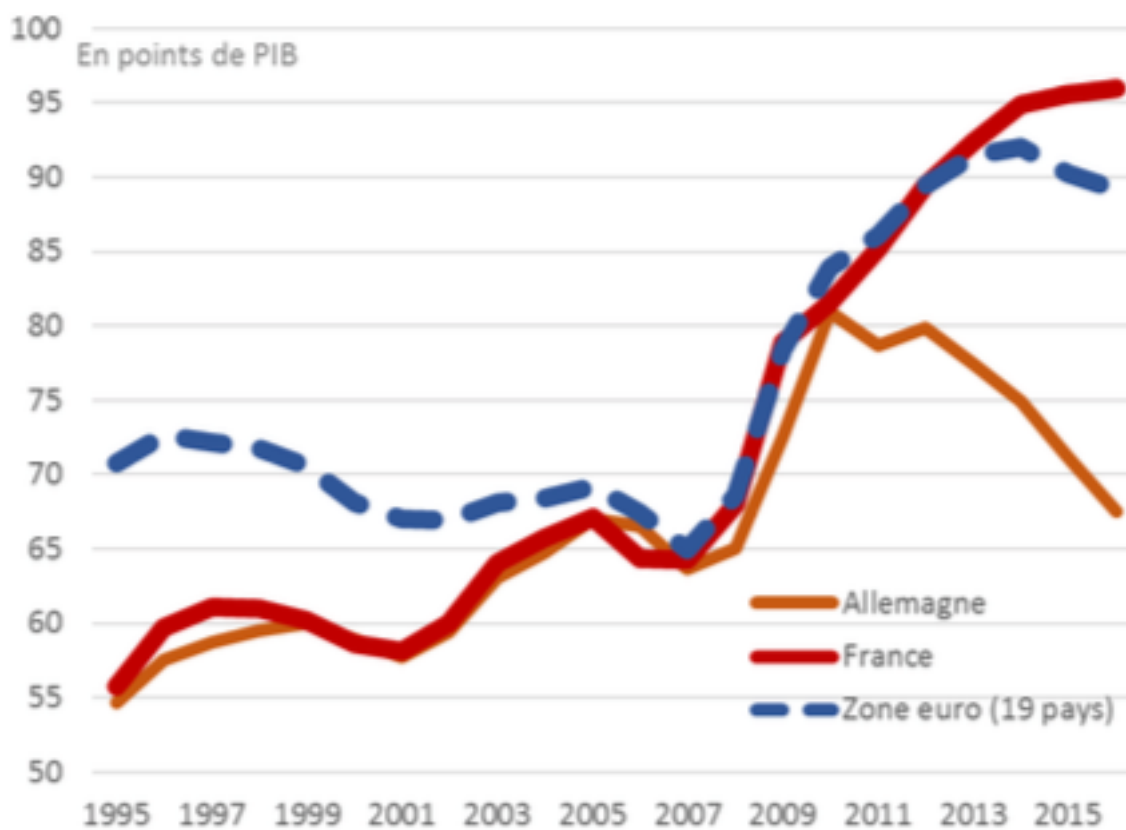
Source : Cour des comptes à partir de données de la Commission européenne

Note de lecture : le graphique présente pour chaque pays le nombre d'années passées en procédure de déficit excessif (PDE), c'est-à-dire au-dessus du seuil de 3 points de PIB. Les pays avec des histogrammes en clair sont ceux qui ont intégré l'Union européenne postérieurement à 2002.

Méthodologie : les années sont comptabilisées à partir de l'année de la décision de la mise en œuvre de la PDE par le Conseil, jusqu'à l'année N-1 de la décision de la suppression de la PDE par le Conseil. Par exemple, pour une PDE mise en œuvre par le Conseil en janvier 2004 à l'encontre de l'État membre et supprimée en juin 2009, les années 2004, 2005, 2006, 2007 et 2008 (soit cinq ans) sont comptabilisées.

« Le retard persistant par rapport à nos partenaires dans le rééquilibrage de nos finances publiques se traduit par le fait que la France est, avec le Portugal, le pays européen qui a passé depuis 2002 le plus d'années en procédure de déficit excessif ».

Graphique n° 6 : dette publique en France, en Allemagne et dans la zone euro (en points de PIB)



Source : Cour des comptes à partir des données d'Eurostat

« La dette publique de la France a commencé à diverger de celle de l'Allemagne en 2010 et l'écart atteint désormais près de 30 points de PIB. Vis-à-vis de la zone euro, la divergence est plus récente (2014), mais l'écart se creuse également et approche 7 points de PIB ».

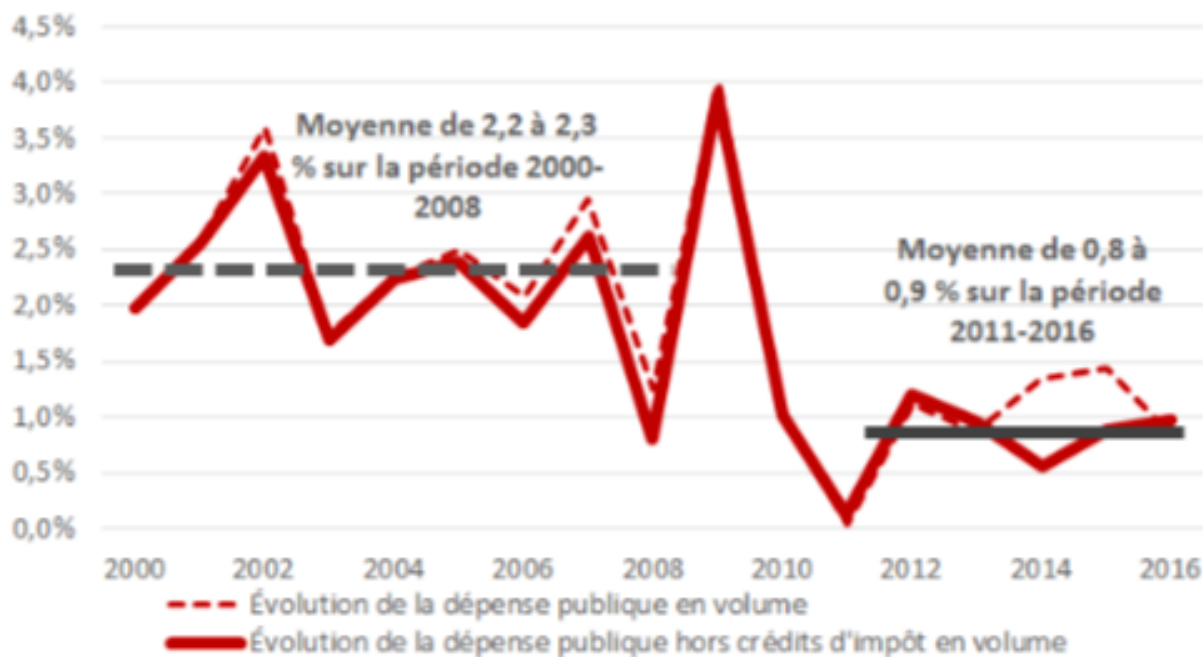
Notons au passage ici que l'endettement privé est encore plus important que l'endettement public puisqu'il atteignait en 2016 128% du PIB (56,4% pour les ménages et 71,3% pour les entreprises) : un tel taux d'endettement privé ne peut que peser sur la croissance en général et sur celle de l'investissement en particulier, et peut générer des bulles spéculatives.

Tableau n° 6 : évolution des prélèvements obligatoires entre 2011 et 2016 (en Md€)

	Évolution spontanée	Mesures nouvelles	Variation totale	Montant	Taux de PO
2011	31,1	20,4	51,5	876,7	42,6
2012	15,2	22,8	38	914,7	43,8
2013	2,6	29,5	32,1	946,8	44,8
2014	9,7	2,4	12,1	958,9	44,6
2015	18,3	-2,2	16,1	975,0	44,4
2016	19,6	-4,0	15,6	990,7	44,4

Source : Calculs Cour des comptes, à partir des données de l'Insee, des rapports économique, social et financier des années 2012 à 2016 et du Programme de stabilité d'avril 2017

Graphique n° 8 : évolution des dépenses publiques en volume



Source : Cour des comptes à partir de données Insee

« Le ralentissement de la dépense n'est pas imputable à la seule action des pouvoirs publics. Il est dû aussi à des facteurs en large part exogènes : ainsi, de 2012 à 2016, la baisse des taux a permis une diminution de la charge d'intérêts de 11,6 Md€ (- 22 %), malgré une forte augmentation de la dette sur la période. La dépense publique a ainsi été ralentie de 0,3 point par an en moyenne par la baisse de la charge d'intérêts. Hors charge d'intérêts, elle a crû en moyenne de 1,2 % de 2012 à 2016. Sur cette période, la dépense a également été freinée, à hauteur de 0,2 point, par la baisse de l'investissement des collectivités territoriales. Or, même si elle a pu être amplifiée par la réduction des dotations de l'État, cette baisse de l'investissement local traduit principalement l'impact du cycle électoral communal. (...) Si la dépense a continué de croître à un rythme supérieur à 1 % hors charges d'intérêts, c'est notamment parce que la mise en œuvre du programme d'économies de 50 Md€ annoncé par le Gouvernement à l'occasion du Programme de stabilité d'avril 2014 n'a pas été à la hauteur des ambitions initiales ».

« Les constats effectués par la Cour font apparaître l'importance des éléments d'insincérité contenus tant dans le projet de loi de finances soumis à la représentation nationale à l'automne 2016 que dans le Programme de stabilité transmis à la Commission européenne en avril 2017. (...) Atteindre l'objectif du Programme de stabilité impose dès lors un freinage de la dépense bien supérieur à celui opéré en moyenne entre 2011 et 2016, et correspondant à une stabilisation en volume de celle-ci. Un effort équivalent à celui réalisé entre 2011 et 2016 permettrait une simple stabilisation du déficit. Cet effort devra être accompli alors même que de nombreux facteurs de hausse de la dépense seront à l'œuvre en 2018 ».

Dans son quatrième et dernier chapitre, la Cour des comptes énumère plusieurs pistes pour améliorer nos finances publiques : « assurer un meilleur contrôle de la masse salariale » en agissant à la fois sur les rémunérations, les effectifs et le temps de travail ; « moderniser la gestion des administrations publiques » en renforçant les actions de simplification administrative et en accélérant le développement de l'administration numérique, en resserrant les réseaux territoriaux des administrations, en intensifiant la restructuration de l'immobilier public et en accélérant la rationalisation des politiques d'achat ; « mieux cibler les dépenses fiscales et les dépenses d'investissement » ; « poursuivre la maîtrise des dépenses des collectivités territoriales » « par une clarification des missions des différents échelons de collectivités pour éviter les doublons et réduire la complexité administrative et, d'autre part, par la poursuite de l'encadrement de la dépense locale ». Selon la Cour, il faut aussi rendre les politiques publiques plus efficaces. « Certaines politiques concernent principalement, voire exclusivement, une catégorie d'administrations publiques : l'État pour l'éducation, la sécurité et le logement ; les administrations de sécurité sociale pour la santé et les retraites. D'autres sont partagées entre les trois catégories d'administrations, comme les politiques en faveur de l'emploi et de la formation professionnelle et les politiques de solidarité (...) Les politiques publiques examinées par la Cour, qui représentaient environ 800 Md€ en 2015, soit les deux tiers du total des dépenses publiques, sont de nature très diverse : certaines relèvent d'une logique de transferts sociaux (les retraites par exemple) ; d'autres associent à ces transferts des

objectifs d'amélioration des conditions d'existence, d'insertion ou de retour à l'emploi (politiques du logement, les politiques de l'emploi) ; d'autres enfin visent principalement des objectifs de sécurité, d'éducation ou de santé publique. Quels que soient leur nature ou leurs objectifs, ces politiques, tout comme d'autres non évoquées dans ce rapport (jeunesse et sports, culture, développement durable, solidarité, famille, etc.), recèlent d'importantes marges d'amélioration que la Cour analyse régulièrement dans ses différents rapports. Renforcer l'efficacité des politiques publiques impose, dans la plupart des cas, de remédier à un défaut permanent de ciblage et d'évaluation ».

Vendredi 30, décès de Simone Veil. Lors des premières élections européennes au suffrage universel direct en 1979, Simone Veil est élue députée, puis Présidente du Parlement européen mi-juillet. Elle devient donc la première Présidente du Parlement directement élue et la première femme à la tête d'une institution européenne. Le mercredi 5 juillet, lors de l'hommage national qui lui sera rendu, le Président Macron annonce que, avec l'accord de la famille, Simone Veil reposera au Panthéon avec son époux.

En juin, l'INSEE fait paraître une note sur ce « Que nous disent les entreprises sur les barrières à l'embauche ? ». Il apparaît que l'argument de la rigidité du marché du travail est loin d'être la raison principale puisque « **Les embauches sont freinées par l'incertitude sur la situation économique (barrière citée par 28 % des entreprises), la difficulté à trouver de la main-d'œuvre compétente (27 % des entreprises), un coût de l'emploi jugé trop élevé (23 % des entreprises) et par la réglementation du marché de l'emploi (18 % des entreprises).** (...) Les barrières à l'embauche liées à la législation encadrant le marché du travail semblent jouer des rôles d'importance comparable, les risques juridiques liés à un licenciement (14 %) étant légèrement plus souvent cités que leur coût (10 %) ».

Le 30 juin, l'euro cote 1,1427\$, après avoir coté 1,1279 le 2, 1,1194 le 9, 1,1184 le 16 et 1,1183 le 23.

• Juillet 2017 ->

Le lundi 4, au Château de Versailles, discours devant le Congrès du Président de la République E. Macron.

À la fin de ce long et beau discours, E. Macron parle de l'Europe, et nous mettons en gras les passages qui nous semblent les plus porteurs d'espérance :

« Pour réussir à tenir ce cap, **nous avons besoin d'une Europe plus forte et refondée.** Plus que jamais nous avons besoin de l'Europe ; or elle est affaiblie par les divisions et par le doute qui s'est installé dans notre peuple. Pourtant l'Europe est chez nous autant que nous sommes en Europe, parce qu'il est impossible de penser notre destinée continentale autrement qu'au travers du projet Européen. L'Europe, c'est nous ; et c'est aussi autre chose que nous-mêmes. C'est à la fois l'intime et l'étranger. Elle est gravée dans la chair de notre histoire. Hier, dans les conflits les plus meurtriers mais aussi dans des dialogues philosophiques, scientifiques, artistiques qui ont tissé l'histoire de l'humanité, aujourd'hui dans un effort de concorde et de paix sans précédent. Négliger l'Europe, s'habituer à n'en faire qu'un objet de négociations techniques, c'est abdiquer notre histoire, c'est diminuer la France. **Or, la construction européenne est fragilisée par la prolifération bureaucratique et par le scepticisme croissant qui en découle. Je crois fermement à l'Europe, mais je ne trouve pas ce scepticisme injustifié. Je vous propose de reprendre de la hauteur, de sortir de la tyrannie des agendas et des calendriers et des méandres de la technique.** La décennie qui vient de s'achever a été pour l'Europe une décennie cruelle. Nous avons géré des crises mais nous avons perdu le cap. Face à cet échec, qu'il faut avoir le courage de regarder en face et dont le "Brexit" n'est qu'un symptôme, certains voudraient nous faire croire qu'il n'y a d'autre choix que l'abandon de l'euro, de l'Union, le retour des frontières et la résurrection du passé, d'ailleurs idéalisé, de la souveraineté. Je tiens que cette option serait tragique et pour la France et pour l'Europe. **Il revient aujourd'hui à une génération nouvelle de dirigeants de reprendre l'idée européenne à son origine, qui est politique dans son essence : une association volontaire, réaliste et ambitieuse d'Etats décidés à faire prévaloir des politiques utiles en matière de circulation des personnes et des biens – et notamment de la jeunesse, en matière de sécurité, en matière monétaire et fiscale mais aussi culturelle et politique.** Les pays de l'Europe pour lesquels celle-ci ne se réduit pas au marché, mais dessine un espace où une certaine idée de la valeur de l'homme, et l'exigence de justice sociale, sont reconnus comme prééminents, doivent se ressaisir d'un projet décisif et s'organiser en conséquence, fût-ce au prix d'un examen sans complaisance de notre fonctionnement actuel. Il revient à la France d'en prendre l'initiative. Je souhaite le faire grâce et par le travail étroit que j'ai d'ores et déjà engagé avec la Chancelière d'Allemagne. D'ici la fin de l'année, sur cette base, nous lancerons partout en Europe des conventions démocratiques. Libre à chacun ensuite d'y souscrire ou non. **Mais le temps n'est plus aux accommodages. Il faut donc reprendre l'Europe à son début, si je puis dire, à son origine même, et faire revivre le désir d'Europe. Comment ? Précisément, en ne laissant pas le monopole du**

peuple et des idées aux démagogues ou aux extrémistes. En ne faisant pas de l'Europe un syndicat de gestion de crise, qui cherche chaque jour à allonger son règlement intérieur parce que les voisins ne se font plus confiance. Mais surtout en retrouvant le souffle premier de l'engagement européen, cette certitude où furent les visionnaires des siècles passés et les pères fondateurs de l'Europe que la plus belle part de nos histoires et de nos cultures s'exprimerait non dans la rivalité, encore moins dans la guerre, mais dans l'union des forces. N'est-ce pas cette union dont notre temps a besoin ? Les défis de la modernité ont ceci de commun qu'ils dépassent nos frontières nationales mais requièrent, pour être affrontés, une vision commune du monde et de l'homme, une vision trempée aux mêmes sources, forgée par les mêmes épreuves. Ces défis sont la transition écologique, qui refonde le rapport de l'homme et de la nature ; la transition numérique, qui réécrit les règles sociales et nous oblige à réinventer ce droit continental où depuis tant de siècles nous avons voulu que la norme respecte l'homme ; c'est enfin le défi de l'humanisme contemporain face aux dangers du fanatisme, du terrorisme, de la guerre, auquel nous répondrons par une Défense plus européenne en cours d'édification, mais aussi par une Europe de la culture et de l'innovation. La paix n'est pas seulement le socle de l'Europe, elle en est en l'idéal, toujours à promouvoir, ici et dans le monde. Nous rompons avec les facilités que nous nous étions données au cours des années précédentes pour être à la hauteur de ce que le moment exige de nous. Fernand Braudel le disait, "L'Europe ne sera pas si elle ne s'appuie sur ces vieilles forces qui l'ont faite, qui la travaillent encore profondément, d'un mot si l'on néglige tous ses humanismes vivants". Ne les négligeons plus ».

Notre interprétation personnelle est qu'E. Macron fixe le cap d'une Europe politique et confédérale - l'Europe des États-nations à la façon de C. De Gaulle. C'est déjà beaucoup ! Mais, même si le but de ce type d'intervention est de « prendre de la hauteur » et s'il est important de vouloir « refonder » l'Europe, rien n'est dit sur la crise de l'euro : il est dommage qu'E. Macron n'ait pas réaffirmé sa conviction qu'il faut traiter au fond et rapidement la crise de l'euro (rappelons encore que fin septembre 2015, il a affirmé que « l'absence de proposition est un choix : c'est la sortie de l'euro » et que la zone euro peut disparaître dans 10 ans « si rien ne bouge »). Pour refonder l'Europe, E. Macron compte beaucoup sur la relance du « couple franco-allemand ». Formons alors le vœu qu'il s'agira d'une relation équilibrée entre les deux pays, que les autres ne seront pas pour autant oubliés, et que l'Allemagne saura par conséquent réviser son idéologie ordolibérale qui l'inspire depuis longtemps et qu'elle a diffusée dans les institutions européennes.

Le lendemain, le mardi 4, déclaration de politique générale du Premier ministre Édouard Philippe à l'Assemblée nationale. Bien que cette déclaration ait pour but de préciser les mesures que le gouvernement compte prendre pour que le pays suive le cap défini la veille par le Président, quelques minutes seulement sont consacrées à l'Europe et rien n'est dit sur la crise de l'euro ; tout au plus, reprenant seulement le principe énoncé souvent par E. Macron, É. Philippe indique au détour d'une phrase qu'il faut « œuvrer pour une Europe qui protège, qui pourra s'appuyer sur une zone euro mieux gouvernée et qui saura faire progresser sa politique de défense ». Par contre, le Premier ministre parle entre autres détails du prix du paquet de cigarettes : cela indique clairement quelle est la hiérarchisation des objectifs et des politiques qu'il est question de mettre en œuvre ! Mais, comme prévu, la confiance est donnée au Gouvernement Philippe 2 : 370 voix « pour », 67 « contre » et 129 abstentions.

Dans son premier numéro de juillet (daté du 6), le périodique Challenges fait paraître un article d'A. Bénassy-Quéré, Présidente déléguée du Conseil d'analyse économique (CAE) : « Politiques, donnez de la voix aux économistes ! ». On trouve dans cet article une explication du manque de qualité des politiques économiques menées en France, dénoncé à plusieurs reprises ici. En effet, nous sommes persuadés que la place dans la compétition internationale et les performances économiques d'un pays ont quelque chose à voir avec la qualité des décisions de politiques économiques, et par conséquent avec les compétences du personnel politique en matière économique. À partir d'une statistique provenant de RePEc (Research Papers in Economics) qui est, depuis 1997, un projet collaboratif de plusieurs centaines de volontaires de 79 pays pour assurer la plus large diffusion possible de la recherche en économie, A. Bénassy-Quéré déplore que la France n'ait, sur les 100 meilleurs économistes, que 9 présents dans des instances officielles de décision publique, contre 30 aux États-Unis, 15 en Allemagne, 13 au R.-U et 12 en Italie. Elle fait remarquer aussi, au passage, que depuis 1980, aucun gouverneur ou sous-gouverneur de la Banque de France n'a été titulaire d'un doctorat en économie...

L'EURO

Il est évident que l'économie de notre pays aurait tout à gagner d'une bien plus grande collaboration entre les gouvernants et les chercheurs en économie. Ajoutons qu'elle aurait beaucoup à gagner aussi si l'enseignement d'économie et gestion avait davantage d'importance dans notre système éducatif.

Le samedi 8, publication par le journal Le Monde d'un entretien donné par Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE. Selon lui, l'amélioration du fonctionnement de la zone euro passe à la fois par des réformes dans les États membres et dans les institutions européennes.

Dans ses réponses, on lit notamment : « Rendre le marché du travail plus flexible peut libérer les énergies, mais cela nécessite aussi de sécuriser les parcours des travailleurs et de réformer leur formation. Il y a aussi un problème d'adéquation entre l'offre productive de la France et la demande étrangère, dont témoigne son déficit extérieur, l'un des plus élevés de la zone euro. Ce déficit n'est pas dû à un marché du travail trop rigide mais à l'inadéquation des compétences. Le cœur des réformes de l'économie française doit donc porter sur la formation et l'éducation. (...) En l'absence de réformes, la croissance va tôt ou tard s'épuiser. Il est donc urgent que la zone se prépare aux chocs futurs en recréant des marges de manœuvre budgétaires. Les pays les plus endettés, dont la France et l'Italie, doivent profiter de l'embellie actuelle pour assainir leurs finances publiques. (...) Le bon fonctionnement du couple franco-allemand est nécessaire mais par il n'est pas suffisant. L'Italie est une pièce maîtresse de la construction européenne. Nous avons besoin, aujourd'hui, qu'elle soit une force de proposition et de soutien à l'euro ».

Le dimanche 9 se terminent les 17èmes Rencontres économiques d'Aix-en-Provence consacrées « À la recherche de nouvelles formes de prospérité ». En dehors d'une maconmania ambiante parfois pesante, on notera que lors de deux sessions consacrées directement à la question européenne, la pensée unique a franchement dominé. Ce fut le cas pour celle intitulée « L'euro est-il vraiment un vecteur de richesses ? » (heureusement que le coordonnateur Christian Saint-Étienne a émis d'importantes réserves sur le sujet) et pour celle intitulée « L'UE et la tentation de l'Exit » où tous les scénarios possibles ont été envisagés, sauf celui d'une sortie de l'euro qui est devenu tabou.

Le mercredi 12, lors d'une conférence de presse, M. Barnier répond fermement à la déclaration de la veille de B. Johnson (« l'UE peut toujours courir pour avoir son chèque »). Le deuxième cycle de négociations entre l'UE et le RU qui doit commencer dans quelques jours s'annonce difficile.

Le jeudi 13 est une date marquante pour la zone euro.

Elle est en effet marquée par deux événements porteurs d'espoirs.

- Le premier est l'entretien exclusif que le Président Macron accorde à Ouest-France ; publié simultanément dans des journaux du groupe allemand Funke.

Nous reproduisons ci-dessous de larges extraits de cet entretien parce que le Président français y livre très clairement sa stratégie européenne.

L'entretien d'E. Macron commence en précisant sa conception de l'Europe : « L'Europe est d'ores et déjà à plusieurs vitesses. Le statu quo ce serait d'accepter une Europe de plus en plus bureaucratique, qui n'explique plus aux citoyens où elle veut les emmener et qui fonctionne, telle une machine, plus qu'elle n'unit. Mon obsession est de revenir à la racine : l'Europe a été fondée sur une promesse de paix, de progrès, de prospérité.

Il faut aujourd'hui un projet qui puisse renouer cette promesse : une Europe qui inspire davantage, un processus de conventions démocratiques que je veux lancer dès l'hiver prochain, que l'on bâtit sur des sujets de culture et d'éducation, une Europe qui protège face à la mondialisation et qui prépare un nouveau modèle de société et de croissance. Il faudra à un moment des changements de traités, parce que cette Europe est incomplète ; la question n'est pas de savoir si ces changements seront nécessaires, mais quand et comment ».

Question : Vous êtes pour un président de la zone euro. Qui aurait un droit de regard sur nos choix budgétaires nationaux ? En réponse à cette question importante, E. Macron renoue avec une analyse qu'il faisait quand il était ministre de l'économie et qui rejoint de nombreux raisonnements tenus ici même :

« Je veux que la zone euro ait plus de cohérence, de convergence. Elle ne fonctionne pas bien parce qu'elle a nourri les divergences. Ceux qui étaient déjà endettés se sont retrouvés plus endettés. Ceux qui étaient compétitifs se sont retrouvés plus compétitifs.

Il y a des gagnants : l'Allemagne en fait partie parce qu'elle a su faire les réformes et je salue les efforts qu'elle a faits. Mais l'Allemagne bénéficie aussi des dysfonctionnements de la zone euro. Cette situation n'est pas saine parce qu'elle n'est pas durable ».

Réflexion du journaliste : C'est-à-dire les distorsions de concurrence...

« Non pour mutualiser les dettes passées, mais il s'agit plutôt de marier la convergence et les solidarités au sein de l'Union européenne et de la zone euro pour mettre en place des mécanismes de solidarité plus puissants pour l'avenir. C'est la clé d'une union durable.

En France, s'il n'y avait aucun transfert entre l'Île-de-France et les départements ruraux, l'unité nationale ne tiendrait pas longtemps. Pour cela, il faut un budget, un gouvernement qui décide de l'allocation de ce budget et un contrôle démocratique qui n'existe pas aujourd'hui ».

Question : Faut-il reprocher à l'Allemagne d'être performante ou créer les conditions pour que le reste de l'Europe gagne en compétitivité ?

« Jamais je n'ai reproché à l'Allemagne d'être compétitive. Mais une partie de la compétitivité allemande est due aux dysfonctionnements de la zone euro, à la faiblesse d'autres économies. Car la compétitivité est un concept relatif : on est compétitif par rapport à ses voisins.

L'Allemagne a formidablement réformé, elle dispose d'une économie solide, mais qui a des fragilités démographiques, des déséquilibres économiques et commerciaux avec ses voisins et des responsabilités partagées pour donner à la zone euro le destin qu'elle mérite. Elle doit bouger, comme la France doit bouger ».

Question : L'Allemagne doit faire quoi ?

« Elle doit accompagner une relance de l'investissement public et privé en Europe. Je n'ai pas de leçons à donner ; mais nous devons trouver quel est le bon scénario sur le plan macroéconomique. Je suis d'ailleurs frappé de voir combien la Chancelière a conscience que la réussite allemande passe par la réussite européenne ».

Question : L'Allemagne ne prendra la France au sérieux qu'au prix de réformes importantes.

Quelles preuves de confiance est-vous en mesure de lui donner aujourd'hui ?

« Je ne raisonne pas en termes de gages à donner à tel ou tel. Mais je raisonne en termes d'efficacité et de crédibilité pour notre pays. En mettant en œuvre sans attendre les promesses de campagne, je pense que nous sommes au rendez-vous de nos obligations. La France doit réformer son économie pour lui donner plus de vigueur. Nous avons le double défi de la compétitivité et de l'égalité ».

• Le second événement prouve la capacité de persuasion du Président français. Celle-ci se manifeste lors du Conseil des ministres franco-allemand qui se tient à Paris ce même jeudi puisque la Chancelière Merkel n'a « rien contre un budget de la zone euro » ni contre un ministre européen des finances et qu'elle estime que faire évoluer le système économique et monétaire européen vers une sorte de FMI est un très bon projet. A. Merkel est favorable à « un calendrier très ambitieux pour la zone euro » et « nous n'allons pas traîner », promet-elle. Mais toute décision concrète doit attendre les élections générales en Allemagne du 24 septembre parce que le Parlement doit être consulté sur de « telles évolutions de fond ».

Dans son volet « Finances », le compte-rendu du Conseil (<http://www.france-allemande.fr/IMG/pdf/fiches-thematiques.pdf>), indique : « Le groupe de travail mis en place par les Ministres des finances le 22 mai dernier s'est déjà réuni à trois reprises. Il est présidé par la directrice générale du Trésor et le Secrétaire d'Etat au BMF chargé des sujets européens et conclura ses travaux d'ici la fin de l'année 2017. Ses travaux vont s'articuler autour de 3 axes. Objectif 1 : l'harmonisation fiscale (« La France et l'Allemagne élaboreront d'ici fin 2017 une position commune concernant la proposition de la Commission d'assiette commune d'impôt sur les sociétés afin d'accélérer l'harmonisation fiscale européenne et – en tenant compte des progrès réalisés sur la directive – permettre la mise en œuvre de mesures de convergence spécifiques sur une base bilatérale (« la France et l'Allemagne « guideront par l'exemple »). Une assiette fiscale harmonisée améliore la transparence et, par conséquent, les conditions d'investissement en Europe. La France et l'Allemagne se fixent l'objectif de parvenir à une position commune d'ici fin 2017 sur les moyens d'éviter la course au moins disant fiscal. La France et l'Allemagne élaboreront d'ici fin 2017 une contribution commune sur la fiscalité du numérique et sur la fiscalité environnementale »). Objectif 2 : le renforcement de la zone euro (« Le contenu des travaux sur le sujet sera développé ultérieurement, mais **la France et l'Allemagne reconnaissent d'ores et déjà que l'architecture actuelle de la zone euro présente des défauts persistants** et partagent la volonté d'envisager de nouvelles initiatives pour la renforcer »). Objectif 3 : La relance de l'UE.

Dans le volet « Économie », se trouvent fixés 2 objectifs. Objectif 1 : Promouvoir une Europe forte en assurant des conditions de commerce ouvertes et équitables, avec en particulier la promotion d'un système multilatéral ouvert et fondé sur des règles, le renforcement des instruments de défense commerciale européenne, le contrôle des investissements étrangers dans les secteurs stratégiques. Objectif 2 : Renforcer la coopération franco-allemande dans l'industrie et le numérique. « La France et l'Allemagne reconnaissent la nécessité d'une politique industrielle européenne volontariste et ambitieuse. (...) La France et l'Allemagne rappellent leur attachement à renforcer la coopération franco-allemande pour remédier à la défaillance du marché du capital-risque pour les investissements supérieurs à 10M€ ». Notons à ce propos qu'au 2^{ème} trimestre 2017, l'Asie a ravi aux États-Unis la première place pour les investissements en capital-risque avec un montant de 19,3 Mds \$ contre 18,8 ; l'Europe additionne seulement 4,4.

L'EURO

Lors de ce Conseil, les ministres des finances ont aussi souhaité le développement du marché secondaire des créances douteuses pour aider les banques à s'en défaire. On aurait pu envisager la création d'une « bad bank » européenne pour racheter ces créances douteuses (les « prêts non performants » – NPL – pour utiliser le terme technique), mais les pays « vertueux » comme l'Allemagne y sont opposés car ils ne veulent pas subventionner l'assainissement des banques des pays moins vertueux.

À la lecture de ce compte-rendu, il apparaît que, sur la zone euro, le diagnostic et les intentions sont là mais que les mesures concrètes se font toujours attendre. Les ministres des finances français et allemand, B. Le Maire et W. Schäuble doivent poursuivre les négociations ; mais celles-ci s'annoncent délicates car les points de vue sont encore très éloignés. Signalons aussi que des avancées importantes ont été faites lors de ce Conseil en matière de défense (système de combat aérien européen et avion de combat franco-allemand) et de nouvelles technologies : la France et l'Allemagne veulent mobiliser 1 milliard d'euros d'investissements publics et privés pour le numérique, les biotechnologies et écotechnologies.

On retrouve la conviction d'É. Macron que la zone euro ne peut survivre qu'au prix d'une réforme profonde mais on comprend aussi qu'une telle réforme ne pourra pas se faire si non seulement la France mais aussi l'Allemagne ne se plient pas à un certain nombre de remises en cause stratégiques ; et l'Allemagne n'y ferme pas la porte, tout au contraire, ce qui est fondamental. Nous aimerions bien que cela corresponde à notre idée de faire sortir la zone euro de la domination ordolibéralo-germanique. Car nous restons convaincus que c'est la condition sine qua non pour que la zone euro soit sauvée sans être obligée de faire le détour en passant par une monnaie commune pour donner le temps à une logique plus fédérale d'émerger, de façon à ce que la monnaie européenne ait enfin son souverain. Mais alors, la France ne pourra échapper à la nécessité de sortir le plus vite possible de la procédure européenne de surveillance budgétaire, ce qui signifie la mise en œuvre de politiques austéritaires (l'Élysée reconnaît lui-même que « la régulation budgétaire est par construction quelque chose d'un peu brutal »), avec comme facteur aggravant que ces politiques peuvent ne pas être judicieusement choisies, comme c'est le cas quand on privilégie des coups de rabot appliqués aux missions régaliennes de l'État (sur la question de la réduction des dépenses publiques, avec la critique de la tactique des « coups de rabot », voir l'étude du Conseil d'analyse économique parue ce mois : « Quelle stratégie pour les dépenses publiques » de M. Bacache-Beauvallet, D. Bureau, F. Glavazzi et X. Ragot ; <http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/cae-note043.pdf>). De surcroît, faire une volte-face sur les réductions d'impôts comme celle que le gouvernement français vient de faire en l'espace d'une semaine n'est pas mettre correctement en musique la ligne de conduite que se donne É. Macron et qu'il rappelle dans Ouest-France : « il faut donner des signaux clairs dès le début ».

Suite à l'adoption le 13 juillet du projet de loi d'habilitation pour réformer le code du travail par ordonnances, Le Monde fait paraître dans son édition du 15 juillet plusieurs articles sur cette réforme. Sur son contenu même, s'opposent J.-D. Combrexelle (« Le nouveau droit du travail n'est pas une régression ») et A. Fretel / F. Lerais (« Les réformes menées en Europe ont rendu plus floues les frontières du chômage »). L'article de T. Lagoarde-Segot et B. Paraque envisage la question de manière plus politico-idéologique : « nous assistons à travers cette réforme (...) au parachèvement de la fusion entre technocratie et autoritarisme. (...) La propension du discours sociotechnique ambiant à isoler les phénomènes économiques du reste des phénomènes sociaux pour les analyser séparément relève d'un obscurcissement idéologique, car les phénomènes économiques sont, par excellence, des phénomènes sociaux et historiques ».

Le lundi 17, l'évaluation économique annuelle de la France que vient de terminer le FMI est très positive, au point que les observateurs se demandent si l'institution n'est pas gagnée elle aussi par la « macronmania ».

On lit dans les « points-clés » : « Le programme de réforme ambitieux du gouvernement pourrait largement contribuer à relever les défis économiques persistants de la France - déséquilibres budgétaires persistants, chômage élevé et faible compétitivité externe.

L'accent mis sur la réduction des dépenses publiques, pour permettre une consolidation budgétaire progressive et des allègements fiscaux, est approprié. Pour rendre la stratégie crédible, des réformes profondes sont nécessaires à tous les niveaux de gouvernement, avec des efforts de dépenses majeurs dès le départ.

La stratégie concernant le marché du travail est large et ambitieuse : elle améliorerait la flexibilité au niveau de l'entreprise, réformerait l'assurance-chômage et améliorerait les systèmes de formation professionnelle et d'apprentissage. Cela devrait être complété par une modération salariale continue.

Les réformes planifiées de l'entreprise, du capital et de la main-d'œuvre devraient stimuler l'investissement et la croissance de l'emploi. Pour maximiser l'impact, le paquet devrait inclure des mesures visant à réduire le biais de la dette fiscale des sociétés, supprimer les exemptions inefficaces, éliminer les désincitations à la croissance des entreprises et rationaliser l'imposition de l'épargne à long terme ».

Le jeudi 20, après 4 jours de négociations sur le Brexit, aucune avancée importante : suite à la fin du mois d'août. En attendant, rien ne va plus en Angleterre : le gouvernement se divise, les contre-performances économiques se multiplient et plus de 46% des Britanniques souhaitent un nouveau referendum sur l'accord final avec l'UE.

Ce même jeudi 20, réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE : aucune modification de la politique monétaire. « Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs confirme que les achats nets d'actifs devraient être réalisés, au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros, jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Les achats nets s'effectuent en parallèle avec des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs. Si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme ». Lors de sa conférence de presse qui a suivi comme d'habitude la réunion, le Président Draghi considère que, même si incontestablement la zone euro va mieux (croissance, production industrielle, chômage), « nous devons être tenaces, patients et prudents parce que nous n'y sommes pas encore. (...) L'inflation n'est pas où nous voulons qu'elle soit et devrait être ». En effet, elle est actuellement de 1,3% seulement... Mais, il semble acquis que, sans doute dès début 2018, la BCE diminuera ses achats de dettes publiques et privées.

Dans son édition des 23-24, Le Monde publie un entretien de Martin Schulz, candidat du SPD à la chancellerie contre A. Merkel. On y lit notamment : « La zone euro a besoin d'un budget pour mener des investissements, d'un ministre des finances et d'une politique économique coordonnée. Il faut investir dans la recherche, l'énergie, le numérique ». On est vraiment proche des visions du Président français.

Cette semaine du 24 juillet est marquée par une hausse significative de l'euro par rapport au dollar mais aussi par rapport aux autres monnaies : il cote 1,1638 \$ le lundi, 1,1644 \$ le mardi, 1,1646 \$ le mercredi, ... Cela s'explique certes par les ombres qui planent sur l'économie américaine mais aussi par la reprise qui s'affirme dans la zone euro (le FMI vient de réviser à la baisse la croissance américaine et à la hausse celle de la zone euro), certes par l'attentisme dont fait maintenant preuve la Fed mais aussi par le changement prochain, probable, de politique monétaire de la BCE.



Comme le montre le schéma précédent, l'euro grimpe fortement par rapport au dollar depuis le début de l'année et il y a actuellement une accélération qui lui fait dépasser son plus haut de fin août 2015 (1,1580\$ le 24 ; référence du schéma : 1^{er} août 2015).

Mais, comme le montre le schéma suivant, l'euro reste malgré tout à des niveaux relativement bas sur 10 ans (référence : 1,3636 \$ la semaine du 23 juillet 2007) :



Le mardi 25, succès du retour de la Grèce sur les marchés financiers, par le procédé de la syndication (pilote par HSBC), plus adapté à la situation encore délicate de la Grèce que celui de l'adjudication. L'offre est de 3 Mds d'euros, au taux de 4,625% ; la demande sera de 6,5 Mds. La Grèce n'avait plus emprunté sur les marchés depuis 2010, mis-à-part un retour très timide en mai et juillet 2014 (d'ailleurs une partie de l'opération actuelle a pour but de remplacer des titres émis à ce moment-là). L'horizon de la Grèce n'en est pas pour autant bien éclairci : le FMI porte un jugement plutôt pessimiste pour les décennies qui viennent, en pronostiquant une croissance du PIB et une évolution de la productivité très limitées.

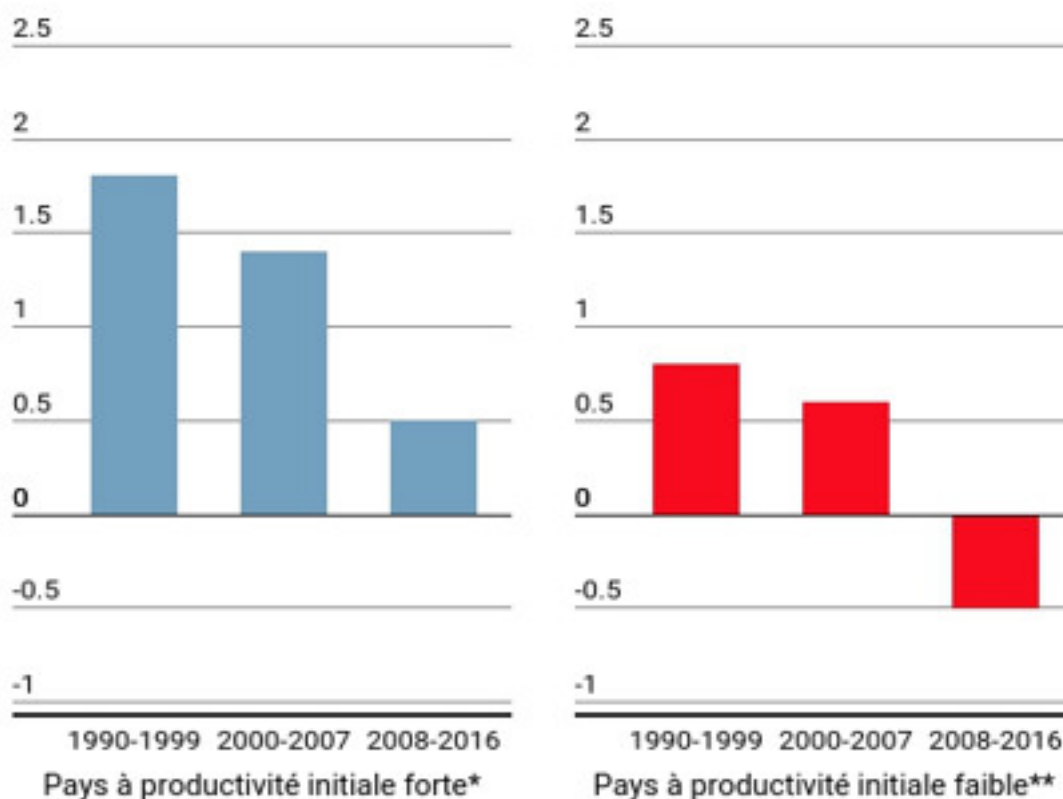
Le mercredi 26, un article d'actualité du Fonds monétaire international - FMI - reconnaît, sans détour, un fait très important à souligner et à méditer : « La zone euro souffre également d'un problème plus

L'EURO

profond : l'absence de convergence des niveaux de revenu par habitant entre ses États membres. Dans les 12 membres fondateurs de la zone monétaire, le rapprochement des revenus est au point mort depuis l'adoption de l'euro. Contrairement aux attentes, la croissance affichée par les pays aux revenus plus faibles n'a pas été plus vigoureuse que celle des pays aux revenus plus élevés du groupe. Cette hétérogénéité est intimement liée au ralentissement de la croissance de la productivité dans les pays qui avaient initialement des revenus plus faibles. Cela remet en question la promesse d'une hausse des revenus engendrée par une plus grande intégration économique, une des raisons d'être de l'union monétaire ».

On trouve après ces lignes un schéma très clair sur le changement de rythme de croissance de la productivité totale des facteurs travail et capital après la mise en place de l'euro en 1999 :

(Taux de croissance annuels moyens, en pourcentage)



Sources : base de données AMECO de la Commission européenne; Haver Analytics; calculs des services du FMI.

Note : Les taux de croissance se réfèrent à la productivité totale des facteurs, qui mesure l'efficacité de la combinaison du travail et du capital. * Allemagne, Autriche, Belgique, Finlande, France, Irlande et Pays-Bas. ** Espagne, Grèce, Italie et Portugal.

Ce mois de juillet a été marqué par une reprise de l'activité en Europe, et spécialement dans la zone euro, dont le PIB s'est accru de +0,6% au 2^{ème} trimestre de l'année après +0,5% pour le 1^{er} (la France participe à ce mouvement général mais fait un peu moins bien que la moyenne avec +0,5%). Cette embellie, qui s'explique essentiellement - malgré la hausse du change de l'euro - par la croissance du commerce mondial et par un effet de rattrapage, se traduit mécaniquement par une réduction du taux de chômage dans tous les États membres. Mais cette réduction est inégale : pour le mois de juin, l'Allemagne a le taux le plus bas (3,8%), la Grèce le plus élevé (21,7%) ; on a 17,1% pour l'Espagne, 11,1% pour l'Italie, 9,6% pour la France.

Mais on fait en même temps trois constats qui relativisent beaucoup ces résultats a priori encourageants.

D'abord, les taux de chômage des moins de 25 ans restent élevés : 18,7% pour l'ensemble de la zone, 6,7% en Allemagne, 39,2% en Espagne, 35,4% en Italie, 21,4% en France.

Ensuite, les taux de chômage des « NEET » (Not in education, employment or training – les jeunes de 15-24 ans qui ne sont ni en études ni en stage) sont excessifs : 11,7% pour l'ensemble de la zone, 19,9% en Italie, qui est la plus touchée, 14,6% en Espagne, 11,9% en France.

Enfin, les statistiques continuent d'infirmes nettement la courbe de Phillips, au point que, de plus en plus, les experts se posent la question de la fiabilité du taux de chômage tel qu'il est calculé et se demandent si le taux de chômage structurel est de ce fait bien évalué. D'ailleurs, la BCE prend maintenant en compte en plus des demandeurs d'emplois les personnes qui, découragées, ont abandonné leurs recherches et aussi toutes celles qui sont en sous-emploi évident comme les temps partiels subis. On arrive alors à des « capacités inutilisées sur le marché du travail » qui frôlent les 18%, c'est-à-dire le double du taux de chômage d'Eurostat.

Le 28 juillet, l'euro cote 1,1751\$, après avoir coté 1,1398 le 7, 1,1461 le 14 et 1,1659 le 21.

• Août 2017 ->

Le mercredi 9 est publié par Le Monde un article signé de quatre économistes experts de la chose européenne, intitulé : « L'Europe peut et doit se réformer sans attendre ». Selon ces experts, « il existe une solution intermédiaire entre l'union politique et le modèle bancal de Maastricht ». Pour eux, il faudrait agir par trois leviers : d'abord, « une priorité pour la zone euro est de finaliser l'union bancaire », ensuite, il faudrait « une véritable intégration des marchés de capitaux » et, enfin, « une autre question est la crédibilité du cadre budgétaire ». Mais ils reconnaissent en même temps que sur ces trois points on est loin d'un consensus général des États membres et même d'un accord seulement franco-allemand. En conclusion, ils estiment que « l'Europe a devant elle une fenêtre d'opportunité pour agir. Il ne faut pas la gâcher par des débats théoriques sur l'objectif final de l'intégration européenne. L'UE demeurera une entité sui generis, ni fédération ni simple coordination entre États. Nos dirigeants ne doivent pas rater cette opportunité de réformer l'Europe, à travers des projets concrets qui parleront aux citoyens ». *Certes, ce pragmatisme se comprend et cet appel aux dirigeants est en effet nécessaire, mais les ambitions sont beaucoup trop modestes à notre goût.*

Le jeudi 10, l'INSEE publie des statistiques sur l'évolution de la production industrielle française : celle-ci a progressé de 1,9% sur un an (dont 2,4% pour la seule production manufacturière). Mais, selon Les Echos, l'Allemagne fait encore bien mieux puisque sur 10 ans, mai 2007-mai 2017, l'indice de la production manufacturière est passé de 110 à 113,9 après un creux de 85 en 2008 alors que celui de la France est passé de 120 à 105,2 après un creux de 95 en 2008. C'est l'Italie, qui, au sein de la zone euro, enregistre la plus mauvaise évolution : 120 en mai 2007 et 95,8 en mai 2017, avec un creux de 92 en 2008.

Quelques jours plus tard, le mardi 15, c'est au tour de l'organisme allemand de statistiques, Destatis, de fournir des informations qui corrigent le paysage de l'économie allemande dans le sens souhaité par le FMI et la Commission européenne : la croissance est tirée maintenant par la demande intérieure, la consommation en particulier ; les investissements privés et publics progressent et l'industrie est revigorée ; et le commerce extérieur se rééquilibre. Sur le front de l'emploi, la situation est également bonne, quantitativement, mais la précarité ne diminue pas parce que les contrats atypiques continuent à se développer. Destatis indiquera dans une note publiée le lendemain que ces emplois ont commencé à prendre de l'ampleur en 2005 avec les réformes Hartz de libéralisation du marché du travail... *À bon entendeur, salut ! Soulignons que les réformes projetées par E. Macron ont de fortes ressemblances avec les réformes Hartz, puisqu'elles ont consisté à flexibiliser le marché du travail (essentiellement sur la question du temps de travail), à refondre la formation professionnelle et l'assurance-chômage. Cependant les mesures concrètes ne sont pas identiques sur certains points. C'est notamment le cas des règles de licenciement : alors que les réformes Hartz dispensent les entreprises de moins de 10 salariés au lieu de 5 auparavant de justifier les licenciements, les ordonnances françaises plafonnent les indemnités accordées par les Prud'hommes en cas de licenciement abusif.*

Le hasard veut que ce soit ce mardi 15 que la Cour constitutionnelle de Karlsruhe saisisse, sous la pression d'universitaires et d'élus, la Cour européenne de Luxembourg pour contester le « QE » que développe la BCE depuis 2 ans.

Le jeudi 24, France Stratégie publie une note très instructive sur le rôle de la formation dans la lutte contre le chômage (<http://www.strategie.gouv.fr/publications/renforcer-capacite-entreprises-recruter>) : « La question a déjà été traitée, mais le plus souvent sous l'angle d'un dysfonctionnement de l'appareil de formation ou du processus d'appariement sur le marché du travail. Avec cette idée sous-jacente que si un certain nombre d'emplois restent vacants, c'est par manque de candidats possédant les compétences adéquates. Progressivement, le groupe de travail a été amené à s'intéresser à l'autre bout de la chaîne, autrement dit aux modalités de recrutement des entreprises. Les pratiques de gestion de la main-d'œuvre lui sont en effet apparues comme un déterminant important des modes d'accès aux métiers. Or peu de travaux ont encore exploré cette voie. Ce changement de point de vue modifie considérablement le regard porté sur la relation entre emploi et formation professionnelle. De fait, depuis une vingtaine d'années, les politiques en faveur de la formation professionnelle se sont multipliées – encore sous le dernier quinquennat. Elles sont en effet perçues comme un des principaux leviers de la lutte contre le chômage puisqu'elles sont censées réduire les difficultés de recrutement liées à l'inadéquation entre l'offre et la demande de compétences sur le marché du travail. Cependant, force est de constater que les plans massifs de formation et l'élévation du niveau de diplôme ont eu peu de prise sur le taux de chômage. Certains travaux considèrent même que les effets de ces plans sont nuls, quand ils ne conduisent pas à dégrader relativement la situation des profils les moins diplômés. (...). Ce constat entrouvre la porte à une autre interprétation des difficultés de recrutement, fondée non plus sur les défauts de compétences des actifs mais sur la qualité de la gestion de la main-d'œuvre pratiquée par les entreprises. Cette approche, complémentaire à la première, appelle la mise en œuvre de politiques de formation différenciées, selon les secteurs ou les profils. (...) Le niveau et la spécialité de formation ne sont pas toujours le premier critère de recrutement des entreprises. Avec d'importantes variations selon les métiers, les secteurs ou les territoires, ces entreprises tendent à privilégier l'expérience et la motivation comme indicateur de la capacité des candidats à satisfaire aux exigences d'un poste. Dès lors, les difficultés de recrutement ou les pénuries invoquées changent de visage : elles pourraient refléter non pas une inadéquation entre compétences détenues et compétences attendues mais plutôt les propres difficultés des employeurs à identifier la capacité des candidats. En améliorant en amont la gestion des ressources humaines, il deviendrait dès lors possible d'améliorer in fine l'impact de la formation sur le retour à l'emploi. Pour les pouvoirs publics, il deviendrait possible de mieux cibler les réponses aux besoins en ressources humaines des entreprises ».

Les pouvoirs publics auront intérêt à tenir compte de ces enseignements quand ils voudront mettre en œuvre le volet « sécurisation » de leur réforme du marché du travail.

En fin de mois, la réunion des principaux banquiers centraux de la planète à Jackson Hole (dans le Wyoming aux E.-U.) se termine sans réflexion particulière, sauf la réaffirmation de Janet Yellen sur les dangers d'une dérégulation bancaire et de Mario Draghi sur ceux du protectionnisme ; autrement dit, sur les dangers des idées de Donald Trump en ces matières. Le bilan de cette réunion semble bien pauvre quand on sait les risques d'instabilité financière et même de crise financière qu'aggravent les politiques non conventionnelles des Banques centrales : le bilan de la BCE vient d'ailleurs de dépasser celui de la Fed, et, alors que la seconde a déjà entamé le dégonflement de son bilan, la première tarde à dégonfler le sien. 2007 est l'année où la crise a commencé : 2017 y ressemble beaucoup, avec en plus une forte croissance des flux internationaux de capitaux...

Le lundi 28 commence à Bruxelles le 3^{ème} round de négociation pour la mise en œuvre du Brexit ; mais aucun progrès ne sera fait, notamment sur la question de la facture.

Le mardi 29, lors de sa conférence de presse annuelle, la chancelière A. Merkel fait des réflexions très importantes pour l'avenir de la zone euro, qui donnent d'autant plus d'espoir pour la réforme du fonctionnement de la zone euro qu'elles s'avèrent proches des visions d'E. Macron, le Président de la République française : A. Merkel donne en effet son accord pour que le MES (mécanisme européen de solidarité) soit transformé en un FME (fonds monétaire européen) comme le propose son ministre des finances W. Schäuble, et pour que soit créé un poste de ministre européen de l'économie et des finances pour favoriser la coordination des politiques économiques et budgétaires des États membres. Elle souhaite aussi une poursuite de l'intégration européenne.

Ce même mardi 29, E. Macron affirme sa volonté de relancer et réformer l'Europe et la zone euro à deux reprises : le matin, lors de son discours de rentrée devant les ambassadeurs, et l'après-midi lors de sa rencontre au Luxembourg avec les premiers ministres luxembourgeois et belge. Il compte développer une dizaine de projets pour promouvoir une plus grande intégration politique et économique de la zone euro. Il se déclare favorable à une Europe à plusieurs vitesses : « La zone euro durant les 5 dernières années de crise n'osait pas se réunir en format zone euro. Pourquoi ? L'argument évoqué était que cela fâcherait le Royaume-Uni et la Pologne. Nous ont-ils remerciés ? Sont-ils plus désireux d'Europe ? ». Cette rencontre s'inscrit aussi dans la stratégie qu'il déploie depuis quelque temps pour réunir une majorité qualifiée dans le but de modifier la directive sur les travailleurs détachés.

Le jeudi 31 paraît dans l'hebdomadaire Le Point un long et important entretien accordé le 25 par le Président Emmanuel Macron. Les propos qu'il tient sur l'Europe et la zone euro réaffirment et approfondissent ceux qu'il tient depuis maintenant plusieurs années. Il est d'ailleurs dommage que l'entretien ait eu lieu quelques jours avant la conférence de presse d'Angela Merkel car Emmanuel Macron se serait sans doute félicité de la proximité qu'il y a maintenant entre leurs points de vue. Citons les passages de cet entretien qui nous semblent essentiels :

« Je crois en l'Europe c'est pour cela que je suis un européen lucide, donc critique. Aujourd'hui, l'Europe fonctionne mal, parfois pire encore, car depuis 10 ans nous en avons perdu le fil (...) On ne fera avancer l'Europe que par une adhésion démocratique, que par de la confrontation démocratique et en donnant une place aux citoyens. Il faut en prendre acte et repartir à l'offensive. (...) Pour avancer il faut aller au contact, mobiliser toutes les bonnes volontés qui existent partout en Europe. Avoir un projet : l'Europe doit retrouver le sel de la souveraineté. (...) Oui, je crois que l'Europe est le niveau approprié pour recouvrer notre pleine souveraineté dans des domaines qui ne relèvent plus du seul champ national, car je veux d'une Europe qui soit un continent aux dimensions des puissances américaine et chinoise. Pourquoi les gens acceptent-ils une autorité au-dessus d'eux ? Pas pour qu'on les empoisonne tous les jours dans les détails de leur vie ! L'Europe s'est spécialisée dans l'immixtion bureaucratique, personne ne veut plus de cela. En revanche, chaque pays accepte que le Léviathan soit là pour le protéger. L'Europe ne se reconstruira qu'à condition que nous retrouvions des standards communs en matière sociale, fiscale et environnementale. (...) Nous devons également avoir une Europe qui protège sur le plan commercial, de façon que, quand un pays nous attaque par dumping, on puisse se défendre en imposant des tarifs douaniers. Or aujourd'hui l'Europe le fait beaucoup moins vite, beaucoup moins fort que les États-Unis. (...) Je veux dans le dernier trimestre pouvoir prendre des initiatives très concrètes et expliquer la direction vers laquelle je propose que l'Union et la zone euro aillent dans les prochaines années. Je m'exprimerai à ce sujet après les élections allemandes. Je souhaite notamment une capacité budgétaire de la zone euro, un exécutif et un Parlement pour en assurer le contrôle démocratique. Question : depuis les travaux du prix Nobel Robert Mundell, il est établi qu'une zone monétaire sans vrai budget commun ne peut fonctionner. Que représenterait celui-ci dans votre esprit ? Réponse : il ne s'agit pas de figer des critères avant d'avoir entamé les discussions, mais, à mes yeux c'est un budget qui représente plusieurs points du PIB de la zone euro et qui marque d'abord une capacité à lever en commun de l'argent sur les marchés et à l'allouer avec une force de frappe suffisante. Parce qu'aujourd'hui la zone euro a une politique budgétaire trop restrictive quand on la compare à celle de la Chine, de la Russie ou des États-Unis et ce sont nos chômeurs qui en payent le prix. La création d'un tel budget revient à établir d'abord un minimum de solidarité afin de disposer ensuite de la capacité de lever de l'argent en commun, d'investir et d'absorber les chocs économiques qui peuvent frapper l'Europe. Ce budget pourrait être gagé progressivement par l'attribution d'une part de fiscalité aujourd'hui nationale ».

Ce même jeudi 31, comme annoncé, est dévoilé le contenu des 5 ordonnances sur la réforme du code du travail et pour le renforcement du dialogue social.

On trouve les informations nécessaires sur le site du ministère du travail et de l'emploi : http://travail-emploi.gouv.fr/IMG/pdf/dossier_de_presse_-_conference_de_presse_31082017.pdf

On y trouve en particulier le « 36 mesures concrètes et opérationnelles pour l'emploi, les entreprises et les salariés en France ».

Résumons-les :

« • Une réforme du code du travail qui, pour la 1^{ère} fois, donne la priorité aux TPE et PME

- 1) Une négociation simple et accessible pour les entreprises de moins de 50 salariés, grâce à la possibilité de négocier directement avec un élu du personnel sur tous les sujets.
Lorsqu'il n'y a pas de délégué syndical dans l'entreprise (c'est le cas de 96% des PME), le représentant du personnel, élu par les salariés, pourra conclure un accord collectif sur tous les sujets pour bénéficier de toutes les souplesses offertes par la négociation. Ainsi, toutes les entreprises de notre pays qui ont des salariés, quel que soit leur nombre, auront un accès direct et simple à la négociation, qui est au cœur de notre projet.
- 2) La possibilité, dans toutes les entreprises de moins de 20 salariés qui n'ont pas d'élu du personnel, de négocier avec ses salariés sur tous les sujets.

L'EURO

- 3) L'accès à un code du travail numérique clair, accessible et compréhensible, répondant aux questions concrètes que se posent les chefs d'entreprise des TPE/PME et les salariés.
- 4) Un barème de dommages et intérêts impératif qui donne sécurité et visibilité sur les contentieux potentiels.
Aucun chef d'entreprise, et particulièrement dans les TPE/PME, n'embauche des salariés avec l'intention de les licencier. Mais l'incertitude sur le coût d'une rupture potentielle peut dissuader à l'embauche. Le barème apporte une prévisibilité qui permettra de lever cette incertitude et de libérer la création d'emplois dans notre pays dans les TPE/PME. Dans les cas relevant de la discrimination, du harcèlement ou portant atteinte aux libertés fondamentales du salarié, le juge pourra décider librement de la sanction qui s'impose.
- 5) Une réforme des règles de licenciement permettant que les vices de forme ne l'emportent plus sur le fond.
- 6) Un formulaire-type rappelant les droits et devoirs de chaque partie pour éviter les erreurs de procédure lors d'un licenciement.
- 7) La suppression de contraintes administratives inapplicables en matière de déclaration administrative sur la pénibilité.
- 8) La clarification des règles du contentieux en cas d'incapacité.
- 9) Une nouvelle obligation pour les accords de branche de prévoir des dispositions spécifiques qui tiennent compte de la réalité des TPE/PME.
- 10) La prise en charge des salaires et frais de déplacement des salariés des TPE/PME qui participent à des négociations de branche, par un financement mutualisé.

• Faire confiance aux entreprises et aux salariés en leur donnant la capacité d'anticiper et de s'adapter de façon simple, rapide et sécurisée.

- 11) La possibilité d'anticiper et de s'adapter rapidement aux évolutions à la hausse ou à la baisse du marché par des accords majoritaires simplifiés sur le temps de travail, la rémunération et la mobilité.
- 12) De nouveaux champs de négociation ouverts à l'entreprise.
Les ordonnances donnent aux entreprises le soin de négocier à leur niveau l'agenda social, les consultations, les modalités d'information qui les concernent, le code du travail va permettre une plus forte mobilisation de l'ensemble des parties prenantes : salariés, représentants du personnel et chef d'entreprise.
- 13) Un dialogue social simplifié et opérationnel, par la fusion des trois instances d'information et de consultation en une seule, le conseil social et économique (CSE), pour toutes les entreprises de plus de 50 salariés.
Le Comité Social et Economique (CSE) fusionnera, dans les entreprises de plus de 50 salariés, les fonctions actuelles des délégués du personnel, du comité d'entreprise, et du comité d'hygiène, de sécurité et des conditions de travail (CHSCT).
- 14) La possibilité accrue de promouvoir le dialogue social et la co-construction de la stratégie avec les salariés et leurs représentants, par la mise en place par accord majoritaire d'un conseil d'entreprise intégrant l'ensemble des fonctions de représentant du personnel (information, consultation, négociation).
- 15) L'instauration de la rupture conventionnelle collective
Concrètement, la négociation dans l'entreprise, pour toutes les tailles d'entreprise, pourra définir un cadre commun de départ strictement volontaire, et qui devra, comme pour la rupture conventionnelle individuelle, être homologué par l'administration. Il s'agit de transposer la rupture conventionnelle, mise en place après une négociation interprofessionnelle en 2008, au niveau collectif.
- 16) La régulation des expertises, par la mise en place d'une participation financière forfaitaire de 20% du coût des expertises par le conseil social et économique sur les expertises ponctuelles (sauf expertise PSE et risques graves, qui restent pris en charge à 100% par l'employeur, comme aujourd'hui).
- 17) Des règles encadrant les CDD correspondant à la spécificité des secteurs d'activité, négociées et mises en place par accord de branche, dans le cadre de la nouvelle compétence de branche sur la gestion et la qualité de l'emploi.
- 18) La possibilité d'accéder à des contrats de chantier grâce à la négociation d'accord de branche fixant les règles permettant d'y recourir.
Le contrat de chantier permet au salarié de disposer des mêmes droits et protections qu'un salarié en CDI, notamment en matière de formation, et offre une garantie d'emploi généralement plus longue que la durée maximum d'un CDD, ainsi que l'assurance de toucher des indemnités à la fin de sa mission. Le contrat de chantier offre par ailleurs le temps utile pour les entreprises pour investir sur leurs salariés qui, une fois le chantier achevé, pourront être attachés à la réalisation d'autres missions ou définitivement embauchés si les conditions économiques le permettent.
- 19) Un périmètre d'appréciation du motif économique fixé au niveau national, comme dans la grande majorité des pays européens.

La solidarité de toutes les filiales du monde avec la filiale française en difficulté compte parmi les règles qui pénalisent la France dans les comparaisons internationales et qui détournent les investisseurs. Lorsqu'une entreprise connaît des difficultés économiques dans son secteur et sur le territoire national, elle pourra engager des licenciements qui seront appréciés sur le seul périmètre national, comme c'est le cas chez nos partenaires européens et internationaux. Cette règle simple sera de nature à conforter les entreprises françaises ou étrangères implantées en France – et à convaincre d'autres d'investir en France, et ainsi de développer de l'emploi. Le juge pourra naturellement continuer à contrôler les éventuels abus de droit, y compris la création de difficultés artificielles pour justifier les licenciements. Si la filiale française est rentable, il n'y a aucune raison de la fermer.

- 20) Des obligations absurdes et sources de contentieux supprimées et des processus de reclassement simplifiés.
- 21) Des délais de recours harmonisés à un an en cas de contestation de la rupture du contrat de travail.

• De nouveaux droits et de nouvelles protections pour les salariés.

L'EURO

- 22) La mise en place d'une co-décision à la française, sur la formation professionnelle ou l'égalité femmes-hommes notamment, dans les entreprises mettant en place le conseil d'entreprise par accord majoritaire.
- 23) Des accords d'entreprises qui devront être majoritaires à partir du 1^{er} mai 2018.
- 24) Un droit au télétravail sécurisé, souple, permettant une meilleure conciliation de la vie professionnelle et de la vie personnelle.
Aujourd'hui 2 salariés sur 3 souhaitent pouvoir travailler de chez eux. Mais le cadre juridique ne permet pas de répondre à cette aspiration de façon sécurisée : 17% des salariés télétravaillent, parfois de manière informelle, sans être couverts juridiquement. Désormais, pour les salariés qui télétravaillent, c'est plus de sécurité avec, par exemple la prise en charge des accidents du travail dans les mêmes conditions que s'ils étaient dans les locaux de leur employeur.
- 25) Des indemnités légales de licenciement augmentées de 25%.
- 26) Davantage de prévisibilité, d'équité et de protection en cas de litige avec l'employeur, grâce à la mise en place d'un plancher et d'un plafond de dommages et intérêts, et d'un formulaire-type rappelant les droits et obligations de chaque partie en cas de licenciement.
Aujourd'hui avec une ancienneté et un préjudice similaires, le montant des dommages et intérêts auxquels les prudhommes peuvent leur donner droit en cas de licenciement abusif peut aller du simple au quintuple entre deux juridictions. Il faut davantage d'équité entre les salariés. Par ailleurs, les salariés des TPE bénéficieront d'un plancher, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui.
- 27) Un abondement de compte personnel de formation de 100 heures financé par l'employeur, en cas de refus par le salarié d'un accord majoritaire signé par les organisations syndicales portant sur le temps de travail ou la rémunération.
- 28) Des nouvelles compétences pour les branches professionnelles permettant d'assurer davantage d'équité entre les salariés d'un même secteur.
Concrètement, les branches garantiront les mêmes droits et garanties pour tous les salariés handicapés de la branche, qui devront être supérieures à celles prévues par la loi. Elles se verront confier de nouvelles compétences en matière de gestion et de qualité de l'emploi, par exemple concernant le recours aux contrats courts ou aux CDE de chantier.
- 29) Des procédures de reclassement plus transparentes et plus équitables, grâce à l'accès à l'ensemble des emplois disponibles dans l'entreprise.
- 30) Un code du travail numérique permettant une meilleure compréhension du droit, y compris pour les salariés handicapés.

• De nouvelles garanties pour les syndicats et les élus du personnel qui s'engagent dans le dialogue social.

- 31) Des moyens garantis et des formations renforcées pour exercer son mandat.
- 32) Un accès à la formation professionnelle et au bilan de compétences renforcé pour concilier engagement syndical et évolution professionnelle.
- 33) Une plus grande facilité à nommer un délégué syndical.
- 34) La création d'un observatoire de la négociation.
- 35) Le renforcement des possibilités d'évolution vers l'inspection du travail (par concours) pour les élus du personnel et les délégués syndicaux.
- 36) La mobilisation d'un réseau de grandes écoles et universités volontaires pour former chaque année des militants syndicaux ».

Le taux de change de l'euro contre dollar est de 1,1924 le 25, après avoir été de 1,1772 le 4, 1,1824 le 11 et 1,1760 le 18. Notons que l'euro dépasse les 1,20\$ (1,2003\$) le mardi 29, ce qui est son plus haut historique depuis janvier 2015 : cela s'explique par la conjonction de plusieurs faits : certes le tir d'un missile par la Corée du Nord au-dessus du Japon et un « effet Donald Trump » négatif, mais aussi les impressions tirées de la réunion des banquiers centraux à Jackson Hole, et en particulier du silence de M. Draghi sur la hausse de l'euro. À ce propos, et à chaque fois que le taux de change de la monnaie unique connaît des variations significatives, que ce soit dans un sens ou dans l'autre, on trouve toujours en France des motifs de se plaindre : quand il baisse, on y voit des risques d'inflation importée et quand il s'élève, on compatit pour les exportateurs. En réalité et si l'on peut dire, tant que la France sera davantage un pays d'importations que d'exportations, il vaut mieux que l'euro soit assez cher.

• Septembre 2017 ->

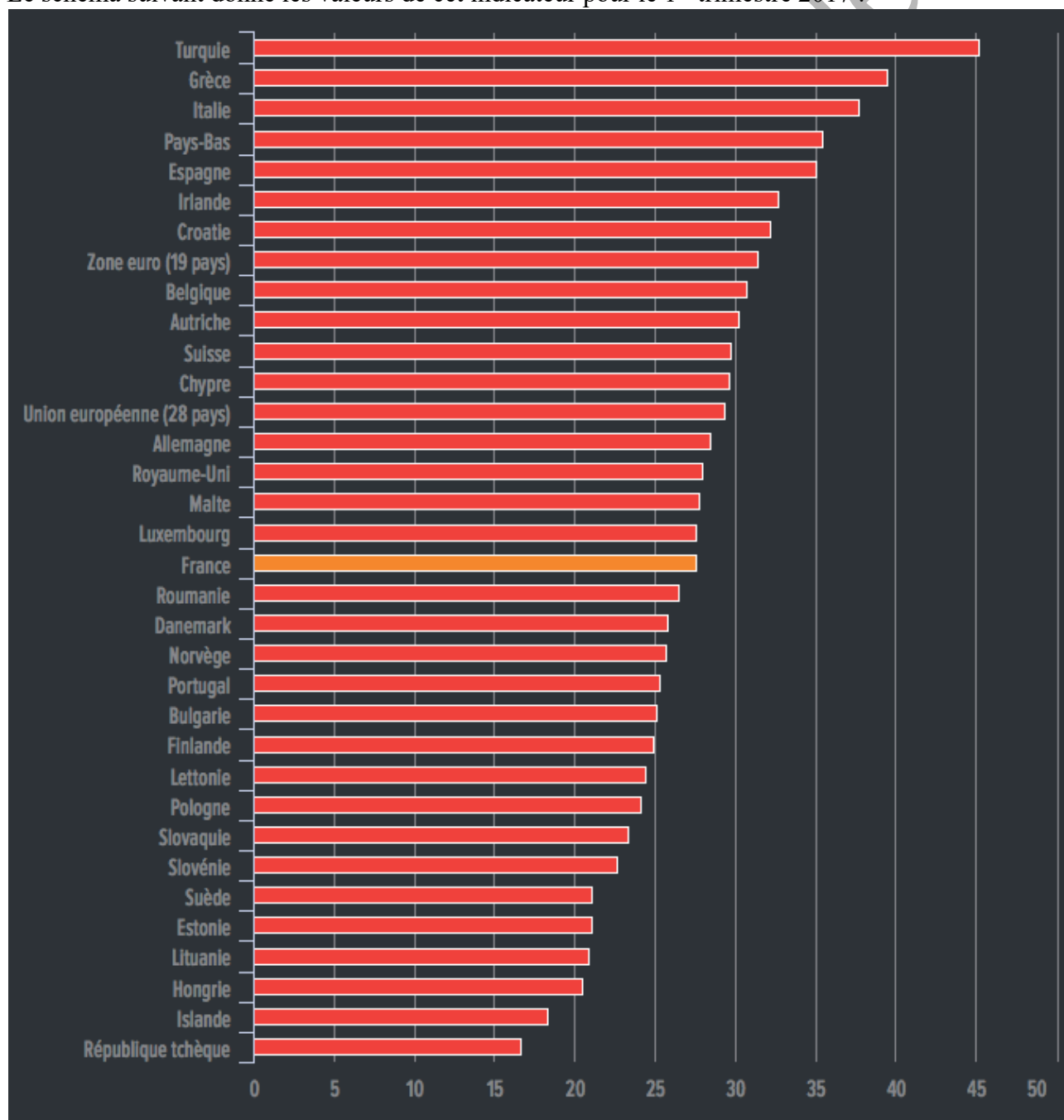
L'annonce du contenu des ordonnances le 31 août exacerbe le débat lancé depuis plusieurs semaines sur la relation entre la flexibilisation du marché du travail et la réduction du taux de chômage. Plusieurs articles paraissent dans la presse, suite à ceux qui étaient parus à l'occasion de l'élection d'E. Macron (voir ici à la date du 7 mai de cette année).

Dans Le Monde du samedi 2, on lit par exemple un article de R. Soubie qui considère que le Président bénéficie d'une conjoncture particulièrement favorable mais que « l'on n'a jamais pu démontrer

qu'une réforme du droit du travail avait eu un effet mécanique sur l'emploi. Le principal effet est psychologique » ; et un article du Professeur de Droit E. Dockès qui considère que la réforme proposée va encore plus loin que ce que l'on pouvait imaginer, qu'elle constitue donc une véritable régression qui aggrave considérablement une destruction du droit du travail commencée il y a déjà plusieurs années, et qu'elle est la preuve d'une dérive autoritaire de la société.

De son côté, le numéro du mois du magazine Alternatives économiques publie des statistiques intéressantes montrant, comme on l'a fait ici dans nos réflexions suivant l'élection du 7 mai, que le marché du travail français n'est pas si rigide que ce que l'on veut bien dire et que sa relative rigidité ne pénalise pas l'emploi. D'ailleurs, dans sa version électronique du lundi 4 (<https://www.alternatives-economiques.fr/alternatives-economiques-lance-contre-indicateur-chomage/00080279>), l'équipe d'Alternatives économiques propose un indicateur plus pertinent que le taux de chômage traditionnel pour évaluer la situation du marché du travail, « le taux de non-emploi en équivalent temps plein en % de la population âgée de 25 à 59 ans » et arrive à la conclusion que la situation de la France est bien meilleure que la moyenne de la zone euro et meilleure que la moyenne européenne. Avec cet indicateur, la France est la mieux classée des grands pays de la zone euro : il faudrait donc ne plus répéter à l'envi que la France est le seul pays européen à ne pas parvenir à sortir d'un chômage de masse.

Le schéma suivant donne les valeurs de cet indicateur pour le 1^{er} trimestre 2017 :



« Le choix d'un indicateur reflète toujours des choix de société : quand on privilégie le taux de chômage classique pour apprécier la situation du marché du travail, on considère forcément comme secondaires les inégalités – et en particulier les inégalités hommes-femmes – induites par les différences de taux d'activité et le développement du travail à temps partiel. Avec notre indicateur de non-emploi en équivalent temps plein, on peut réellement suivre les progrès (ou les reculs) de nos sociétés sur la voie qui mène à un plein emploi égalitaire, notamment entre hommes et femmes ». Cet indicateur présente essentiellement trois différences avec le taux de chômage classique : d'abord, il prend en compte non seulement les chômeurs au sens traditionnel mais aussi les personnes qui sont considérées inactives, mais à tort parce qu'elles sont découragées de chercher un emploi, ensuite, il met au dénominateur la population active ayant entre 25 et 60 ans plutôt qu'entre 15 et 65 ans, enfin, il est corrigé par le travail partiel calculé au prorata de la durée du travail à temps plein.

Dans le numéro-papier d'Alternatives économiques, le dossier est consacré à une autre question souvent évoquée ici-même : « Faut-il copier l'Allemagne ? Ce qui bon à prendre et ce qu'il faut laisser ». L'introduction abonde dès le départ dans notre sens : « Si l'économie allemande est plus prospère que la nôtre, ce n'est pas grâce à la flexibilité, qui a accru la précarité et pénalisé les femmes, mais avant tout du fait d'une meilleure spécialisation des exportations et d'une plus grande participation des salariés aux choix stratégiques des entreprises ».

Dans la version électronique d'Alternatives économiques du jeudi 7, on trouve la critique des ordonnances que fait Boris Vallaud, ancien secrétaire général de l'Élysée et actuellement député du groupe « Nouvelle gauche » : « Les mesures qui reviennent aujourd'hui dans les ordonnances sont précisément celles qui avaient été retirées par le gouvernement au moment de la préparation du projet de loi Travail. Ces mesures étaient celles proposées par Emmanuel Macron qui était alors ministre de l'Économie. Il s'agit notamment du plafonnement des dommages et intérêts décidés par les Prud'hommes, et de la réduction du périmètre d'appréciation des difficultés économiques d'une multinationale au niveau national lorsqu'elle envisage des licenciements économiques. Mais je pourrais aussi parler des contrats de chantier sans indemnité de précarité. Ce sont des mesures de flexibilité unilatérale et sans contrepartie qui vont fragiliser les salariés et accroître leur précarité. C'est pour cette raison que nous nous y opposons. (...) C'est un rendez-vous manqué avec l'avenir, une réforme qui prend le chemin d'une société de *mini-jobs* et d'une explosion des inégalités. Rendez-vous compte : nous concentrons déjà en France un tiers des CDD de moins d'un mois signés dans toute l'Europe et ces ordonnances n'en disent rien ! Pour être efficace, une réforme doit être juste. L'autre rendez-vous manqué de ces ordonnances est celui du dialogue social. Ces mesures veulent donner le sentiment que le gouvernement prône le dialogue social, alors qu'il se défie des syndicats. Par exemple, dans les entreprises de moins de 50 salariés, il sera désormais possible de négocier directement avec un élu du personnel en cas d'absence de délégué syndical. Pire, dans les entreprises de moins de 20 salariés il sera possible de négocier directement avec eux sur tous les sujets s'il n'y a pas d'élus du personnel. Certains diront que cela va renforcer le poids des salariés, mais sans formation au droit du travail et sans organisation syndicale sur lesquelles s'appuyer, il s'agit plutôt d'une fragilisation. En réalité, ce qui est en train d'être construit, c'est la co-existence de deux droits pour deux économies : celles des petites entreprises et celle des grandes entreprises. In fine, la société se divise entre insiders et outsiders sur le marché du travail, employés de petites et de grandes entreprises et électeurs et abstentionnistes ». Cette critique est forte. En effet, avec d'un côté le plafonnement des indemnités prud'homales et de l'autre l'éviction des syndicats dans les entreprises de moins de 50 salariés (qui rassemblent exactement la moitié des salariés du secteur privé), on démantèle le contrat de travail. Car le contrat de travail postule en théorie l'égalité entre l'employeur et le salarié mais, sitôt sa signature le salarié est placé de fait dans un rapport de subordination. Les syndicats sont précisément là pour rétablir un peu d'égalité et le juge prud'homal constitue de son côté un protecteur en dernier ressort du salarié. Remettre cela en cause, c'est créer un dualisme supplémentaire au sein du marché du travail, entre les entreprises de moins de 50 salariés et les autres. Des économistes se demandent par ailleurs si plusieurs dispositions des ordonnances ne permettront pas de doper la compétitivité par l'abaissement du coût du travail, d'où une réduction possible de la demande via une diminution du pouvoir d'achat, d'où au final un effet récessif.

Relevons aussi dans l'édition du 10 septembre du journal Le Monde la chronique de Thomas Piketty : l'économiste regrette en particulier « que le gouvernement n'ait pas saisi cette occasion pour

renforcer l'implication des salariés dans la gouvernance des entreprises ». Thomas Piketty loue la « codétermination », autrement dit « un véritable partage du pouvoir entre capital et travail » comme c'est le cas dans l'axe germano-nordique : « cela permettrait de promouvoir une nouvelle norme mondiale en matière de droit des sociétés et, plus généralement, de contribuer à définir une véritable doctrine européenne dans le domaine économique et social, autrement plus intéressante et imaginative que la sacralisation quasi-religieuse du principe de "concurrence libre et non faussée" qui a jusqu'ici caractérisé l'Union européenne ».

Les ordonnances sur la réforme du code du travail soulèvent des critiques opposées chez d'autres économistes (les « néolibéraux »), qui regrettent que les ordonnances n'aillent pas assez loin et qu'elles restent en-deçà des intentions initiales d'E. Macron, en particulier dans le domaine de « l'inversion des normes ». C'est par exemple le cas de Pierre Cahuc pour qui les conventions collectives sont de véritables barrières à l'entrée et permettent aux syndicats et entreprises établies de « cartelliser » la production de normes sociales ; et l'emploi s'en trouverait très pénalisé. Il est vrai que la France se distingue par le fait que presque 100% des entreprises sont couvertes par des conventions collectives et que - donc - son taux de syndicalisation est de 8% environ seulement, alors que, par exemple en Allemagne ces deux taux sont respectivement de 55% et 20%. La Suède fait figure d'exception avec des taux de 88% et de 68%. Il semble que les syndicats aient mis à profit les consultations de l'été pour obtenir que les branches continuent à déterminer les règles sur des sujets importants comme les salaires nominaux et le temps de travail. Les économistes libéraux ne manquent pas non plus de réitérer leur critique du SMIC, qui, en France est l'un des plus élevés des pays de l'OCDE par rapport au salaire médian : en 2015, il en représente en effet 60% contre 36% aux États-Unis, 49% au Royaume-Uni, 40% au Japon, 37% en Espagne, 46% aux Pays-Bas, 49% en Belgique, ...

Le jeudi 7, réunion périodique de la BCE sur la politique monétaire. Aucun changement sur les mesures, conventionnelles ou non. Cependant, M. Draghi annonce pour le 26 octobre une décision sur la réduction du QE, « à condition qu'aucun risque ne se matérialise d'ici là » et résume sa stratégie en trois mots : « confiance, prudence, persévérance ». Les différentes options ont été envisagées mais le processus risque d'être long, surtout si l'euro continue à s'apprécier, ce qui, certes, s'explique par une amélioration relative de la situation économique de la zone euro (les économistes de la BCE tablent pour cette année sur une croissance de 2,2%, c'est-à-dire un plus haut historique depuis 2007), mais, ce qui contrarie la réalisation de l'objectif d'une inflation à 2% (les mêmes économistes estiment qu'il sera difficile d'atteindre cet objectif avant 2020...).

Le jeudi 7, à la Pnyx, face au Parthénon d'Athènes, le Président Macron prononce un discours très important sur l'Europe.

Nous en relevons les passages suivants (tirés de <http://www.elysee.fr/declarations/article/discours-du-president-de-la-republique-emmanuel-macron-a-la-pnyx-athenes-le-jeudi-7-septembre-201/>) :

« (...) Sur la Pnyx, prévalaient le goût de la parole libre, du débat, voire de la controverse. Aussi, je veux vous tenir ce soir un discours de vérité, un discours sans ambages : en Europe aujourd'hui, la souveraineté, la démocratie et la confiance sont en danger. Vous le savez mieux que personne car ce qu'on a appelé « la crise grecque » l'a révélé au grand jour. Cette crise n'a pas été seulement une crise de la Grèce. Elle a été une crise de l'Europe, et en un sens, j'ose le dire, un échec de l'Europe. Faut-il se contenter d'en faire le constat amer et renoncer à l'idéal européen ? Parce que nous n'avons pas été à la hauteur de la promesse européenne, faut-il abandonner ce combat ? Ou faut-il – ce qui reviendrait au même – nous résigner aux sommets, crise après crise, péripéties après péripéties, de quelques-uns enfermés dans une salle qui ne parlent plus aux autres ? Ce serait une erreur profonde, une double erreur.

D'abord parce que l'Europe s'est toujours construite en triomphant des guerres et des échecs. La Grèce elle-même put rejoindre la Communauté européenne pour tourner la page des années de dictature militaire. Et l'Europe n'existe pas sans cet inlassable volontarisme ! L'Europe même n'a toujours été qu'une métamorphose ! Ceux qui voudraient fantasmer une identité figée ne savent donc pas quel est le mythe né sur ces rives : celle d'une métamorphose constante ! Ce n'est donc pas la même que nous devons reproduire, surtout lorsque nous nous sommes trompés. Lorsque l'Europe s'arrête, elle se trahit elle-même et elle court le risque de se démanteler.

Ensuite, ce serait une erreur parce que tous, nous voyons l'Histoire s'accélérer, disloquer chaque jour un peu plus l'ordre qui s'était installé depuis trente ans sans que personne ne puisse dire quel ordre surgira des mutations en cours.

Alors oui, dans ce monde où les alliances d'hier, parfois, se fissurent, où des risques nouveaux apparaissent et bousculent des pays que nous pensions indéplaçables, font émerger des puissances nouvelles dans ce monde, où nos valeurs mêmes, ce qui nous tenait dans la certitude que l'ordre établi était le nôtre, sont profondément chahutées. L'Europe est un des derniers havres où nous continuons collectivement de nourrir une certaine idée de l'Humanité, du droit, de la liberté, de

L'EURO

la justice. Plus que jamais aujourd'hui, nous avons besoin de l'Europe. Le monde a besoin de l'Europe. En programmer le démantèlement n'aurait à cet égard aucun sens. Ce serait une forme de suicide politique et historique.

Voilà pourquoi ce soir, je veux que collectivement nous retrouvions l'énergie première, la force de refonder notre Europe, non pas de poursuivre ce qui ne va pas ou d'essayer de l'ajuster, mais bien de commencer par l'examen critique, sans concession, de ces dernières années, d'en retrouver la force première, l'ambition première.

Vous l'avez dit, Monsieur le Premier Ministre, il y a eu la génération des fondateurs, ils ont construit un espace inédit de paix, de liberté et de prospérité. Il y a eu une génération qui a fait croître cette Europe, parfois l'a égarée, s'est trompée. La nôtre a un choix simple, une alternative unique : continuer à gérer l'Europe comme elle va, faire semblant de ne pas voir ce qui est sous nos yeux. Alors cette génération prendra la responsabilité de laisser l'Europe mourir. Elle mourra dans des chocs, des sorties brutales, ou elle se délitera progressivement, année après année.

Mais l'autre choix, celui que je veux vous proposer ce soir, c'est celui de la refonder, parce que notre génération peut choisir de refonder l'Europe aujourd'hui, maintenant, par une critique radicale car nous avons tort de laisser la critique de l'Europe à ceux qui la détestent ! Ceux qui aiment l'Europe doivent pouvoir la critiquer pour la refaire, pour la corriger, pour l'améliorer, pour la refonder ! Mais avec cette même énergie, cette même envie, pas celle des chiffres, pas celle de la technique, pas celle de la bureaucratie, non ! Nous devons retrouver la force première de l'espérance qui a fait qu'après-guerre, qu'en tous les divisés, quelques-uns en Europe ont voulu une histoire plus grande, plus belle qu'eux-mêmes.

Alors oui, c'est pour parler de ces espérances, de ces trois espérances, de souveraineté, de démocratie et de confiance que je suis là ce soir.

La reconquête de notre souveraineté, c'est une nécessité première. Parce que je ne laisserai pas ce terme à ceux qu'on appelle les « souverainistes ». Non, la souveraineté, c'est bien ce qui fait que nous décidons pour nous-mêmes, que nous nous fixons nos propres règles, que nous choisissons notre avenir, et ce qui fait notre monde. La souveraineté n'est pas la propriété de celles et ceux qui préfèrent le rétrécissement sur les frontières ! La souveraineté, ne la laissez pas à celles et ceux qui veulent le recroquevillement, à celles de ceux qui prétendent qu'on défend, qu'on protège, qu'on décide, quand on se replie sur soi, qu'on déteste l'autre, qu'on ferme la porte à ce qui vient de l'extérieur, qu'on renie des décennies d'histoire commune où nous avons cherché enfin à dépasser les nationalismes !

La souveraineté véritable, elle construit, elle doit se construire dans et par l'Europe ! Celle dans laquelle nous croyons ! La souveraineté que nous voulons, c'est celle qui consiste précisément à conjuguer nos forces pour bâtir ensemble une puissance européenne pour pouvoir décider ne pas subir ce que les superpuissances feront mieux que nous.

Je crois dans la souveraineté, les souverainetés nationales qui sont les nôtres, mais je crois dans cette souveraineté européenne. Pourquoi ? Parce que nos défis ne sont plus à l'échelle de nos nations. Regardez le changement climatique et les cataclysmes qu'il produit ! Regardez le défi des migrations que votre pays a eu à affronter, il y a un peu plus de deux ans et dont il connaît encore aujourd'hui les conséquences, la crainte qu'il fait naître, les belles histoires qui en surgissent. Regardez le terrorisme qui, dans chacune de nos sociétés que nous pensions à l'abri de l'histoire, est revenu fracasser des vies et nous faire douter. Regardez les puissances nucléaires qui émergent là où nous pensions avoir des puissances secondaires.

Face à ce monde-là et chacun de ces risques nouveaux, face au risque des crises économiques et financières que nous avons subies, que vous avez subies il y a maintenant près de dix ans en votre cœur, quelle est la bonne protection ? Les Nations seules ? Allons, ces gens-là sont-ils raisonnables ? Veulent-ils encore mentir au peuple ? Non, les nations ont un poids ! Elles décident démocratiquement ! Mais oui ! La bonne échelle est l'échelle européenne ! Notre souveraineté européenne est ce qui nous permettra d'avoir des champions du numérique, de construire une économie forte, et faire une puissance économique dans ce monde qui change. Et non pas subir la loi des plus grands qui sont américains et demain chinois, mais qui ne sont pas les nôtres.

C'est par l'Europe que nous construirons les moyens de nous protéger de cette grande bascule du monde, des nouvelles migrations, mais surtout de les prévenir. C'est par l'Europe que nous construirons une ambition de développement avec l'Afrique, le Proche et Moyen-Orient, pour pouvoir y exister, les aider à se développer et construire un avenir.

C'est par l'Europe des coopérations nouvelles et plus fortes que nous préviendrons le terrorisme et que nous arriverons à l'éradiquer. Et parce qu'il ne faut jamais oublier que les terroristes, justement, n'attendent qu'une chose de nous : ce rétrécissement, ce rapetissement, cette peur de l'autre. C'est cela, leur plus grande arme. Alors n'y cédon rien.

Face à tous ces risques, je crois, avec vous, dans une souveraineté européenne qui nous permettra de nous défendre et d'exister, de nous défendre en y apportant nos règles, nos préférences. Qui protégera le respect de vos vies, les données de vos entreprises dans ce monde numérique ? L'Europe, et nul autre espace. Qui nous protégera, face au changement climatique ? Une Europe qui veut une autre forme de production de l'énergie, une Europe qui nous protégera de la dépendance à l'égard de puissances autoritaires qui nous tiennent parfois dans leurs mains. C'est cela, cette souveraineté dans laquelle nous devons croire, avec laquelle nous devons renouer, parce que nous avons nos propres préférences européennes, et nous ne devons jamais l'oublier. Ne pas être souverain, c'est décider que d'autres choisiront pour nous.

Mais sommes-nous comme eux ? Y a-t-il un autre continent avec un tel attachement pour la liberté, la démocratie, les équilibres sociaux qui nous tiennent ensemble, cette réconciliation de la justice et de la liberté, enfin réunies ? Je connais des espaces où on aime l'économie, le développement, mais où l'autorité politique prévaut sur la liberté, en Asie. Je connais des grandes puissances qui aiment la liberté, qui ont réussi dans le capitalisme, mais qui n'ont pas le même attachement que nous à l'égalité et à la justice sociale, de l'autre côté de l'Atlantique.

Mais nulle part ailleurs, il n'y a un tel espace politique, social où les préférences collectives qui sont les nôtres sont ainsi défendues. C'est cela, la souveraineté européenne ! Si nous y renonçons, c'est simple : nous subissons les règles ou de l'un, ou de l'autre.

Oui, le choix qui est le nôtre, c'est bien de refonder celle-ci, sans répliquer les erreurs d'hier.

Nous avons, pendant les premières années de la zone euro, commis des erreurs multiples, qui ont reposé sur des mensonges, parfois, il faut bien le dire ici aussi avec humilité et détermination. On a parfois menti et on a menti au peuple en faisant croire que, sans rien réformer, on pouvait vivre à Athènes comme à Berlin, et ce n'était pas vrai. Mais qui a-t-on fait payer ? Les responsables politiques qui avaient menti ? Non, le peuple qui avait cru des mensonges.

C'est le peuple grec qui, après toutes ces années, lorsque la crise est survenue, cette crise financière devenue une crise des dettes souveraines, c'est le peuple grec qui a payé, des années durant lesquelles on a voulu corriger tout cela par des politiques qui, mues par la défiance, ont d'un seul coup créé, il faut bien le dire, des injustices et des incompréhensions. Nous avons perdu le sel de ce goût pour la cohésion sociale, ce qui nous tenait. Nous l'avons perdu parce que nous, nous sommes perdus dans une guerre civile, au sein de l'Europe, entre des puissances qui ne se faisaient plus confiance.

C'est cela, l'histoire de la décennie qui s'achève : une forme de guerre civile interne où on a voulu regarder nos différences, nos petites trahisons et où nous avons en quelque sorte oublié le monde dans lequel nous étions ; où nous avons préféré corriger ces petites différences et ces petites trahisons en oubliant que face à nous, il y avait des puissances radicalement différentes, et que la seule question qui nous était posée, c'est : comment faire de la zone euro une puissance économique qui puisse tenir, face à la Chine et face aux Etats-Unis ? Comment faire de notre Europe une puissance diplomatique et militaire qui puisse défendre nos valeurs et nos intérêts, face à des régimes autoritaires qui émergent des crises profondes qui peuvent nous bousculer. C'est cela notre seul défi, et pas un autre.

Alors oui, je veux que nous retrouvions, par la réconciliation d'une Europe qui sait conjuguer à nouveau la responsabilité et la solidarité, la force d'une souveraineté qui ne soit pas que nationale mais bien européenne.

Cela passera par des objectifs communs : une volonté de défendre ce qui nous a fait par des réformes institutionnelles indispensables. Dans les prochaines semaines, j'y reviendrai en détail avec une feuille de route que je proposerai à l'ensemble de nos partenaires européens. Mais **oui, il faudra une Europe dans laquelle nous osons à nouveau défendre la convergence sociale, fiscale, parce que c'est ce qui nous tient réunis, et évite les divergences qui nous éclatent. Il faudra retrouver le sel de cette zone euro et inventer une gouvernance forte qui nous fera souverain, avec un budget de la zone euro, avec un véritable responsable exécutif de cette zone euro, et un parlement de la zone euro devant lequel il devra rendre compte.** (*c'est moi qui souligne*)

Il nous faudra, par des propositions concrètes que je veux rapides, refonder cette souveraineté pour que notre Europe sorte de ses petites divisions et puisse construire, d'ici à dix ans, les termes de sa souveraineté. Pas pour ceux d'hier ; pour vous, les plus jeunes.

Nous ne pouvons, nous qui dirigeons aujourd'hui l'Europe, faire comme si de rien n'était. Nous avons encore ce luxe. Mais dans dix ans, quinze ans, vingt ans, quelle Europe nous vous laisserons ?

Je ne veux pas vous écrire votre avenir, mais je veux simplement que vous ayez la possibilité de choisir, que vous ayez ce luxe que nous avons eu, de faire des choix, difficiles parfois, certes, mais de choisir. C'est cela, la souveraineté européenne. C'est ce qui vous permettra, à vous, jeunesse d'Europe, d'écrire votre avenir. C'est ce qui fait que, en aucun cas, ce que nous avons vécu ces dix dernières années, n'est à la hauteur de notre Histoire ! Parce que qu'est-ce que nous avons promis à la jeunesse grecque ? Nous lui avons donné quoi depuis dix ans ? L'austérité et le chômage pour la moitié d'entre elle ! Nous lui avons proposé quoi ? Un avenir radieux, si elle voulait bien aller à Berlin, à Paris ou ailleurs. Ce n'était pas la promesse initiale. La promesse initiale était bien celle d'une Europe souveraine où on pouvait aussi réussir chez soi, dans un espace plus grand et plus fort que nos simples nations. Alors, c'est cela ce que nous devons retrouver, c'est cela le cœur d'une souveraineté européenne, celle qui vous permettra à vous, les plus jeunes, de choisir ! (...)

Cela passera d'abord par une autre méthode pour refonder l'Europe, voilà pourquoi je souhaite que cette feuille de route que je veux proposer à l'ensemble des États membres de l'Union européenne, cette feuille de route pour construire l'avenir de notre Europe sur les dix années qui viennent, je ne propose pas que ce soit un traité négocié en catimini, que ce soit un texte discuté derrière des portes dans une salle obscure à Paris, Bruxelles ou Berlin, non je propose que nous essayons une méthode nouvelle, que d'ici la fin de l'année, nous puissions construire les grands principes de la démarche, ce vers où nous voulons emmener notre Europe, de définir nos objectifs de manière claire et que nous puissions à partir du début de l'année prochaine les soumettre aux peuples européens. Que partout où les dirigeants choisiront de suivre cette voie, et je le souhaite avec ardeur, dans chacun des États membres, nous puissions pendant six mois organiser des consultations, des conventions démocratiques qui seront le temps durant lequel partout dans nos pays nos peuples discuteront de l'Europe dont ils veulent.

Enfin, je veux que nous sortions de cet espèce de dilemme infantile dans lequel l'Europe est aujourd'hui plongée ou d'un côté les uns veulent aller chercher le peuple pour lui faire dire un « oui » ou un « non » qu'ils manipuleront pendant des mois, où le référendum devient l'arme seule des populistes, des anti-européens et où de l'autre côté, ceux qui croient dans l'Europe vraiment finissent par avoir peur de leurs peuples et se cachent derrière leurs propres doutes et se disent « avançons mais ne changeons jamais les traités de peur d'aller faire à nouveau un référendum, avançons mais faisons-le à petits pas entre nous, le peuple ne comprendra pas cela. »

Choisissons une autre voie, une troisième, la voie inventée ici, la voie inventée à l'endroit même où nous nous trouvons, qui n'était pas celle de la démagogie : c'était celle de la démocratie, de la controverse, du débat de la construction par l'esprit critique et le dialogue, celle qui consiste en rentrant dans l'intimité de chacune des questions et de leur complexité, à savoir ce que nous voulons pour la cité commune. C'est cela ce que je veux durant le premier semestre de l'année 2018 dans tous les pays de notre continent, de notre Europe, retrouver le sel de ce qui a été inventé à l'endroit où nous nous trouvons, ce qui a fait nos démocraties. Alors oui par ces conventions démocratiques durant six mois, débattons de cette feuille de route que les gouvernements auront construite dans ses principes et retrouvons-nous six mois plus tard pour en faire la synthèse et sur cette base, débattue, partagée par des débats sur le terrain, par des débats numériques partout en Europe, construisons ce qui sera le fondement d'une réinvention de notre Europe pour les dix ans, les quinze ans, qui

viennent, construisons les termes de ce que nous voulons vraiment ensemble. C'est cette ambition que je veux en méthode pour les mois qui viennent ! (...) ».

On ne peut que souscrire à ces intentions et à ce programme de refondation, et on reçoit même ce discours avec enthousiasme étant donné son lyrisme dans la forme et son fédéralisme dans le fond. Cependant, concernant notre thème de la zone euro, on se demande toujours non seulement si la voie proposée par E. Macron est la meilleure pour réaliser une réelle et pleine Union économique et monétaire mais surtout si elle est très réaliste !

Car, comme le disent dans leur commentaire (Le Monde du 9 septembre) C. Ducourtieux et S. de Royer, « Saura-t-il convaincre ? Tout dépendra de la coalition qui émergera après les élections en Allemagne. C'est bien pour cela que le président souhaite abattre vite ses cartes, pour avoir une chance de peser sur le futur accord de coalition ». Et comme le reconnaît E. Macron lui-même avant de quitter la Grèce, il y a un lien direct entre son projet de refondation européennes et son programme de transformation de la France : « Croyez-vous un instant que nos partenaires européens vont regarder la voie que nous ouvrons si, chez nous, nous ne savons pas changer les choses ? Pensez-vous que nous pourrions tenir notre rang, défendre nos intérêts, si nous ne sommes pas forts, si nous ne transformons pas les choses ? ». Ces questions font suite à des réflexions faites devant la communauté française présente en Grèce, qui font d'ailleurs écho à d'autres qu'il avait faites auparavant à Bucarest, également devant la communauté française. En effet, par deux fois, de l'étranger, E. Macron s'autorise de porter des jugements qui stigmatisent les Français.

À Bucarest, il avait déclaré sans ambages que « la France n'est pas un pays réformable. Beaucoup ont essayé, ils n'ont pas réussi parce que les Françaises et les Français détestent les réformes. Dès qu'on peut éviter les réformes, on ne les fait pas. C'est un peuple qui déteste cela. Ce qu'il faut, c'est lui expliquer où on va et il faut lui proposer de se transformer en profondeur, mais pour mener un projet plus grand que soi ».

À Athènes, il persiste et signe, et va même plus loin dans la stigmatisation : « Et je l'ai souvent dit et je le disais devant nos compatriotes il y a quelques semaines, en Roumanie. D'aucuns faisaient semblant de découvrir cette forme de provocation que j'assume. La France n'est pas un pays qui se réforme ; notre pays ne se réforme pas. Parce que nos concitoyens, aussi longtemps qu'il est possible de ne pas faire les réformes indiquées par les livres ou les procédures, se cabrent, résistent, contournent. Nous sommes ainsi faits, mais le temps que nous vivons n'est plus un temps à faire des réformes ou des ajustements, c'est le temps d'une transformation profonde. (...) Alors oui, je vous le dis. Des choses qui paraissent terriblement infaisables : réformer le droit du travail, transformer la formation des chômeurs, réformer le marché du logement, les transports, tout ce qui a fait hésiter, bégayer l'histoire en France depuis tant de décennies, nous allons le faire. Sans brutalité, avec calme, avec explications, avec sens. Parce que je ne veux répondre en ces matières à aucune jalousie ou à aucune directive de l'un ou de l'autre. Je veux juste que notre pays soit plus fort pour pouvoir être plus juste. Soit plus fort pour porter l'Europe dans cette ambition que je décrivais. Soit plus fort pour défendre ce qu'il est et qu'il a toujours été à travers le monde. (...) Je serai d'une détermination absolue et je ne céderai rien ni aux fainéants, ni aux cyniques, ni aux extrêmes. Et je vous demande d'avoir, chaque jour, la même détermination. Ne cédez rien ni aux égoïstes, ni aux pessimistes, ni aux extrêmes. Vous êtes une part d'Europe ici, une part d'Europe redoublée (...) ».

Le mardi 12, la première ministre britannique Theresa May fait voter - avec une courte majorité - la « loi de retrait de l'UE ». Cette loi abroge la loi de 1972 qui assurait automatiquement la transposition des directives communautaires dans le droit national mais en même temps elle transpose le droit communautaire dans le droit britannique pour assurer la continuité. Cette loi de retrait permet d'effacer toutes les références à l'UE comme, en particulier, la Charte des droits fondamentaux. Elle est par ailleurs fortement critiquée parce que le gouvernement va avoir des pouvoirs spéciaux pendant 2 ans pour modifier la législation sans devoir passer par l'examen habituel du Parlement.

Le mercredi 13, le Président de la Commission européenne, J.-C. Juncker, fait son discours annuel devant le Parlement sur l'état de l'Union 2017 (http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-17-3165_fr.htm).

Nous en citons ci-après quelques passages, spécialement ceux qui sont consacrés à la zone euro : (...) L'Europe a de nouveau le vent en poupe. De nouvelles opportunités s'ouvrent à nous, mais elles ne resteront pas ouvertes éternellement. Mettons cet élan à profit, profitons de ces vents favorables. Et pour cela nous devons faire deux choses :

Premièrement, nous devons tenir le cap fixé l'an dernier. Il nous reste encore 16 mois durant lesquels le Parlement, le Conseil et la Commission peuvent accomplir de véritables progrès. Nous devons profiter de cette période pour terminer ce que nous avons commencé à Bratislava, et mettre en œuvre notre programme constructif.

Deuxièmement, nous devons nous fixer un objectif ambitieux pour l'avenir. Comme l'a écrit Mark Twain, quand les années auront passé, nous serons plus déçus par les choses que nous n'aurons pas faites que par celles que nous aurons faites. Le moment est venu de bâtir une Europe plus unie, plus forte et plus démocratique d'ici à 2025. (...)

L'EURO

Si nous voulons que l'euro unisse notre continent plutôt que de le diviser, il faut qu'il soit plus que la monnaie de quelques uns. L'euro a vocation à devenir la monnaie unique de toute l'Union européenne. Tous nos États membres, sauf deux, ont le droit et l'obligation d'adopter l'euro dès qu'ils rempliront toutes les conditions.

Les États membres qui veulent intégrer la zone euro doivent aussi avoir la capacité de le faire. C'est la raison pour laquelle je propose la création d'un instrument d'adhésion à l'euro, offrant une assistance de pré-adhésion technique et parfois financière.

Si nous voulons que les banques soient soumises aux mêmes règles et à la même surveillance sur l'ensemble de notre continent, nous devons encourager tous les États membres à rejoindre l'union bancaire. Et il est urgent de la compléter. Pour cela, il nous faut réduire les risques qui existent encore dans les systèmes bancaires de certains de nos États membres. L'union bancaire ne peut fonctionner que si la réduction et le partage de ces risques vont de pair. Pour y parvenir, comme chacun le sait, certaines préconditions doivent être rétablies comme la Commission l'a proposé en novembre 2015. Il ne pourra y avoir une garantie des dépôts commune que si chacun respecte ses devoirs nationaux. (...)

Je veux une union économique et monétaire plus forte. La zone euro est aujourd'hui plus robuste qu'elle ne l'a jamais été. Nous avons notamment créé un mécanisme européen de stabilité (MES). Je pense que le MES devrait maintenant évoluer progressivement vers un Fonds monétaire européen, fermement ancré dans notre Union. La Commission fera des propositions concrètes en ce sens en décembre.

Il nous faut un ministre européen de l'économie et des finances, qui encourage et accompagne les réformes structurelles dans nos États membres. Il pourra s'appuyer sur le travail mené par la Commission depuis 2015 dans le cadre de son service d'appui à la réforme structurelle.

Ce ministre européen de l'économie et des finances devrait coordonner l'ensemble des instruments financiers de l'UE lorsqu'un État membre entre en récession ou est frappé par une crise menaçant son économie.

Je ne plaide pas pour la création d'une nouvelle fonction. Pour des raisons d'efficacité, je plaide pour que cette tâche soit confiée au commissaire européen en charge de l'économie et des finances – idéalement vice-président de la Commission européenne – et président de l'Eurogroupe.

Ce ministre européen de l'économie et des finances sera bien évidemment responsable devant ce Parlement européen.

Nous n'avons pas besoin de structures parallèles. Par conséquent, nous n'avons pas besoin d'un budget de l'euro distinct, mais d'une ligne budgétaire conséquente dédiée à l'euro zone dans le cadre de notre budget de l'UE.

Je n'ai pas de sympathie pour l'idée d'un Parlement spécifique de la zone euro. Le Parlement de la zone euro est le Parlement européen (...).

À partir de ce discours et de celui d'E. Macron ci-dessus mentionné, il est facile, pour ce qui concerne la zone euro, de trouver les points d'accord mais aussi les points de divergence entre le Président de la Commission et le Président français. Pour son discours, on dit que J.-C. Juncker a demandé conseil à A. Merkel... On y retrouve d'ailleurs l'idée de la transformation du MES en un FME, mais pas l'idée du ministre des finances allemand d'enlever à la Commission le contrôle des budgets nationaux. J.-C. Juncker propose des changements institutionnels qui ne nécessitent pas pour autant une réforme des traités ni la création d'institutions supplémentaires : ainsi donc, il n'est pas favorable, pour la seule zone euro, à un Parlement ni à un budget spécifiques, ce que propose E. Macron. Sa logique est en effet que la zone euro doit à terme s'étendre à toute l'UE alors que celle du Président français est celle d'une Europe à plusieurs vitesses, avec un noyau autour de la zone euro. La position de Klaus Regling, directeur général actuel du MES, qui est peu connu du public mais qui a l'oreille de nombreux responsables européens, rejoint celle de J.-C. Juncker mais se montre cependant moins frileux : il reconnaît que « Nous avons vraiment besoin d'un mécanisme permettant de faire face aux chocs asymétriques. Un pays victime d'un choc asymétrique recevrait de l'argent pendant une crise, mais aurait l'obligation de rembourser une fois le choc passé ». Il souhaite que soit mis en place un fonds de 100 à 200 milliards d'euros pour faire face aux difficultés momentanées que peuvent causer notamment des catastrophes naturelles et propose même une assurance-chômage européenne complémentaire pour éviter aux pays en difficulté des mesures d'austérité trop coûteuses. On constate ainsi qu'un certain consensus semble se former en faveur du remplacement du MES par un FME, ce qui, de surcroît, donnerait une certaine autonomie de l'UE par rapport au FMI.

Le jeudi 14, l'OCDE publie une étude sur la France : l'économie va certes mieux à la fois pour sa croissance, l'emploi (sauf dans les quartiers défavorisés), la consommation et l'investissement privé. Mais le pays est maintenant en première position pour le poids des dépenses publiques (56%), a une dette publique dont l'évolution est dangereuse pour le financement de la protection sociale, sa fiscalité brime l'innovation, son commerce extérieur est très déséquilibré, et, surtout, il a une diminution de son taux de croissance potentielle et une productivité trop faible. L'OCDE continue à exhorter la France d'accélérer ses réformes, en particulier de baisser ses dépenses publiques et les impôts, d'améliorer la formation et le système d'orientation et d'information, d'approfondir la réforme du marché du travail et d'augmenter la productivité en libéralisant les professions réglementées et en accentuant la concurrence dans les services.

Le vendredi 15, Le Monde publie un article de J.K. Galbraith (professeur d'économie à l'Université du Texas), A. Lalucq (codirectrice de l'Institut Veblen) et de Y. Varoufakis (ancien ministre grec des finances) : « L'impasse d'Emmanuel Macron en Europe ». Les auteurs relèvent en réalité deux impasses. D'abord la proposition d'E. Macron d'une fédération « light » autour de l'euro est d'ores et déjà refusée par l'Allemagne, qui fait la contre-proposition de la transformation du MES en un FME. « Il peut paraître difficile de distinguer cette contre-proposition de celle du président Macron. Pourtant, il existe une différence fondamentale : elle touche au contrôle démocratique. Car la structure de décision n'est autre que celle de l'Eurogroupe, cette boîte noire antidémocratique au sein de laquelle l'intérêt général et l'esprit de compromis ont laissé place, à l'abri du regard des citoyens, à un diktat économique nommé austérité. (...) Le président Macron entraîne son pays à marche forcée, mais aussi l'Europe, dans une seconde impasse. Depuis trente ans, les politiques de flexibilisation du marché du travail ont prouvé leur efficacité dans un seul domaine : redistribuer de la pauvreté. Le gouvernement affiche néanmoins sa détermination, convaincu que la mise en concurrence grandissante des salariés entre eux a déjà fait son travail de division des mobilisations. Mais faut-il être à ce point dogmatique pour ne pas voir que le délitement social sera l'essence du retour en force des réactionnaires, qui ont déjà rassemblé 11 millions de voix en mai dernier ? La loi travail XXL n'est pas qu'une atteinte à la protection des salariés français. Elle mènera la vie dure à l'ensemble des Européens. Car les ordonnances affaiblissent le rempart social français, qui avait jusque-là joué un rôle essentiel de contrepoids aux politiques d'austérité, en France comme en Europe. Cette loi entérine en outre la concurrence déloyale comme projet économique. Mise en concurrence des salariés, volonté de réformer la fiscalité pour attirer les traders de la City : la France participe désormais à la course au moins-disant social et fiscal. (...) Face à cette pente dangereuse pour la France et pour l'Europe, il existe un projet alternatif, crédible, solide. Un plan européen qui refuse de céder aux sirènes du nationalisme. Cet autre chemin, c'est celui d'un « new deal » qui ouvre une nouvelle ère de prospérité partagée, fondée sur des principes très simples : chaque Européen doit pouvoir accéder à un emploi payé correctement, à un logement décent, à des services publics de qualité, le tout en harmonie avec la nature. Ce chemin passe par un investissement massif dans ce qui fait du sens (...) ».

Le vendredi 15, réunion de l'Eurogroupe, consacrée à l'état d'avancement du programme d'ajustement économique en cours en Grèce et à la résilience économique au sein de l'UEM : « La résilience économique désigne la capacité d'un pays à prévenir les chocs économiques et à y faire face. C'est un aspect particulièrement important pour la zone euro, dans laquelle les pays partagent une monnaie unique et sont extrêmement interdépendants et où une résilience économique insuffisante dans un pays peut rapidement avoir des conséquences graves pour d'autres économies de la zone euro. (...) Les ministres ont défini un certain nombre de domaines d'action dans lesquels des améliorations pourraient permettre de renforcer la résilience économique, tels que la nécessité de diversifier l'économie, la flexibilité du marché du travail et du marché des produits, les incitations fiscales à l'investissement, la qualité des institutions, ainsi que d'autres domaines.

Le Monde du samedi 16 publie deux textes très intéressants sur les « ordonnances Macron-Philippe ». D'abord, un long entretien accordé par Pierre Ferracci, expert du dialogue social et père de Marc Ferracci, conseiller spécial de Muriel Pénicaud, ministre du travail, et inspirateur du programme de réforme du marché du travail d'E. Macron : sans hésiter, P. Ferracci estime que dans les ordonnances « il y a clairement un déséquilibre en faveur de la flexibilisation du marché du travail ». P. Ferracci fait une distinction importante concernant les modèles de flexisécurité : « d'une part, les pays scandinaves, auxquels le président de la République s'est référé à plusieurs reprises, ainsi que l'Allemagne et l'Autriche ; d'autre part, le modèle anglo-saxon selon lequel la régulation s'effectue par le marché et où le dialogue et la démocratie sociale occupent une place moindre. J'aimerais que la flexisécurité à la française ne soit pas une mauvaise synthèse entre les deux systèmes car nous savons lequel a les faveurs d'une bonne partie du patronat. (...) Entre les deux grandes voies, il faut en retenir une. C'est un choix de société, pas simplement un problème discuté par les partenaires sociaux. Il aurait mieux valu s'engager d'abord sur le terrain de la sécurisation des salariés plutôt que sur celui de la flexibilité et de la mobilité accrue. Quand vous faites sauter quelqu'un en parachute, vous vous assurez au préalable de la solidité du parachute. J'espère que les négociations sur l'assurance-chômage, sur la formation professionnelle et sur les retraites vont rééquilibrer la donne ». Ensuite, une analyse faite par des juristes et des sociologues sur l'inversion des normes. « Pour Kelsen, l'ordre juridique est construit sous la forme d'une pyramide : la Constitution est en haut, puis suivent la loi, le décret, et enfin l'acte individuel et le contrat, explique Dominique Rousseau, professeur de droit constitutionnel à Paris-I-Sorbonne. (...) Ce bel édifice est conçu dans un esprit de verticalité. « La pyramide de Kelsen correspond parfaitement à la société d'autorité du début du XXe siècle : à l'époque, toutes les relations sont conçues de manière verticale – dans la famille avec le paterfamilias, dans l'entreprise avec le dirigeant tout-puissant, à l'école avec l'instituteur, poursuit le juriste. Dans cet univers, la loi, qui exprime la volonté de l'Etat, semble le bon moyen de réguler les relations sociales. Elle est “générale et impersonnelle”, selon l'expression des juristes du XIXe siècle : elle s'applique à tous de la même manière. » Dans le domaine du droit du travail, cette pyramide de

normes est, dans la France des « trente glorieuses », régie par le « principe de faveur » : la loi, qui trône en haut de la pyramide, prime sur l'accord de branche, qui lui-même prime sur l'accord d'entreprise, qui lui-même prime sur le contrat de travail. Il est certes possible de déroger à cette logique mais à une condition : que ce pas de côté offre un bienfait aux salariés. (...) Au cours des années 1980, cet édifice commence cependant à se fissurer. Dans la « société des individus » qui triomphe en cette fin de XXe siècle, la loi, sa clé de voûte, perd peu à peu de son charme au profit du contrat. « La loi est un acte vertical de l'Etat qui s'impose à tous alors que le contrat est un accord de volonté horizontal négocié au plus près des acteurs, analyse le juriste Dominique Rousseau. Il est adapté aux sociétés complexes comme les nôtres car elles sont composées d'individus qui demandent qu'on prenne en compte la diversité de leurs parcours et de leurs aspirations. » (...) Dès la fin des années 1970, (...) ces nouvelles aspirations divisent les progressistes. « Deux cultures coexistent alors au sein de la gauche non communiste, explique Jérôme Pélisse, professeur de sociologie à Sciences Po Paris et chercheur au Centre de sociologie des organisations. Une culture de la gauche socialiste, inspirée historiquement par la lutte des classes, qui prône une approche issue des “trente glorieuses” : c'est à l'Etat d'accompagner le progrès social par la loi. Et une culture dite de la deuxième gauche, autour de Michel Rocard et de la CFDT, qui renvoie davantage aux acteurs sociaux et à la négociation collective afin de définir de nouveaux compromis. » Dès le début des années 1980, l'idée de la décentralisation du dialogue social fait son chemin dans les esprits, puis dans les textes. Pour Jean-Emmanuel Ray, professeur de droit à Paris-I-Sorbonne, l'acte I de ce séisme se joue en 1982 : les lois Auroux célèbrent certes la négociation sociale mais elles permettent aussi, pour la première fois, de conclure des conventions collectives qui dérogent à la loi, et ce qu'elles soient mieux ou moins-disantes. « Le principe de faveur est écorné, analyse le juriste. Après ce texte, plus rien ne sera comme avant : toutes les lois qui suivront seront les répliques sismiques de ce tremblement de terre initial. » En 1998 et 2000, les lois Aubry permettent ainsi de négocier le temps de travail hors du principe de faveur. En 2004, la loi Fillon va infiniment plus loin : si la branche l'autorise, une entreprise peut signer un accord dérogatoire à la branche, même s'il est « défavorable » aux salariés, sur tous les sujets sauf les salaires minimums, les classifications professionnelles, la mutualisation de la formation et celle de la protection sociale complémentaire. « La religion du mieux-disant liée aux “trente glorieuses” connaît sa première exception, résume Jean-Emmanuel Ray. Il n'y a plus de hiérarchie des normes conventionnelles mais une articulation des normes. » « La loi Fillon a déclenché un mouvement qui s'est prolongé jusqu'aux ordonnances Macron d'aujourd'hui. Le lieu principal de régulation des rapports de travail est désormais l'entreprise », explique Pascal Lokiec, professeur à l'École de droit de la Sorbonne (Paris-I). (...) Faire des travailleurs les acteurs du dialogue social, négocier les règles du jeu au plus près du terrain, coller aux attentes des salariés : les partisans de ces nouvelles formes de démocratie sociale font le pari de la confiance contre la défiance, de l'autonomie contre la hiérarchie, du sur-mesure contre le prêt-à-porter. « La négociation collective est un mode de régulation qui convient à une société qualifiée qui valorise l'horizontalité et le compromis affirme le juriste Jean-Emmanuel Ray. Depuis la Libération, la culture militaro-industrielle de la subordination s'effrite. Il faut en tirer les conséquences ». (...) Dans un pays comme la France, cette voie est pourtant semée d'embûches : elle suppose une véritable « révolution culturelle », sourit Dominique Rousseau. « La tradition française, c'est l'héritage jacobin de la verticalité, rappelle le juriste Pascal Lokiec. En matière de droit du travail, tout, ou quasiment tout, figure dans le code du travail : le concept-clé, ce n'est pas la négociation collective dans les entreprises mais la “loi” commune – la législation et les conventions de branche, que l'on appelle parfois “les lois de la profession”. Elles ont vocation à construire un droit commun à tous les salariés. Ce n'est pas le cas dans les pays anglo-saxons. » (...) Dans les entreprises, le lien de subordination qui est au cœur de la relation de travail fait indiscutablement pencher la balance du pouvoir du côté de l'employeur.

« On peut, bien sûr, faire le pari de la confiance et du compromis en décentralisant le dialogue social, explique Pascal Lokiec. Mais c'est précisément parce qu'on s'est aperçu qu'il y avait des accords injustes que l'on a construit le droit du travail. Même au niveau collectif, où les rapports sont moins déséquilibrés que dans la relation individuelle de travail, la confiance n'est pas toujours un bon régulateur des rapports sociaux, surtout en période de crise : il y a des moments où la loi doit s'imposer. » La négociation est parfois une bonne méthode de régulation, ajoute le sociologue Jérôme

Pélisse, mais, dans un contexte de chômage élevé, elle est « potentiellement pipée » par le chantage à l'emploi. D'autant qu'en France les syndicats sont extrêmement faibles... (...) « Entre salariés qualifiés et non qualifiés, organisés collectivement ou non, travaillant dans de grandes ou de petites entreprises, certains pourront négocier des compromis intéressants, mais bien d'autres risquent d'y perdre. Au final, il est important qu'ils puissent se référer à un modèle social de portée nationale auquel on ne peut déroger, pas à un socle minimaliste qui se réduit comme peau de chagrin. Les intérêts des salariés et ceux des employeurs sont loin de coïncider, surtout avec les transformations actuelles du travail : il faut donc redonner du sens au principe de faveur » (...) Les partisans et les détracteurs du principe de faveur s'accordent au moins sur un point : pour régir le monde du travail, il faut s'appuyer à la fois sur la loi, les accords de branche et les accords d'entreprise. Tout est donc affaire de dosage, d'équilibre – et de regard. Là où les tenants de la décentralisation de la négociation sociale voient une salutaire diversité, ses adversaires décèlent une dangereuse inégalité ; là où les premiers saluent l'émergence de l'autonomie et de la responsabilité, les seconds dénoncent un abus de pouvoir patronal. « Dans une société complexe, l'intérêt collectif est de plus en plus difficile à définir », conclut dans un sourire le juriste Pascal Lokiec » ».

Le vendredi 15, le premier ministre Édouard Philippe est à Berlin pour tenter de faire perdurer le « charme » qu'avait réussi à dégager Emmanuel Macron au lendemain de son élection lors de sa visite à la chancellerie. Comme on le dit dans l'entourage d'E. Philippe, « C'est le moment d'injecter des idées pour relancer l'Europe, même si les résultats des élections en Allemagne ne sont pas connus. Il faut faire infuser les idées maintenant car une fois la coalition formée, ce sera verrouillé ». D'ailleurs, A. Merkel est restée très prudente : « nous devons certainement renforcer la gouvernance de la zone euro, mais, pour moi, ce qui est important, c'est que les expressions qui sont avancées – gouvernement de la zone euro, ministre européen des finances, budget – soient aussi dotées d'un contenu ». La « réparation » de la zone euro dépend directement du « couple franco-allemand » mais les deux parties ne sont pas exactement sur la même longueur d'ondes : alors que le président français considère que la zone euro ne fonctionne pas de manière satisfaisante parce que sa centralisation est insuffisante, la chancelière allemande estime plutôt que ce sont les responsabilités nationales qui sont insuffisantes. Des experts de la chose européenne comme Barry Eichengreen considèrent qu'il y a peut-être malgré tout des avancées communes possibles, comme en matière d'union bancaire et de FME, et pourquoi pas en matière de fédéralisme budgétaire. Le couple « franco-allemand » pourra-t-il donc redevenir le moteur de la construction européenne ?

Le 19 septembre, devant la communauté française de New York, le Président français retdit, comme il l'avait déjà fait à Bucarest et à Athènes, donc de l'étranger dans les 3 cas, que les Français n'aiment pas les réformes et fustige cette fois-ci « les assis et les prudents » pour mieux opposer « les Français mondialisés, heureux, en mouvement » à ceux qui sont « sédentaires, bloqués dans l'arrière-cour ».

Le 20 septembre, la BCE annonce le lancement d'ici 2020 d'un taux d'intérêt au jour le jour interbancaire qui s'ajoutera à ses taux directeurs actuels, dans le but de servir de référence aux taux de référence actuels produits par le secteur privé, en particulier l'Éonia et l'Euribor, qui, à l'occasion des crises financières, ont beaucoup perdu de la confiance des marchés financiers.

De son côté, la Fed ne modifie pas son taux directeur tout en laissant penser qu'il pourrait y avoir une nouvelle hausse en décembre, mais elle annonce qu'elle va alléger chaque mois son bilan de 10 milliards de dollars et cela dès le mois d'octobre (ce bilan pèse aujourd'hui 4500 milliards \$ contre 900 il y a 9 ans). La présidente Janet Yellen a reconnu à cette occasion que la faible inflation qui persiste malgré la reprise et le plein emploi est « plutôt un mystère ». C'est aussi la question que l'on se pose en Europe. Les explications ne manquent pas et chacune a sa part de vérité : la numérisation de l'économie en général et des transactions commerciales en particulier, la précarisation croissante des emplois qui se conjugue avec une féminisation également croissante des emplois, ...

Le dimanche 24, les élections législatives allemandes permettent à A. Merkel de garder son poste de chancelière mais les résultats fragilisent sa position et rendent compliquée la définition de la nouvelle coalition. La CDE-CSU a 33% des suffrages, le SPD 20,5% (les sociaux-démocrates ont décidé d'entrer dans l'opposition), l'AfD d'extrême droite 12,6%, les libéraux-démocrates du FDP 10,7%, die Linke 9,2% et les Verts 8,9%. Ces résultats compliquent la réalisation des projets européens d'E. Macron, surtout si le FDP obtient des postes importants car il défend peut-être encore plus farouchement l'ordilobéralisme que ne le font des représentant de la CDU comme Schäuble et la

partie bavaroise de la CSU. De plus, il faut savoir que l'AfD - Alternative für Deutschland - qui va faire son entrée au Bundestag a été créée en 2013 par un groupe d'économistes et d'essayistes opposés à l'euro et favorables au retour du deutschmark. L'avenir de l'UEM va largement dépendre de ce que sera la coalition « Jamaïque » que prépare A. Merkel.

Le lundi 25, sur Xerfi Canal, l'économiste Olivier Passet ne mâche pas ses mots : « J'ai coutume de dire que l'Europe est en passe de devenir une "plateforme de production allemande". L'expression suggère que les autres économies de la zone sont en voie de vassalisation et n'ont d'autre vocation que de passer sous tutelle du donneur d'ordre rhénan en tant que sous-traitant de premier ou second rang. Et qu'à travers son leadership économique, l'Allemagne imprime peu à peu l'ascendant sur la configuration du projet européen ».

Pour nous, l'Acte unique et la directive 88/361 sont une des sources de ce phénomène de « vassalisation » au travers de celui de polarisation des activités industrielles (voir ici en date du 24 juin 1988).

D'ailleurs, O. Passet approuve cette analyse quand il dit : « L'Allemagne est le pivot de la production industrielle européenne. L'industrie allemande concentre le quart de la valeur ajoutée de l'UE et 37% de celle de la zone euro. Cette part est croissante depuis 2005, même si la désindustrialisation de l'ex-RDA a pu faire illusion quelque temps. S'aggrave autour de ce noyau dur les PECO, qui deviennent une base arrière de sous-traitance (la fameuse économie de bazar). Si l'on regarde le poids relatif de l'ensemble constitué par l'Allemagne et les PECO au sein de l'UE, il est clair que la dynamique est là, au détriment des autres grandes économies diversifiées que sont la France, l'Espagne, l'Italie et le Royaume-Uni. L'Allemagne cherche moins en Europe un grand marché de débouchés qu'un grand marché de facteurs bon marché, mobilisable pour asseoir et renforcer son avantage concurrentiel sur le reste du monde ». Plus loin, O. Passet parle même de « germanisation économique de l'Europe » et attribue à l'euro fort une grande responsabilité : « L'Allemagne sous l'emprise de la monnaie forte est devenue un pays dual : un espace d'inclusion à deux vitesses, où ceux qui n'appartiennent pas au cœur de production ont vocation à survivre sur la base de petits jobs. Et c'est cette dualité allemande qui s'étend aujourd'hui à l'Europe entière, avec la monnaie forte comme instrument de sélection ».

Le mardi 26, à la Sorbonne à Paris, **grand discours du Président Macron « pour une Europe souveraine, unie, démocratique »** (<http://www.elysee.fr/declarations/article/initiative-pour-l-europe-discours-d-emmanuel-macron-pour-une-europe-souveraine-unie-democratique/>)

Certes, il est dommage que le communiqué de presse gomme les élans lyriques du propos et ses références littéraires, mais le voici dans son intégralité pour constater que le projet de refondation de l'Europe s'inscrit dans une puissante vision quasi-fédéraliste et que de nombreuses propositions sont mises sur la table à l'intention des partenaires pour prendre date et préparer l'avenir.

« Face aux grands défis de notre temps – la défense et la sécurité, les grandes migrations, le développement, le changement climatique, la révolution numérique, la régulation d'une économie mondialisée – les pays européens ont-ils trouvés les moyens de défendre leurs intérêts et leurs valeurs, de garantir et d'adapter leur modèle démocratique et social unique au monde ? Peuvent-ils relever seuls chacun de ces défis ?

Nous ne pouvons pas nous permettre de garder les mêmes politiques, les mêmes habitudes, les mêmes procédures, le même budget. Nous ne pouvons pas davantage choisir la voie du repli national.

La seule voie qui assure notre avenir, c'est la refondation d'une Europe souveraine, unie et démocratique.

Une Europe souveraine

Les six clés de la souveraineté européenne

1. Une Europe qui garantit la sécurité dans toutes ses dimensions
 - - En matière de défense, l'Europe doit se doter d'une force commune d'intervention, d'un budget de défense commun et d'une doctrine commune pour agir. Il convient d'encourager la mise en place au plus vite du Fonds européen de défense, de la coopération structurée permanente et de les compléter par une initiative européenne d'intervention qui permette de mieux intégrer nos forces armées à toutes les étapes.
 - - Dans la lutte contre le terrorisme, l'Europe doit assurer le rapprochement de nos capacités de renseignement en créant une Académie européenne du renseignement.
 - - La sécurité doit être assurée, ensemble, dans toutes ses dimensions : il faut doter l'Europe d'une force commune de protection civile.
2. Une Europe qui répond au défi migratoire
 - - Nous devons créer un espace commun des frontières, de l'asile et des migrations, pour maîtriser efficacement nos frontières, accueillir dignement les réfugiés, les intégrer réellement et renvoyer rapidement ceux qui ne sont pas éligibles au droit d'asile.

L'EURO

- - Nous devons créer un Office européen de l'asile, qui accélère et harmonise nos procédures ; mettre en place des fichiers interconnectés et des documents d'identité biométriques sécurisés ; établir progressivement une police des frontières européenne qui garantisse une gestion rigoureuse des frontières et assure le retour de ceux qui ne peuvent pas rester ; financer un large programme européen de formation et d'intégration pour les réfugiés
- 3. Une Europe tournée vers l'Afrique et la Méditerranée
 - - L'Europe doit avoir une politique extérieure centrée sur quelques priorités : d'abord la Méditerranée et l'Afrique.
 - - Elle doit développer un nouveau partenariat avec l'Afrique, fondé sur l'éducation, la santé, la transition énergétique.
- 4. Une Europe modèle du développement durable
 - - L'Europe doit être le chef de file d'une transition écologique efficace et équitable.
 - - Elle doit favoriser les investissements dans cette transition (transport, logement, industrie, agriculture...) en donnant un juste prix au carbone : par un prix minimum significatif à l'intérieur de ses frontières ; par une taxe carbone européenne aux frontières pour assurer l'équité entre ses producteurs et leurs concurrents.
 - - L'Europe doit mettre en place un programme industriel de soutien aux véhicules propres et aux infrastructures nécessaires (bornes de recharge...).
 - - Elle doit assurer sa souveraineté alimentaire, en réformant la politique agricole commune et en mettant en place une force commune de contrôle qui assure la sécurité alimentaire des Européens.
- 5. Une Europe de l'innovation et de la régulation adaptées au monde numérique
 - - L'Europe doit mener et non subir cette transformation, en promouvant dans la mondialisation son modèle combinant innovation et régulation.
 - - Elle doit se doter d'une Agence pour l'innovation de rupture, finançant en commun des champs de recherche nouveaux, comme l'intelligence artificielle, ou inexplorés.
 - - Elle doit assurer l'équité et la confiance dans la transformation numérique, en repensant ses systèmes fiscaux (taxation des entreprises numériques) et en régulant les grandes plateformes.
- 6. Une Europe puissance économique et monétaire
 - - Nous devons faire de la zone euro le cœur de la puissance économique de l'Europe dans le monde.
 - - En complément des réformes nationales, elle doit se doter des instruments qui en feront une zone de croissance et de stabilité, notamment un budget qui permette de financer des investissements communs et d'assurer la stabilisation face aux chocs économiques.

Une Europe unie

1. Une solidarité concrète par la convergence sociale et fiscale
 - - Nous devons encourager la convergence au sein de toute l'Union en fixant des critères qui rapprochent progressivement nos modèles sociaux et fiscaux. Le respect de ces critères doit conditionner l'accès aux fonds de solidarité européens.
 - - Sur le plan fiscal, il convient de définir un corridor de taux d'impôt sur les sociétés ; sur le plan social, il faut garantir à tous un salaire minimum, adapté à la réalité économique de chaque pays, et encadrer la concurrence par les niveaux de cotisations sociales.
2. Le ciment de la culture et du savoir
 - Créer un sentiment d'appartenance est le ciment le plus solide de l'Europe. 2
 - Nous devons renforcer les échanges, pour que chaque jeune Européen ait passé au moins 6 mois dans un autre pays européen (50 % d'une classe d'âge en 2024), que chaque étudiant parle deux langues européennes d'ici 2024.
 - Nous devons créer des Universités européennes, réseaux d'universités qui permettent d'étudier à l'étranger et de suivre des cours dans deux langues au moins. Au lycée, nous devons mettre en place un processus d'harmonisation ou de reconnaissance mutuelle des diplômes de l'enseignement secondaire (à l'instar de l'enseignement supérieur).

Une Europe démocratique

La refondation européenne ne se construira pas à l'abri des peuples, mais en les associant dès le début à cette feuille de route.

1. La nécessité du débat : les conventions démocratiques
 - Pendant 6 mois, des débats nationaux et locaux, sur la base de questions communes, seront organisés en 2018 dans tous les pays de l'UE volontaires.
2. Le renforcement du Parlement européen : les listes transnationales
 - Dès 2019, en utilisant le quota des députés britanniques partants, nous devons créer des listes transnationales qui permettent aux Européens de voter pour un projet cohérent et commun.

Quelle Europe en 2024 ?

1. L'Union européenne, notre cadre commun

L'EURO

- L'UE définit notre socle commun, fondé sur (i) des valeurs démocratiques communes, non négociables ; (ii) un marché unique plus simple et plus protecteur, associé à une politique commerciale refondée (dans 3 directions : la transparence dans les négociations et la mise en œuvre des accords commerciaux ; l'exigence sociale et environnementale ; la réciprocité, avec un procureur commercial européen chargé de vérifier le respect des règles par nos concurrents et de sanctionner sans délai toute pratique déloyale).
 - Si elle permet des différenciations ambitieuses, cette Union pourra s'élargir progressivement aux pays des Balkans occidentaux.
 - Elle devra pour cela réformer ses institutions, avec une Commission plus restreinte (15 membres).
2. La différenciation par l'ambition
Au sein de cette Union, ceux qui veulent aller plus loin, plus vite, doivent le faire sans être empêchés. Les coopérations seront toujours ouvertes à tous, sur le seul critère du niveau d'ambition partagée, sans format prédéfini
3. L'impulsion franco-allemande
Face à ces défis, l'impulsion franco-allemande sera décisive. « Pourquoi ne pas se donner l'objectif, d'ici 2024, d'intégrer totalement nos marchés en appliquant les mêmes règles à nos entreprises, du droit des affaires au droit des faillites ? »
Cet esprit pionnier et concret, c'est celui du Traité de l'Elysée, dont la France propose d'engager une révision traduisant une nouvelle ambition commune.
4. Le groupe de la refondation européenne
Tous les Etats qui adhèrent à cette volonté pourront lancer dans les prochaines semaines un « groupe de la refondation européenne ».
Ce groupe accueillera les représentants de chaque Etat membre volontaire et associera les institutions européennes.
D'ici l'été 2018, il travaillera pour préciser et proposer les mesures qui mettront en œuvre cette ambition, en se nourrissant des débats des conventions démocratiques. Thème par thème, les outils nécessaires à la refondation (coopération renforcée, changement de traité à terme...) seront examinés.

« Le temps où la France propose est revenu. Je pense en cet instant à Robert Schuman, le 9 mai 1950, à Paris, osant proposer de construire l'Europe.
Je pense à ses mots saisissants : 'L'Europe n'a pas été faite, nous avons eu la guerre'. »
Emmanuel Macron, 26 septembre 2017 ».

Notre adhésion à cette noble et ambitieuse vision laisse pourtant subsister nos appréhensions et nos doutes : oui au fédéralisme, bien sûr, mais celui-ci peut-il s'accommoder d'une zone euro qu'il sera difficile de réformer à défaut de la remettre d'aplomb, d'une Europe à la carte qui le mettrait à mal par définition et d'une philosophie générale trop marquée par l'ordolibéralisme allemand (l'Europe à la carte est devenue la vision orthodoxe de l'avenir politique de l'UE tout comme l'ordolibéralisme est depuis longtemps son orthodoxie économique et monétaire). Le réalisme du projet européen d'E. Macron est directement conditionné par le compromis que les deux pays pourront trouver. Comme l'écriront 15 économistes français et allemands le jeudi 28, à la fois dans Le Monde et la Frankfurter Allgemeine, « si les deux camps s'en tiennent à leurs positions respectives, il est fort probable que la montagne accouche d'une souris ». Mais le Président français a raison de ne pas focaliser la refondation de l'Europe sur la dynamique du seul « couple franco-allemand » : la réalisation de son projet ne dépend pas seulement de ce que sera la coalition politique allemande au pouvoir et de son nouveau ministre des finances, mais aussi de celui qui présidera l'Eurogroupe, de celui qui prendra la tête de la BCE quand Mario Draghi en quittera la présidence le 1^{er} novembre 2019 (sera-ce l'actuel gouverneur de la « Buba », le très conservateur Jens Weidmann, ou un gouverneur de banque centrale nordique un peu moins intransigent ?), et des réactions de l'ensemble très hétérogène des partenaires. Concernant la succession de M. Draghi à la tête de la BCE, qui est d'ores et déjà un enjeu important, il se pourrait que l'Allemagne préfère miser sur la

L'EURO

Présidence de la Commission si pour elle la question migratoire devient politiquement plus importante que celle de la gestion de l'euro.

Notons qu'E. Macron dit dans ce discours que « cette Union, lorsqu'ils respecteront pleinement l'acquis et les exigences démocratiques, devra s'ouvrir aux pays des Balkans » : je doute que ce type d'élargissement serve les projets que nourrit E. Macron pour la relance de l'Europe. La construction européenne souffre depuis longtemps d'élargissements successifs faits au détriment des approfondissements indispensables. On peut être favorable à une Europe à plusieurs cercles sans pour autant envisager des élargissements qui vont à l'encontre de la cohésion minimale requise. Les processus de décision sont déjà très compliqués à 27-28, comment seront-ils à 32 ? Et la Banque mondiale estime à 60 ans le temps de rattrapage du PIB par habitant moyen des pays des Balkans avec la moyenne européenne ! La question de l'élargissement de l'UE aux 5 pays des Balkans se pose dès aujourd'hui puisque les instances européennes doivent se prononcer prochainement sur l'ouverture du processus d'adhésion de l'Albanie et de la Macédoine. Le seul argument en faveur de l'adhésion des pays des Balkans est de type géostratégique : un refus de la part de l'Europe pourrait jeter ces pays dans la sphère d'influence de la Russie, de la Turquie et de la Chine. Sachons qu'entre l'ouverture du processus d'adhésion et l'adhésion effective peut se dérouler une bonne dizaine d'années : l'UE mettrait-elle à profit ce délai pour faire les réformes institutionnelles indispensables ?

Remarque : dans un entretien qu'il donnera au journal allemand Der Spiegel le 14 octobre, E. Macron indique qu'il a préalablement fait lire ce discours à A. Merkel : : marque de confiance ou signe de vassalisation ?

Le mercredi 27, le parti conservateur allemand annonce que M. Wolfgang Schäuble ne sera plus le ministre des finances allemand lorsque la nouvelle coalition gouvernementale sera constituée, parce qu'il est pressenti pour être le nouveau Président du Bundestag (il sera élu le 24 octobre à une très large majorité). L'Allemagne perd un grand serviteur, A. Merkel un solide soutien et l'Eurogroupe un pilier.

Le vendredi 29, à Tallinn en Estonie, se tient un Conseil européen consacré à l'innovation numérique « pour permettre à l'Europe de rester à la pointe du progrès technologique et d'être, dans les années à venir, un chef de file au niveau mondial dans le domaine du numérique ». Le président français a profité de ce sommet pour dire, en aparté, à la chancelière allemande que « la France est de retour sur le devant de la scène ».

En ce mois de septembre paraît un nouvel ouvrage de Régis Debray, petit par ses dimensions mais grand par l'analyse qu'il développe : « Le nouveau pouvoir » (Les éditions du Cerf). Cet ouvrage s'inscrit dans la continuité du précédent, « Civilisation », paru en mai, et dont le sous-titre annonce la couleur : « Comment nous sommes devenus américains ». Ainsi, dans « le nouveau pouvoir » est consacré tout un chapitre à un thème sur lequel Régis Debray insiste beaucoup : « le génie du néo-protestantisme ». Comme le reconnaît le philosophe protestant Olivier Abel, « il est vrai que le néo-protestantisme est le seul qui coche toutes les cases de la postmodernité : le marché, la pluralité, l'immédiateté sans transmission hiérarchique, la primauté du son, la place des femmes et celle faite aux rescapés ». On peut ajouter que faire du néo-protestantisme la source principale de la postmodernité est se situer dans la lignée de Max Weber qui établissait un lien direct entre « l'éthique protestante et l'esprit du capitalisme » ; tout en soulignant que le néo-protestantisme américain mondialisé se distingue nettement du protestantisme européen.

Si Debray considère que le Président Macron est en quelque sorte un partisan du néoprottestantisme américanisé et mondialisé, Olivier Abel conteste cependant qu'il ne défende qu'une conception horizontale du politique car il prône aussi une dimension monarchique, donc verticale (on peut d'ailleurs craindre un exercice trop solitaire et trop brutal du pouvoir par le Président Macron). Je vois quant à moi un rapprochement important à faire entre ce néoprottestantisme dont parlent Debray et Abel et l'ordolibéralisme allemand. Selon moi, c'est ce couple idéologique - essentiellement allemand au demeurant - qui gouverne l'Europe, pour le meilleur et pour le pire.

Il est sans doute également intéressant de compléter cette relation néoprottestantisme-ordolibéralisme par l'analyse originale et puissante que fait depuis longtemps Emmanuel Todd en termes de structures familiales et à laquelle il donne une singulière ampleur dans son dernier ouvrage (« Où en sommes-nous ? Une esquisse de l'histoire humaine », Seuil), paru en août de cette année. Ainsi, E. Todd considère que le libéralisme politique et économique naît bien sûr en Angleterre et que tout commence dans la petite Angleterre au moment de la conquête normande grâce au modèle de la famille nucléaire qui y a survécu et s'y est même accentué. Il attribue à ce modèle le mariage entre individualisme et État fort, un État-providence avant l'heure. Et si les États-Unis ont pris la suite de l'Angleterre dans la domination économique mondiale, c'est parce qu'eux-mêmes fonctionnent selon le schéma de la « famille nucléaire primitive, souple et inventive. A contrario, les pays à famille-souche ou communautaire, malgré leurs capacités à produire des États forts, finissent paralysés par leurs structures complexes ». Avec une structure de famille-souche, le cas de l'Allemagne est en effet bien différent de celui des pays anglo-américains : on voit dans ce pays un lien presque de causalité entre la structure de famille-souche et le développement du protestantisme (accompagné d'un haut niveau éducatif) et une rétroaction entre les deux phénomènes.

Il n'est pas possible d'aller plus loin dans l'exploitation de la thèse d'E. Todd, tant son analyse est riche et minutieuse : nous laissons au lecteur le soin de se reporter à ses ouvrages, et plus spécialement à « Où en sommes-nous ? ».

En fin de mois, l'euro cote 1,1813\$ après avoir coté 1,1857 le 1^{er}, 1,2035 le 8, 1,1942 le 15 et 1,1951 le 22.

• Octobre 2017 ->

Le vendredi 6, le Conseil constitutionnel français déclare contraire à la Constitution la contribution de 3% sur les dividendes distribués instituée lors de l'été 2012 et qui a été l'occasion d'un feuilleton juridique à plusieurs épisodes. En effet, cette « taxe sur les dividendes » fait l'objet de critiques depuis sa mise en place. Le feuilleton va passer du plan juridique au plan financier car la décision du Conseil constitutionnel va poser à Bercy un très difficile problème de remboursement (les entreprises assujetties à cette taxe vont pouvoir en demander à l'État la restitution, ce qui, potentiellement représente un coût d'environ 10 milliards d'euros, somme bien supérieure aux 5,7 milliards provisionnés !), surtout à un moment où la France essaie par tous les moyens de sortir de la procédure pour déficit excessif.

Le lundi 9, réunion de l'Eurogroupe à Luxembourg. Comme l'indique le Président Jeroen Dijsselbloem dans sa conférence de presse, c'est la dernière réunion de l'Eurogroupe à laquelle participe le ministre allemand des finances Wolfgang Schäuble, qui en fut indéniablement l'un des acteurs principaux depuis 8 ans et qui est un européen convaincu depuis plusieurs décennies. Il faut

le reconnaître, même s'il est un défenseur constant de l'ordolibéralisme. D'ailleurs, tous ses collègues de l'Eurogroupe lui rendent un hommage vibrant, pendant que, d'Athènes, Yanis Varoufakis, l'ancien ministre grec des finances, regrette que « Schäuble part mais le "schäublisme" reste plus fort que jamais ». Le principal point mis à l'ordre du jour de la réunion concerne le MES, en relation avec le devenir de l'UEM. Trois axes sont envisagés : « Tout d'abord, le rôle du MES dans la gestion des crises : comment il pourrait être renforcé, approfondi. Deuxièmement, le rôle du MES dans la réalisation de l'union bancaire. Et troisièmement, les questions de gouvernance et de relation avec le cadre juridique de l'UE ». Parmi les autres questions abordées, il y a le coin fiscal sur le travail et l'évolution du taux de change.

Ce même jour commence à Bruxelles la 5^{ème} session des négociations sur le Brexit. Celles-ci s'annoncent difficiles à cause de dissensions au sein même du gouvernement britannique sur les positions à adopter face à l'UE.

En ce début d'octobre 2017, parution d'une Note d'analyse de France Stratégie : « **Comment assurer la résorption des dettes publiques en zone euro** » (http://www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/note_danalyse_ndeg62_-_comment_assurer_la_resorption_des_dettes_publicques_en_zone_euro_-_web.pdf)

Cette note s'inscrit dans la continuité du travail que France Stratégie avait consacré en décembre 2016 aux différentes options possibles pour une nouvelle architecture de la zone euro.

« Les niveaux actuels de dette publique ne sont pas une fatalité et seront amenés à se résorber progressivement, sous les effets combinés de l'ajustement budgétaire, de la croissance et du retour à une inflation un peu plus forte (qui jouent à la fois sur le niveau du déficit et sur le niveau de dette rapporté au PIB). Ceci est valable pour tous les pays, y compris les plus endettés. Mais la question demeure de savoir si cette résorption programmée des ratios de dette, appuyée par une stratégie d'ajustement budgétaire ambitieuse conforme aux règles de surveillance instaurées au niveau européen, sera suffisante et assez rapide ».

Alors, tout comme l'article de décembre 2016 proposait trois options pour reconfigurer l'architecture de la zone euro, celui de ce mois-ci envisage trois voies possibles pour résorber au mieux les dettes publiques en zone euro :

« La première consiste à ce que les États de la zone euro s'engagent conjointement à soutenir un pays, en cas de conjoncture difficile, pendant que celui-ci procède aux efforts nécessaires pour assainir sa situation budgétaire. Cet effort de solidarité de tous, qui resterait circonscrit et conditionnel aux efforts accomplis par l'État aidé, renforcerait l'adhésion collective à la démarche de redressement des finances publiques et la crédibilité de la trajectoire de réduction de la dette.

Concomitamment à l'augmentation des dettes publiques, les vingt dernières années ont été marquées par une forte progression du patrimoine des ménages en Europe, en particulier immobilier, avec une distribution très inégale de cet enrichissement. Ceci ouvre une deuxième voie qui permettrait à un État excessivement endetté de décréter qu'il devient copropriétaire de tous les terrains construits résidentiels à hauteur d'une fraction limitée de leur valeur. Il deviendrait ainsi créancier d'une somme annuelle, correspondant à la rémunération du droit d'occupation du sol. Tout propriétaire pourrait différer son paiement, dont le montant cumulé interviendrait alors au moment de la vente ou de la transmission du bien.

Enfin, la troisième voie reposerait sur la recherche d'un soutien auprès de la Banque centrale européenne. Celle-ci rachèterait une partie de la dette obligataire des États européens trop endettés et garderait ces titres à son bilan en les transformant en obligations perpétuelles non porteuses d'intérêt. Les trois voies explorées ici présentent inévitablement un caractère inédit et radical, que certains iront jusqu'à qualifier de dangereux. Elles soulèvent des difficultés politiques et juridiques évidentes. Le débat mérite néanmoins d'être abordé à froid, afin d'éviter d'avoir à prendre dans l'urgence des décisions non préparées en cas de choc économique d'envergure survenant dans la zone euro. »

Également en date du 9 novembre, paraît dans le magazine « Challenges » (n° 541) un éditorial très instructif de Denis Kessler intitulé « Mais où va donc l'inflation » où l'auteur explique pourquoi quatre « relations macroéconomiques traditionnelles paraissent désactivées » :

- La *relation de Phillips* - qui établit une relation indirecte entre inflation et chômage - est remise en cause « par la baisse du coût des investissements et des coûts salariaux imputable à la robotisation et à la digitalisation ; la pression baissière exercée sur les prix par la

contestabilité généralisée des rentes ; la comparabilité exacerbée aiguisant la concurrence ; l'« ubérisation » et l'« amazonification » des économies ; la montée du temps partiel non choisi dans les économies anglo-saxonnes, qui freine les pressions haussières sur les salaires ». Pour expliquer l'absence d'inflation salariale, on doit ajouter l'argument du partage de la valeur ajoutée, qui, depuis 1994 dans la zone euro et depuis le début des années 2000 aux États-Unis, s'est nettement déformé au détriment des salaires. La raison essentielle se trouve dans le changement qu'a subi le rapport de forces social entre travail et capital à cause notamment de la perte d'influence subie par les syndicats, sous l'effet non seulement de la désyndicalisation mais aussi de la tertiarisation de l'économie puisque les syndicats sont moins présents dans les services. Ce partage de la valeur ajoutée au profit du capital pose spécifiquement des problèmes aux banques centrales puisqu'il se traduit trop souvent par des comportements de spéculation financière de la part des titulaires de profits.

- La *relation monétariste* - qui veut que l'inflation augmente quand la base est la masse monétaire augmentent - est remise en cause parce que « la croissance de la base monétaire n'a pas vraiment servi à alimenter l'économie réelle en liquidités mais surtout à gonfler les placements sans risque sous forme de réserves rémunérées auprès des banques centrales ainsi que le prix des actifs financiers ou immobiliers ».
- *L'équation de Fisher* - qui veut que l'inflation baisse lorsque les taux d'intérêt nominaux baissent - est contredite puisque la baisse de l'inflation n'a été que modeste alors que les taux d'intérêt ont baissé énormément.
- *L'hypothèse des anticipations rationnelles* - selon laquelle l'inflation réalisée converge vers son niveau anticipé - est elle-aussi contredite puisque l'on a constaté plutôt l'inverse : « c'est paradoxalement l'inflation anticipée qui suit l'inflation constatée ».

« L'équation de Fisher ainsi que l'hypothèse des anticipations rationnelles auraient été rendues peu opérantes par le fait que les anticipations ne peuvent être parfaitement rationnelles que par rapport à un choc attendu et non par rapport à une surprise comme l'ont été l'éclatement de la crise financière et son déroulement ».

Selon D. Kessler, « c'est le recours massif aux politiques monétaires non conventionnelles, conjugué au maintien d'un déficit public important, qui a été le catalyseur de la désactivation des mécanismes traditionnels expliquant l'évolution de l'inflation ». Pour lui, les évolutions structurelles de nos économies avec les nouvelles technologies, les effets sur le marché du travail de la robotisation et de l'intelligence artificielle, l'essor de la financiarisation de l'économie, la croissance du Shadow Banking, font que s'instaurent de nouvelles relations économiques. Et il en conclut qu'il faut « repenser les politiques monétaires à la lumière de ces changements radicaux ».

À propos de l'équation de Fisher, $i = r + \pi^e$, avec i le taux d'intérêt nominal, r le taux d'intérêt réel et π^e le taux de l'inflation anticipée, et que l'on peut résumer en disant que le taux d'inflation dépend du taux d'intérêt nominal, étant donné que le taux d'intérêt réel dépend des caractéristiques de l'économie réelle (croissance, progrès technique, ...), on doit plus que relativiser le point de vue de Denis Kessler. En effet, selon les données actuelles il y a concomitance entre taux nominaux bas et taux d'inflation bas. Si donc la thèse fishériste s'avère vérifiée, on peut aller jusqu'à dire que c'est la politique monétaire expansive de la BCE qui fait baisser le taux d'inflation, c'est-à-dire exactement l'inverse de ce qu'elle cherche à faire.

Le mercredi 11, alors que la chancelière allemande n'est pas pour l'instant en mesure de prendre une position nette par rapport au projet d'E. Macron pour la refondation de l'UE, la Commission européenne réaffirme qu'avant d'entamer d'éventuelles réformes institutionnelles, il faut d'abord s'attacher à mieux faire fonctionner ce qui existe :

« la Commission a défini aujourd'hui une voie à suivre ambitieuse mais réaliste pour parvenir à un consensus sur tous les éléments en suspens de l'union bancaire, conjuguant mesures de réduction des risques et mesures de partage des risques. Cette annonce précède le sommet de la zone euro qui se tiendra en décembre, au cours duquel l'achèvement de l'union bancaire sera l'un des thèmes abordés dans le cadre des discussions sur l'approfondissement de l'Union économique et monétaire.

À la suite de la crise financière, les institutions de l'UE ont décidé d'établir un mécanisme de surveillance unique (MSU) et un mécanisme de résolution unique (MRU) pour les banques. Ces deux piliers sont déjà en place et pleinement opérationnels, mais le dispositif de soutien commun pour le MRU et le système commun de protection des dépôts dont il

avait été convenu n'ont pas encore été créés. Par ailleurs, de nouvelles avancées sont encore nécessaires sur le front de la réduction des risques. (...) Le système européen d'assurance des dépôts est essentiel à l'achèvement de l'union bancaire, car il offrirait aux particuliers un niveau plus élevé et plus uniforme de couverture de leurs dépôts dans toute l'union bancaire, quel que soit le pays où ils se trouvent. Ces propositions font néanmoins encore l'objet de négociations et n'ont pas encore été adoptées par le Parlement européen et le Conseil. La Commission a présenté quelques suggestions pour faire avancer ce dossier. Sur le front de la réduction des risques, la Commission appelle à présent le Parlement européen et les États membres à faire progresser rapidement le vaste train de propositions législatives de 2016 concernant la réduction des risques. Si la Commission reconnaît la tendance actuellement à la baisse du niveau des prêts non performants, elle a également proposé de nouvelles mesures pour réduire les prêts non performants et aider les banques à diversifier leurs investissements dans les obligations souveraines ».

Le vendredi 13, nomination du gouvernement Rutte III aux Pays-Bas, du nom du premier ministre libéral, qui a bâti cette coalition avec 4 partis. Le pays va bien (budget excédentaire, dette publique à 57% du PIB, croissance économique de plus de 3%, taux de chômage inférieur à 5%). La nouvelle équipe est très réservée sur un renforcement de l'intégration de la zone euro : elle veut que la clause de non-renflouement soit rétablie et appliquée de manière crédible, que l'assistance financière dans le cadre du MES soit soumise à une stricte conditionnalité ; elle est opposée à la mutualisation des dettes publiques, à une politique budgétaire commune à la zone euro et même à une garantie des dépôts à l'échelle de la zone euro tant que des pays ont des systèmes bancaires trop fragiles.

Le samedi 14, publication par Le Monde d'un très intéressant entretien de Yanis Varoufakis, ancien ministre des finances grec (il précise au passage qu'il n'aurait jamais accepté d'être ministre s'il avait su que Alexis Tsipras capitulerait).

On y lit en particulier :

« (...) Emmanuel [Macron] et moi sommes d'accord : le fédéralisme est la solution. Mais il a déjà échoué, car la stratégie qu'il met en œuvre pour y parvenir ne peut pas fonctionner. Il s'est engagé à « germaniser » le marché du travail français en le flexibilisant, et à faire un peu d'austérité en espérant que, en échange, l'Allemagne acceptera de construire un budget commun. C'est une grave erreur, car Angela Merkel n'en veut pas. Le FDP a promis à ses électeurs de dire non à toute forme de mutualisation en zone euro. Mon message à Emmanuel Macron est le suivant : sa seule chance de l'emporter est d'adopter la politique de la chaise vide, comme l'a fait en son temps le général de Gaulle. A savoir, désertier tous les sommets européens jusqu'à ce que l'Allemagne s'engage dans le fédéralisme. Sans cela, la monnaie unique est condamnée. (...)

Comment rendre cette Europe que vous dénoncez plus démocratique ?

En instaurant un gouvernement fédéral élu, avec un ministère des finances légitime, qui lèverait l'impôt pour l'ensemble des Européens. Nous pourrions nous inspirer du fonctionnement de l'État fédéral américain. Aujourd'hui, nous avons dix-neuf États sans banque centrale dévolue, et une Banque centrale européenne [BCE] sans gouvernement en face ! C'est absurde.

Un tel modèle suppose que les États renoncent à une part importante de leur souveraineté !

Mais ils y ont déjà renoncé. Pis, ils l'ont jetée dans un trou noir : ils ont les mains liées par le pacte budgétaire, et les décisions sont prises non démocratiquement, dans l'ombre de l'Eurogroupe. Ils gageraient à confier leur souveraineté à un gouvernement fédéral élu ».

J'avoue être personnellement très en phase avec le point de vue de ce professeur d'économie réputé qu'est Yanis Varoufakis : quand il parle de « germanisation » de l'économie française, il ne dit pas autre chose que moi quand je prétends que la stratégie française aboutit à épouser l'ordolibéralisme allemand qui est d'ailleurs devenu depuis longtemps « berlino-bruxellois ». Sa proposition de la chaise vide est très intéressante mais a-t-elle des chances d'être entendue ? Quoi qu'il en soit, je reconnais qu'elle est plus réaliste que ma proposition de quitter l'euro pour faire éclater la zone euro (avant qu'elle ne le fasse d'elle-même), de façon à obliger l'ensemble de ses membres à la refonder sur de tout autres bases et surtout avec un autre calendrier ; car, depuis le début de la construction monétaire de l'UEM, on a toujours mis « la charrue avant les bœufs ». Pour être alors totalement réaliste, et étant persuadé qu'hors d'une forte dose de fédéralisme, point de salut pour la zone euro, se pose en définitive la question de savoir si la solution fédéraliste est sérieusement envisageable avec

les réformes qui sont commandées par le dogme ordolibéral pour corriger les dysfonctionnements et les malformations qui affectent l'euro depuis sa naissance. Et se pose, subséquemment, la question de savoir quelle stratégie doit alors adopter la France : est-elle absolument contrainte d'épouser l'ordolibéralisme et de « montrer patte blanche » ? « The Economist » a-t-il donc raison quand il prétend, dans la livraison de mi-octobre pour la revue Challenges, que « si la France continue à représenter une menace pour la stabilité économique de l'Union, au lieu d'être un pilier de sa puissance, son président ne sera jamais qu'un petit joueur dans l'ombre de la chancelière allemande ». Non seulement, cela prouve implicitement que l'ordolibéralisme est bien à l'œuvre mais en plus, si The Economist voit juste, quelle marge de manœuvre, spécialement budgétaire, peut-il alors rester à la France, pour ne parler que de mon pays ?

Dimanche 15 : première interview télévisée du Président Macron. Sur le sujet que nous traitons ici, un seul commentaire possible : surprise et déception ! Puisque l'Europe n'a été évoquée sur une heure et quart d'entretien que deux fois, en même pas 10 secondes !

La faute en revient sans doute essentiellement aux journalistes, qui, comme de trop nombreux commentateurs, sous-estiment le poids des contraintes européennes dans la définition des politiques économiques et sociales françaises, mais il y a malgré tout, pour le moins, une contradiction entre cet assourdissant silence et les envolées lyriques et l'engagement d'E. Macron pour une « Europe souveraine, unie et démocratique » lors de discours précédents devant des publics choisis. Rappelons-nous aussi que si l'Europe a été très présente dans le débat du 2^{ème} tour de la Présidentielle parce que E. Macron a très bien compris que la majorité des Français était hostile au « Frexit » prôné par Marine Le Pen, elle a été totalement absente des débats d'avant 1^{er} tour ! On est alors en droit de se demander quelle est le degré de sincérité des convictions d'E. Macron en la matière ou alors s'il serait en fait le « président des élites » ; ce qui expliquerait qu'il ne tient pas le même langage à la télévision d'un côté et à La Sorbonne ou devant les communautés françaises de New-York, de Bucarest ou d'Athènes de l'autre.

Le jeudi 19 est publié par Le Monde un long et passionnant article d'Alexandre Viala, professeur de droit public à l'Université de Montpellier : « Le macronisme ou le spectre de l'épistocratie ». On lit en particulier : « Ni de droite ni de gauche, le libéralisme qu'incarne Emmanuel Macron est le nom d'une forme de gouvernement qui se présente comme un défi à la démocratie : dans la doctrine politique anglo-saxonne, on l'appelle « épistocratie ». Le terme « épistocratie » est un néologisme très peu usité. Il désigne un mode de gouvernement au sein duquel le pouvoir serait confié aux savants. (...) D'une certaine manière, on en trouve un peu l'esprit dans la position hégémonique qu'occupent, au cœur des démocraties occidentales et au service du « Prince », les hauts fonctionnaires issus des grandes écoles. (...) Alors ministre de l'économie, Emmanuel Macron affirmait que « l'autre politique », celle qui ne s'inscrit pas dans le paradigme ordo-libéral qu'impose la Commission de Bruxelles aux pays membres de l'Union européenne, était une « illusion ». Voici que « l'autre politique » se voit implicitement assigner le statut pragmatique d'erreur scientifique, au détour d'une phrase symptomatique d'une culture qui nie l'essence du politique au sens que lui prêta le philosophe et sociologue Julien Freund, pour qui, à l'inverse de la sphère privée dominée par la nécessité, la sphère publique est normalement le lieu de l'échange, de la liberté, voire de l'irrationalité (Julien Freund, L'Essence du politique, 1965) ».

L'intérêt que présente l'article d'Alexandre Viala suscite la réflexion et pousse donc au commentaire. Alexandre Viala nous rappelle la définition de l'épistocratie et apporte plusieurs arguments pour justifier en quoi la gouvernance française actuelle en est une bonne illustration, ce qui lui permet d'expliquer les travers de la situation politique actuelle, auxquels on pourrait ajouter que cette épistocratie fait d'Emmanuel Macron le « président des élites » et de l'ensemble de nos gouvernants une oligarchie. L'analyse est convaincante, sauf sur un point : l'épistocratie macronnienne – c'est-à-dire en réalité et plus largement celle de nos responsables politiques et économiques actuels – est une mauvaise épistocratie. Puisque l'épistocratie est le gouvernement par les experts, encore faut-il,

pour que leurs décisions soient efficaces, que leur expertise s'appuie sur des savoirs scientifiques robustes, et non sur des idéologies, avec leurs cortèges de croyances, de jugements de valeurs et de normes toutes faites. Or, en matière économique, la stratégie de l'exécutif français actuel semble obéir davantage à des croyances qu'à des savoirs bien établis. Elle s'inscrit en effet dans le dogme de l'ordolibéralisme berlino-bruxellois. Ce dogme impose à l'ensemble des États membres les mêmes politiques structurelles de libéralisation des marchés et d'orthodoxie budgétaire. Or, la flexisécurité que veut promouvoir la réforme du marché du travail est scientifiquement contestée : toutes les études menées sur les expériences scandinave et allemande relativisent pour le moins leurs résultats. Sait-on que l'augmentation du chômage en France depuis 2008 est essentiellement de type conjoncturel et non structurel, ce qui est d'ailleurs aussi le cas pour tous les pays européens ? Existe-t-il une seule étude qui démontre que la flexibilité du marché du travail a un effet positif sur la réduction du chômage ? Par contre, il est prouvé que la flexibilisation du marché du travail se traduit toujours par une progression de la précarité. Veut-on que l'intensité de la pauvreté en France, qui est l'une des plus basse d'Europe, rejoigne celles du Danemark et de l'Allemagne qui lui sont 1,4 fois supérieures ? Veut-on que « le taux de non-emploi en équivalent temps plein en pourcentages de la population âgée de 25 à 59 ans » calculé par Alternatives économiques pour tenir compte non seulement des aspects quantitatifs mais aussi qualitatifs du système de l'emploi, rejoigne celui de l'Allemagne, plus élevé, et celui des Pays-Bas, qui est pratiquement 1,5 fois plus élevé ? En ce qui concerne la politique budgétaire française, parce qu'il se soumet au diktat ordolibéral, l'exécutif promet de respecter au plus vite les normes budgétaires européennes - fixées en dehors de toute analyse scientifique - au risque, par la réduction des dépenses publiques et de son effet multiplicateur négatif, d'entrer dans une spirale récessif, avec en plus la détérioration de la qualité des services publics et la nécessité pour la population de compenser par des dépenses privées. Et on pourrait prendre d'autres exemples de politiques publiques.

En définitive, l'équipe au pouvoir fait prendre au pays quatre paris, très risqués au demeurant. Premièrement, le pari que l'Allemagne soit amadouée par les efforts de réforme faits par la France et qu'en conséquence elle fasse de son côté des pas en direction du projet macronien de refondation de l'UE et de la zone euro ; mais il y a peu de chances que l'Allemagne fasse des entorses à sa constitution économique ordolibérale, ce qui rend peu probable la réussite du projet français, surtout dans le contexte politique allemand actuel. Secondement, le pari que la transformation de la France que l'exécutif a la volonté de faire soit porteuse de progrès économiques et sociaux, indépendamment des contraintes européennes ; mais cette transformation est assimilable sur de nombreux points à une dévaluation interne, synonyme d'austérité. Troisièmement, le pari que la formule ordolibérale soit la formule gagnante pour la zone euro, qu'elle permettra les réformes nécessaires pour qu'elle fonctionne mieux ; mais les dysfonctionnements de la zone euro sont d'abord dus à des vices de conception face auxquels des rafistolages ne pourront pas grand-chose. Enfin, quatrièmement, le pari que le fédéralisme - au moins budgétaire - est l'avenir de la zone euro ; mais ce rêve, auquel il est beau de croire, n'aura aucune chance de se réaliser si l'on reste sur le chemin emprunté actuellement. En créant une UEM qui est très monétaire et très peu économique et en créant une

monnaie et une politique monétaire uniques sans souverain, on a mis la charrue avant les bœufs. Quand on a fait un dess(e)in qui ne convient pas, il y a deux façons d'y remédier : soit, on en modifie certains traits, soit on le jette à la poubelle pour en refaire un nouveau. Pour l'euro, si, comme c'est probable, les rafistolages ne peuvent pas suffire, ne faut-il pas sérieusement envisager un retour à une monnaie commune avant de remettre en place une monnaie unique, une fois que la stratégie fédéraliste se sera suffisamment installée ? Mais qui en décidera ? Car, sur le plan politique, l'épistocratie, l'expertocratie, l'oligarchie (renforcée par la haute caste bureaucratique) et le néolibéralisme qui sont aux manettes sont potentiellement des fossoyeurs de la démocratie. D'ailleurs, pour l'analyste Jérôme Jaffré, E. Macron pratique un « réformisme autoritaire » (Y aurait-il donc une relation décroissante entre le degré de libéralisme en économie et le degré de libéralisme en politique ?)

Le vendredi 20, est publié dans Le Monde un article de Sigmar Gabriel, membre du SPD, vice-chancelier et ministre de l'économie de décembre 2013 à janvier 2017 et ministre des affaires étrangères depuis. Il donne à sa réflexion la conclusion suivante : « Le discours du Président Macron offre à l'Europe une orientation prometteuse. Pour que sa vision devienne une politique concrète, l'Allemagne doit se positionner plus intelligemment et avec plus d'audace. Un vaste programme de réformes européen et largement soutenu est dans notre propre intérêt ». Cette conclusion n'est pas étonnante de la part d'un responsable qui a toujours eu une oreille compréhensive pour les thèses d'E. Macron (rappelons-nous que début juin 2015 S. Gabriel et E. Macron, alors tous deux ministres de l'économie, ont lancé ensemble un appel pour le renforcement de l'UE). Il n'empêche que S. Gabriel fait lui aussi un pari !

Également ce vendredi 20 se terminent à Bruxelles les deux jours du Conseil européen. Quand on en lit les conclusions (<http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14-2017-INIT/fr/pdf> et <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/XT-20014-2017-INIT/fr/pdf>), on est frappé par l'absence de réflexions sur les propositions faites pour refonder l'UE, qu'il s'agisse de celles d'E. Macron ou de celles de J.-C. Juncker. Par contre, le Président du Conseil, Donald Tusk, suite à la proposition qu'il a faite le mardi 17 sur le déroulement du Conseil (<http://www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2017/10/17-tusk-invitation-letter-euco/>), fournit lors de ce conseil « le programme des dirigeants » pour préciser les principales questions qu'il entend mettre à l'ordre du jour du programme des dirigeants d'ici à juin 2019 (<http://www.consilium.europa.eu/fr/policies/talinn-leaders-agenda/>) : on remarque que la zone euro fera l'objet de discussions mi-décembre, en particulier sur l'union bancaire, et que la réforme de l'UEM pourrait être mise en musique fin juin 2018, avec une évaluation en mars 2019.

Il n'empêche que les observateurs constatent une grande inertie pour l'instant chez les représentants d'importants États membres : l'Allemagne est à la recherche de sa coalition de gouvernement, l'Italie attend le résultat de prochaines élections, l'Espagne est aux prises avec la question catalane, et plusieurs pays, en particulier ceux du groupe de Visegrad, résistent sur quelques points chauds comme le travail détaché. Dans ce contexte, la position française détone jusqu'à même inquiéter les partenaires, notamment sur « L'Europe qui protège » car cela froisse tous les anti-protectionnisme. Dans une telle cette ambiance, le pari d'E. Macron de refonder rapidement l'UE n'est pas gagné !

Mais, quelques jours seulement après la réunion du Conseil européen, E. Macron a un important motif de satisfaction puisque le lundi 23, à Luxembourg, la réunion des ministres européens du travail et des affaires sociales aboutit à un compromis pour la révision de la fameuse directive de 1996 sur le travail détaché. Certes, la Pologne, la Hongrie, la Lettonie et la Lituanie se sont opposées à cet accord, mais la Roumanie, la Bulgarie, la Slovaquie et la République tchèque se sont finalement rangées au point de vue français. Comme le note Cécile Ducourtieux, du journal Le Monde, « avec cette bataille pour la révision de la directive, Emmanuel Macron a inauguré une méthode de négociation qui a surpris à Bruxelles. Exigeante, pugnace, voire maximaliste ». Conformément à sa promesse électorale, la durée du détachement est ramenée à 12 mois mais il y aura la possibilité pour les employeurs de demander une extension de 6 mois supplémentaires en motivant cette demande auprès

du pays d'accueil. La France a fait une concession de taille, spécialement à l'Espagne, sur la question du travail détaché dans le secteur des transports, qui fera l'objet d'un texte spécifique. De surcroît, la révision décidée ce jour n'entrera pas en application avant 3 ou 4 ans, surtout que reste la phase des « trilogues », c'est-à-dire d'un accord entre le Conseil, la Commission et le Parlement européen, dont le texte est assez éloigné de celui du Conseil.

On lit dans le communiqué du ministère français du travail, publié le mardi 24 :

« L'énergie déployée depuis le printemps dernier a permis d'aboutir à cet accord historique pour les droits des salariés européens. Le gouvernement français a porté l'ensemble de la voix de la France, de ses citoyens et de ses partenaires sociaux.

L'accord trouvé aujourd'hui est beaucoup plus ambitieux que celui qui était sur la table il y a quatre mois ; il comporte quatre avancées majeures :

- « A travail égal, salaire égal sur le même lieu de travail ». Ce principe d'égalité de traitement sera mis en œuvre partout en Europe : jusqu'ici, les salariés détachés n'avaient droit qu'au salaire minimum prévu par la loi et la branche. Avec la révision, ce sont l'ensemble des éléments de salaire, que touchent les salariés nationaux qui doivent lui être versés : prime de repas, prime de risque par exemple mais également les remboursements de frais tels que les repas ou l'hébergement. Les salariés seront ainsi mieux protégés et la concurrence sera plus équitable.

- La lutte contre la fraude est renforcée : nous avons renforcé les conditions de régularité du détachement ; désormais, pour être détaché, un salarié devra avoir été affilié à la sécurité sociale de son Etat d'origine pendant au moins trois mois. Cela permettra de lutter efficacement contre les montages frauduleux. De plus, nous pourrions désormais utiliser la plateforme européenne de lutte contre le travail illégal pour mieux identifier les fraudeurs, les contournements, notamment les entreprises boîtes aux lettres, qui sont parmi les moyens les plus courants de faire de l'optimisation fiscale et sociale.

- La durée du détachement est désormais clairement encadrée : un salarié pourra être détaché pendant 12 mois au maximum sur une mission. Ce plafond pourra être relevé de 6 mois, sur décision du pays d'accueil. Après ce délai, le salarié bénéficiera de tous les droits applicables aux salariés nationaux. C'est bien l'esprit originel du détachement : remplir une mission temporaire dans un autre Etat membre.

- La question du transport routier est clarifiée : les règles du détachement s'appliquent pleinement au secteur du transport. L'accord trouvé aujourd'hui le confirme clairement. Par ailleurs, compte tenu des spécificités du secteur des transports, les modalités d'application de la directive révisée dans ce secteur seront précisées dans le cadre de la négociation en cours sur le « paquet mobilité ». Dès maintenant, les salariés français du secteur seront protégés exactement de la même manière que les autres puisque la loi française le prévoit déjà.

"Cette première étape dans le renforcement de l'Europe sociale est essentielle. Elle a été rendue possible grâce à l'engagement et la volonté du Président de la République, le travail collégial du gouvernement, et la collaboration constructive des Etats membres. Je tiens à saluer chaleureusement le travail de la Présidence Estonienne ainsi que de la Commission européenne. Cette étape nous permet, grâce à un accord ambitieux, qui protège et rapproche nos concitoyens de l'Europe, d'aborder le chantier de la convergence sociale avec confiance et détermination" a déclaré Muriel Pénicaud, Ministre du travail.

" Nous nous sommes attachés, tout au long de ces négociations, à ce que les intérêts du transport routier, de ses entreprises et des chauffeurs soient préservés, dans le respect du cadre protecteur prévu par le droit français. Les règles que nous appliquons sont confortées par cet accord. Je continuerai, dans le cadre du paquet mobilité dont la négociation a commencé récemment, à poursuivre et intensifier la mise en place de moyens pour lutter contre toute forme de concurrence déloyale " a déclaré Elisabeth Borne, Ministre chargée des Transports.

Mme Nathalie Loiseau, Ministre chargée des affaires européennes, a indiqué que "réformer la directive détachement des travailleurs est indispensable pour permettre à l'Union européenne de retrouver le chemin de la convergence économique et sociale par le haut, au bénéfice de tous les Européens. Après l'adoption du rapport présenté par Mmes Morin-Chartier et Jongerius à la commission emploi et affaires sociales du Parlement européen, l'accord trouvé cette nuit au Conseil démontre que l'Union européenne a la capacité et la volonté de mieux protéger ses citoyens. Nous allons continuer à travailler, avec le même souci permanent de dialogue, à la refondation d'une Europe souveraine, unie et démocratique comme l'a proposé le Président de la République à la Sorbonne le 26 septembre. " »

Le jeudi 26, la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE décide de maintenir inchangés les taux directeurs « pendant une période prolongée, et bien après l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs », mais s'appête à modifier sa politique monétaire non conventionnelle : « En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, les achats au titre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se poursuivront au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros jusqu'à fin décembre 2017. À partir de janvier 2018, les achats nets d'actifs devraient continuer à un rythme mensuel de 30 milliards d'euros, jusqu'à fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée de l'APP ». Par ailleurs, « les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois continueront d'être conduites

sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la dernière période de constitution de réserves de 2019 ». Lors de sa conférence de presse, Mario Draghi a commenté notamment le « bien après l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs » pour le maintien du statu quo pour les taux directeurs : « Le 'bien après' est un concept tel qu'il devrait ancrer les anticipations à court terme de taux d'intérêt d'une manière qui soutienne la réalisation de notre objectif d'inflation, c'est-à-dire une convergence auto-entretenu et durable de l'inflation vers notre objectif d'un taux d'inflation inférieur à mais proche de 2%. » Le Président de la BCE porte un jugement favorable sur les perspectives de croissance dans la zone euro mais reste prudent concernant celles de l'inflation, ce qui nécessite selon lui la poursuite d'un soutien venant de la politique monétaire.

Les décisions de la BCE vont entraîner dans les heures qui suivent une flambée des Bourses, tant les investisseurs sont rassurés par la décision de maintenir au moins jusqu'en septembre 2018 les achats nets d'actifs.

Cela ne peut que donner raison à ceux qui craignent que la politique monétaire accommodante des Banques centrales fasse courir le risque de la formation de bulles spéculatives en ce qui concerne le prix des actifs. On en déduit que les Banques centrales en général et la BCE plus spécialement sont prises dans un dilemme entre le soutien de l'activité économique et ce risque de formation de bulles. Elles sont même entrées dans une sorte d'impasse au bout de laquelle il peut y avoir l'éclatement d'une crise financière, dans la mesure où si les taux bas sont maintenus cela peut déboucher sur l'éclatement de bulles spéculatives comme il vient d'être dit mais aussi où, si les taux remontent, cela peut entraîner une crise obligataire. De plus, elles sont fragilisées par les réactions des taux d'inflation dans la période actuelle. Beaucoup de prix à la consommation sont poussés à la baisse par la mondialisation, les nouvelles technologies, le ralentissement des gains de productivité et le vieillissement des populations ; et, comme il a été déjà dit plus haut, même quand le plein emploi est réalisé, cela n'a plus pour conséquence, comme dans le passé, d'alimenter une inflation salariale : la forte précarisation des emplois et la numérisation de l'économie mettent les travailleurs dans un contexte d'incertitude et d'inquiétude qui les placent dans un rapport de forces défavorable. On pourrait se féliciter qu'aient disparu, pour l'instant, à la fois les risques de déflation et d'inflation, mais cela met à mal les missions statutaires historiques des Banques centrales.

Le vendredi 27, publication par Le Monde d'un article d'Éric Toussaint, intitulé « Les banques centrales et le jackpot de la dette grecque ». L'auteur estime à au moins 8 milliards d'euros les profits réalisés par les banques centrales du SEBC de la zone euro sur le dos des Grecs. Et en conclusion, il estime que « la dette grecque doit être annulée car elle est illégitime odieuse, illégale et insoutenable ».

En ce mois d'octobre 2017 est publiée la thèse de Raphaël Fèvre, soutenue lors de l'été précédent, dont le titre est : « L'ordolibéralisme (1932-1950) : une économie politique du pouvoir ». Ce travail de très grande qualité permet de mieux connaître cette théorie qui est à la confluence de l'économie, du droit et de la science politique.

Pour nous ici, c'est le sixième et dernier chapitre qui retient principalement notre attention dans la mesure où il met en quelque sorte Eucken et Keynes face à face. Pour cela, R. Fèvre part d'une citation d'A.-C. Pigou, tirée de « Economics in practice », de 1935 : « La véritable question, ce n'est pas de savoir si l'État devrait agir ou non, mais sur quels principes, à quel degré et sur quels départements de la vie économique son action devrait être conduite. L'enjeu n'est pas celui d'un oui ou d'un non, mais d'un plus ou d'un moins ; de délimiter une frontière incertaine ». À cela, Eucken répond en 1951 : « "Moins", demandent les défenseurs du laissez-faire ; "plus", réclament les planificateurs centraux. Les habitués du compromis cherchent une voie moyenne. Ils voudraient que l'État planifie et, que dans le même temps, offre des perspectives à l'initiative et à la planification privées. Mais le problème doit être formulé en des termes différents pour être résolu. La question de savoir s'il faudrait plus ou moins d'activité de l'État évacue l'enjeu essentiel, qui est lié à la qualité et non pas à la quantité ». Par contre, comme le dit R. Fèvre, « Keynes se retrouve pleinement dans la façon dont Pigou formule la problématique de l'intervention étatique, et cherche une ligne de démarcation qui permet de souligner la complémentarité entre public et privé, entre État et marché, entre décisions centralisées et décisions décentralisées : en fait, une "voie médiane" (*middle course*). De manière générale, Keynes se prononcera pour plus d'intervention. Il n'a d'ailleurs pas attendu Pigou pour commencer à le formuler dans son célèbre essai *La fin de laissez-faire* (1926). Par contraste, Eucken invalide partiellement l'alternative posée par Pigou en termes d'intensité de l'activité de l'État, et l'utilise pour mettre à distance, en creux, le programme dont Keynes se revendique ». Entre autres idées importantes

de la conclusion de ce chapitre, on trouve celle-ci : « Tout comme Keynes, Eucken percevait l'économiste comme un observateur attentif à la situation historique concrète, inquiet des contingences dans une perspective temporelle limitée, capable de saisir « l'essence de la situation ». À leur rejet du laisser-faire, les deux économistes ajoutèrent, avec la même logique, la condamnation des méthodes de la planification d'État, tachant de faire un pas en dehors d'idées alors en vogue de l'Europe d'entre-deux-guerres. Pour ces deux docteurs au chevet du capitalisme de marché, l'enjeu de la lutte contre l'exercice du pouvoir illégitime est crucial. On l'a vu, pour Eucken et les ordolibéraux, la politique économique doit mener à sa dispersion maximale. Pour Keynes au contraire, il s'agit d'arriver à une balance équilibrée dans l'exercice du pouvoir parmi les différentes parties prenantes que constituent les acteurs économiques. En conséquence, Keynes et Eucken divergent dans leurs formules de politiques économiques. Keynes souhaite une planification de l'investissement global à travers des institutions intermédiaires, ou des corporations : c'est-à-dire une sagesse concertée qui s'exerce dans l'optique d'une économie de marché plus efficace. De leur côté, Eucken et les ordolibéraux souhaitent la planification des formes de marché de l'ordre économique, qui passe notamment par la mise en place d'un office de contrôle des monopoles comme arbitre : c'est-à-dire la sagesse du marché rendue fonctionnelle par l'action attentive du régulateur étatique vis-à-vis des comportements d'acquisition de rentes. Dans tous les cas, Keynes et Eucken avaient compris qu'une position de retrait du politique, de désengagement de l'État vis-à-vis de l'économie était non seulement absurde, mais également contre-productive. La croissance des activités de l'État durant la planification de guerre appelait à une *reconversion* des fonctions de la puissance publique et non pas à son *abdication* brutale, comme pouvait le demander Hayek. Plus qu'une politique par la règle, les ordolibéraux incarnent une politique de principes qui doit, premièrement, s'adapter aux conditions historiques particulières à chaque État et à chaque période ; deuxièmement, prendre en compte des décisions spécifiques en conformité avec le fonctionnement du système dans son ensemble ; et enfin, troisièmement, pratiquer une forme de constance de l'action publique, indispensable à la planification de long terme des acteurs individuels privés. Si Keynes ne semble pas étranger au premier et au troisième principes, la question est plus difficile à trancher pour le deuxième. Mais ce qui est certain, c'est que dans la seconde moitié du XX^e siècle, la pratique politique dite ordolibérale se radicalise vers une gestion par la règle, là où dans le même temps la politique keynésienne incarne l'esprit discrétionnaire. Ce qui a eu pour effet de contrevenir à toute discussion constructive (...) ».

En ce mois d'octobre, les éditions Atlante font paraître un livre important, signé de trois économistes de l'école d'économie d'Aix-Marseille, Marcel Aloy, Gilles Dufrénot et Anne Péguin-Feissolle : « Austérité budgétaire, remède ou poison ? La zone euro à l'épreuve de la crise ».

Dans la préface, du grand économiste français Michel Aglietta, on lit notamment :

« (...) Le livre commence par exposer les antécédents des problèmes de la zone euro. Les auteurs revisitent le compromis issu de la chute du mur de Berlin : partager la souveraineté monétaire sans souveraineté politique commune. Le substitut à cette absence, les fameuses règles budgétaires, se sont avérées particulièrement inadéquates lorsque la crise financière a éclaté. Les auteurs rappellent l'erreur sur la nature de la crise en zone euro, diagnostiquée comme une crise de dette publique, alors que c'était la combinaison d'une crise de l'endettement privé et d'une polarisation entre pays créanciers et pays débiteur. À partir d'un diagnostic erroné, les solutions recherchées ont été particulièrement inadéquates : forcer les pays à s'uniformiser sur l'Allemagne au lieu de se coordonner. (...) »

Le quatrième chapitre revient sur le postulat de la croissance par l'austérité. Pour ce faire, une analyse approfondie tant théorique qu'empirique des multiplicateurs budgétaires est conduite. Le caractère fallacieux du postulat de l'austérité de croissance est souligné, notamment à la suite d'une crise financière où le secteur privé cherche à se désendetter et ne peut donc pas se substituer à une restriction budgétaire. Une consolidation budgétaire devrait donc respecter une séquence : d'abord restaurer la croissance, puis entreprendre de réduire progressivement la dette publique. Se pose alors une question épineuse qui n'a pas été abordée dans les instances officielles : réduire pourquoi ? Réduire jusqu'où ? Comment sait-on que 60 % du PIB est le bon niveau de dette pour tous les pays ? (...) L'idée d'une dette maximale au-delà de laquelle la croissance s'inverserait demeure indéterminée. Certains la voient à 90 % du PIB, les dirigeants européens à 60 %... Mais la dette

japonaise à 280 % est tout à fait soutenable, alors qu'à 50 % elle ne l'était pas en Amérique latine dans les années 1980. (...)

Le leitmotiv lancinant des gouvernements qui cherchent à relever la croissance par l'amélioration de la compétitivité a été et est toujours de réduire les coûts salariaux. Pourquoi cette politique n'a-t-elle pas fonctionné ? Le but de ses politiques est d'augmenter l'offre en essayant d'accroître les taux de marge des entreprises. Ces politiques se heurtent au paradoxe d'Eggertsson : "le but principal d'une politique, quand les taux directeurs sont nuls, ne doit pas être d'augmenter l'offre agrégée en modifiant les incitations. Le but doit plutôt être d'augmenter la demande agrégée, autrement dit le niveau global de dépenses dans l'économie. Le résultat tient alors au fait que des politiques visant à augmenter l'offre globale sont contre-productives, parce qu'elles créent des anticipations déflationnistes pour des taux nominaux nuls. Elles augmentent donc le taux d'actualisation de la dette publique au lieu de le baisser. C'est le "paradoxe du labeur" : si chacun essaye de travailler plus dans des conditions d'insuffisance chronique de la demande, il y aura moins de travail agrégé. Au contraire, les bonnes politiques structurelles sont celles qui améliorent la productivité à partir de dépenses d'investissement public qui commencent par accroître la demande. La politique budgétaire la plus efficace est celle qui est tournée vers les investissements publics qui ont le plus d'effet d'entraînement sur l'investissement productif total. Cette prise de conscience commence à se faire. Puisse ce livre contribuer à l'étendre ».

Note : comme l'écrit Gauti Eggertsson lui-même dans un article de février 2010, « Le paradoxe du labeur est un proche cousin d'un paradoxe classique, le paradoxe de l'épargne. John Maynard Keynes (1933) a posé la question suivante : que se passe-t-il si une personne tente d'épargner davantage ? Tout en maintenant le reste constant, cet individu accumule plus d'épargne. Mais que se passe-t-il si tout le monde essaie cela en même temps ? Leurs économies plus élevées conduisent à une demande globale inférieure. La demande globale plus faible, à son tour, conduit à une production et à un revenu globaux plus faibles, réduisant ainsi la capacité d'épargne des personnes. En fin de compte, l'épargne globale diminue. Ainsi, si le paradoxe du labeur est que si tout le monde essaie de travailler plus, il y aura moins d'emploi global, le paradoxe de l'épargne est que si tout le monde essaie d'épargner plus, il y aura moins d'épargne globale. Dans le modèle de cet article, le paradoxe de l'épargne s'applique avec la même force que le paradoxe du labeur.

Il existe un parallèle étroit entre ces paradoxes. À long terme, dans la plupart des modèles, à la fois une volonté accrue de travailler et une volonté accrue d'épargner augmentent la production. Pourquoi ? Il déplace la frontière des possibilités de production de l'économie (en augmentant le capital et / ou l'offre de main-d'œuvre en régime permanent). Les modèles keynésiens, cependant, sont à court terme, puisque, comme le dit si bien Keynes, nous sommes tous morts à long terme. À court terme, dans les modèles keynésiens (anciens et nouveaux), il peut parfois arriver que l'économie opère dans les limites de ses possibilités de production. Cela peut être dû à une dépense globale insuffisante, c'est-à-dire à une demande insuffisante. C'est ce fait même qui donne lieu aux deux paradoxes, bien qu'ils se présentent sous des formes quelque peu différentes.

Le paradoxe du labeur a plusieurs implications pour la politique, du moins si l'on prend au sérieux le modèle néo-keynésien standard. De manière générale, la principale implication du paradoxe est qu'il est inefficace de concevoir des politiques visant à accroître l'offre globale à court terme lorsque le problème est une demande insuffisante, c'est-à-dire une dépense insuffisante en biens et services ».

Le vendredi 27, l'euro cote 1,1606\$, après avoir coté 1,1726 le 6, 1,1820 le 13 et 1,1783 le 20.

• Novembre 2017 ->

Le mercredi 1^{er}, la Fed maintient ses taux directeurs et continue à réduire très progressivement son bilan.

Le jeudi 2, nomination par le Président Trump de Jerome Powell à la tête de la Fed en remplacement de Janet Yellen. Le nouveau Président de la Fed est un républicain modéré, déjà gouverneur de la Fed, et qui devrait situer son action dans la continuité de celle qui l'a précédé à la tête d'une institution qui est souvent considérée comme la plus importante de la planète finance.

Ce même jour, la Banque d'Angleterre relève son taux directeur de 0,25% à 0,50%. C'est la première hausse depuis 10 ans.

Le jeudi 9, le journal Le Monde publie un article intéressant de 3 députés européens du groupe S&D (Socialistes et Démocrates), la Française P. Berès, l'Allemand U. Bullmann et l'Italien R. Gualtieri, consacré au Fonds monétaire européen dont beaucoup parlent pour transformer efficacement le MES. Citons la partie centrale de cet article :

« Il faut distinguer deux missions du MES. La première est la gestion des crises et l'assistance financière aux Etats membres soumis à de fortes tensions, afin de préserver la stabilité et l'intégrité de l'euro. La seconde porte sur la stabilisation macroéconomique pour absorber les chocs asymétriques, et créer une capacité contracyclique.

Pour la première, la transformation du MES devrait être soutenue si les conditions suivantes sont remplies. 1) Le MES doit être intégré dans les traités de l'Union. 2) Les compétences de la Commission en matière de coordination des politiques économiques et de surveillance multilatérale doivent être pleinement respectées. La mise en place d'une prérogative spécifique du MES dans ce domaine doit être écartée. 3) Aucun mécanisme de restructuration automatique de la dette comme condition préalable à l'octroi d'un soutien du MES ne doit être établi. 4) La Commission doit être renforcée par la nomination du commissaire chargé des affaires économiques et financières comme président de l'Eurogroupe et du conseil des gouverneurs du MES, conformément à l'actuel traité sur le MES. 5) Des dispositions permettant une surveillance par le Parlement européen doivent être négociées, y compris un pouvoir de nomination sur la gouvernance du MES. 6) une partie du MES doit servir de filet de sécurité final de l'Union bancaire.

La fonction de stabilisation macroéconomique est essentielle à la gouvernance économique de la zone euro. Elle doit être établie dans une section spécifique du budget de l'UE et gérée par la Commission sous le contrôle du Parlement européen et du Conseil. Elle doit être partie intégrante d'une nouvelle boîte à outils pour le rétablissement de la convergence vers le haut et d'une stratégie d'investissement public, deux éléments indispensables pour remédier aux défauts économiques fondamentaux de la zone euro. Ces outils doivent être articulés avec une orientation budgétaire agrégée afin de relever les défis des effets de contagion, des divergences et des déséquilibres macroéconomiques entre Etats membres ».

Ce même jour, la Commission publie ses prévisions d'automne : elle y confirme que la zone euro est sortie de la crise, de la « croissance molle constatée ces dernières années », et prévoit pour l'UE une croissance de 2,3% pour 2017, 2,1% pour 2018 et 1,9% pour 2019.

Le vendredi 17, un sommet social de l'Europe se déroule à Göteborg en Suède, où se retrouvent les chefs d'Etat et de gouvernement et les organisations syndicales et patronales européennes. « Le sommet social de l'UE proclame le socle européen des droits sociaux, annoncé pour la première fois par le président Juncker. Le président Juncker et le Premier ministre suédois Löfven ont accueilli ensemble les dirigeants de l'Union européenne à l'occasion du premier sommet social de l'UE depuis 20 ans. Ce sommet constitue une pierre angulaire du débat plus large sur l'avenir de l'Europe, lancé par le Livre blanc de la Commission et la feuille de route pour une Union plus unie, plus forte et plus démocratique de M. Juncker. Il a offert une occasion unique, qui vient à point nommé, de progresser sur la question de la dimension sociale de l'Union européenne et de ses Etats membres et, en particulier, de promouvoir des emplois et une croissance équitables au sein de l'Union. Lors du sommet social, le Parlement européen, le Conseil et la Commission européenne ont proclamé conjointement le socle européen des droits sociaux, annoncé pour la première fois par le président dans son discours sur l'Etat de l'Union 2015 et présenté par la Commission en avril 2017. (...) Lors de la conférence de presse, M. Juncker a souligné que plusieurs initiatives faisaient toujours l'objet d'un examen de la part des colégislateurs européens : 12 des 19 propositions législatives présentées en vue de faire progresser l'Europe sociale doivent encore être adoptées. (...) Le sommet social a porté essentiellement sur la manière de tirer le meilleur parti des nouvelles perspectives et de faire face aux défis communs pour les marchés du travail et les modèles de protection sociale d'aujourd'hui et de demain. En s'appuyant sur l'approche et l'expérience propres à chaque pays, les débats ont contribué à façonner un avenir meilleur pour les Européens. Les discussions se sont articulées autour de trois sessions de travail parallèles, consacrées aux thèmes suivants : « accès au marché du travail », « conditions d'emploi et de travail équitables » et « entre deux emplois : faciliter la transition ». Lors d'un déjeuner de travail, les dirigeants ont également discuté de la future stratégie dans les domaines de l'éducation et de la culture. »

Les vingt principes du socle sont ordonnés autour de trois thèmes majeurs :

- égalité des chances et accès au marché du travail (droit à l'éducation et à la formation tout au long de la vie, droit à un accompagnement actif vers l'emploi, égalité des chances, égalité femmes hommes, etc.) ;
- conditions de travail équitables (formes d'emploi à durée indéterminée, salaire minimum, dialogue social, etc.) ;
- protection et insertion sociales (protection des enfants, allocations chômage et revenu minimum, soutien à l'autonomie des personnes handicapées, assistance des personnes sans domicile, etc.).

Dimanche 19, un peu avant minuit, le Président du parti libéral allemand, le FDP, annonce sa décision de rompre les négociations pour constituer avec les Verts et la CDU/CSU une coalition de gouvernement. Cela ouvre une crise politique majeure que l'Allemagne n'a pratiquement jamais connue depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Cette crise est a priori une très mauvaise nouvelle pour l'Europe. Pour le Président français, elle est ambivalente : elle peut retarder considérablement la mise en œuvre des projets qu'il nourrit pour relancer l'UE et pour réformer la zone euro dans la mesure où il voulait que le couple franco-allemand en soit le moteur, mais, en même temps, surtout

dans la mesure où les points de vue français et allemands sont loin d'être concordants, la crise politique allemande laisse pour un certain temps au Président français le champ à peu près libre pour avancer.

Lundi 20, la France est choisie pour accueillir l'Autorité bancaire européenne qui siégeait jusqu'ici à Londres. L'ABF est, avec l'AEMF et l'AEAPP, une agence créée en 2011 pour réguler les services financiers.

Le mardi 21, le Président Macron consulte les responsables politiques à propos de la réforme du scrutin européen dans la perspective des élections de 2019. À l'origine, à partir de 1979, elles étaient organisées au scrutin proportionnel sur une liste nationale. Puis, en 2003, J. Chirac changea les règles du jeu pour les élections de 2004 en instaurant 8 grandes circonscriptions électorales pour rapprocher les députés européens du terrain. Mais cet objectif n'a pas été atteint, surtout après la constitution des 13 grandes régions métropolitaines en 2014. E. Macron veut « renationaliser » le mode de scrutin.

Mercredi 22, la Commission publie ses évaluations des budgets pour 2018 des États membres : 6 pays présentent selon elle un risque de « non-conformité » au PSC : la France, l'Italie, le Portugal, l'Autriche, la Slovénie et la Belgique, parce que leur plan budgétaire « pourrait entraîner un écart important par rapport à leur trajectoire d'ajustement en direction de leur objectif ».

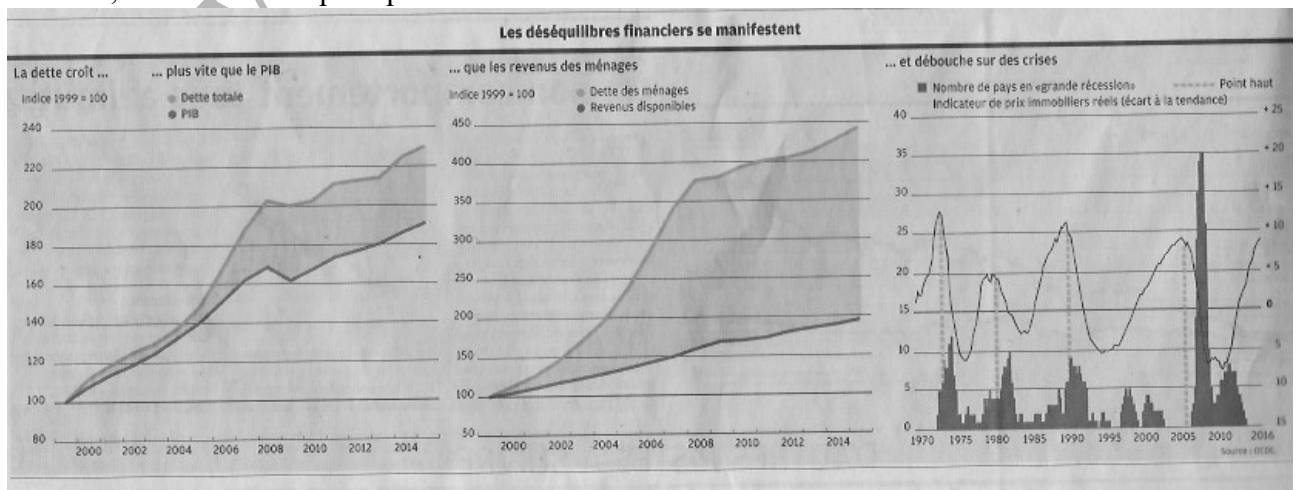
Le jeudi 23, suite à la pression qu'il subit depuis la crise politique ouverte en Allemagne par la décision du FDP, notamment de la part du Président de la République, F.-W. Steinmeier, lui-même ancien ministre SPD de Madame Merkel, le SPD allemand fait volte-face en revenant sur sa décision de ne pas participer à une grande coalition avec la CDU/CSU. Les négociations pour former un gouvernement vont donc reprendre, mais pas avec les mêmes partenaires. Et à quel prix pour le parti de Madame Merkel ? Car on peut anticiper que le SPD « monnaiera » sa participation au nouveau gouvernement.

L'euro cote 1,1931 \$ le 24 novembre après avoir coté 1,1605 le 3, 1,1663 le 10 et 1,1788 le 17.

• Décembre 2017 ->

Le samedi 2, accord préliminaire de la Grèce et de ses créanciers sur les réformes (budgétaires, des marchés du travail et de l'énergie, sur les créances douteuses et sur les privatisations) pour continuer à bénéficier du plan d'aide international. Il est à remarquer que la Grèce renoue avec la croissance économique après 9 années de récession qui a fait perdre au pays un quart de son PIB et qui a fait monter le taux de chômage des jeunes à 50% ; si bien que les créanciers estiment eux-mêmes que la Grèce pourra se financer par elle-même dès mi-2018, à la fin du 3^{ème} plan d'aide. Malgré cela, la dette publique représente 175% du PIB, soit à peu près le niveau de 2015, ce qui signifie que son allègement reste toujours d'actualité. D'ailleurs, si l'économie grecque va relativement mieux, c'est au prix de réformes extrêmement coûteuses qui installe progressivement mais durablement la société grecque dans une précarité profonde.

Dans son édition de ce 2 décembre, « Investir, le journal des finances » publie les trois schémas suivants, tirés de statistiques que l'OCDE :



Ainsi, après le FMI et la Commission européenne, l'OCDE tire la sonnette d'alarme sur le niveau dangereux pour la stabilité financière internationale de l'endettement total. On parle la plupart du

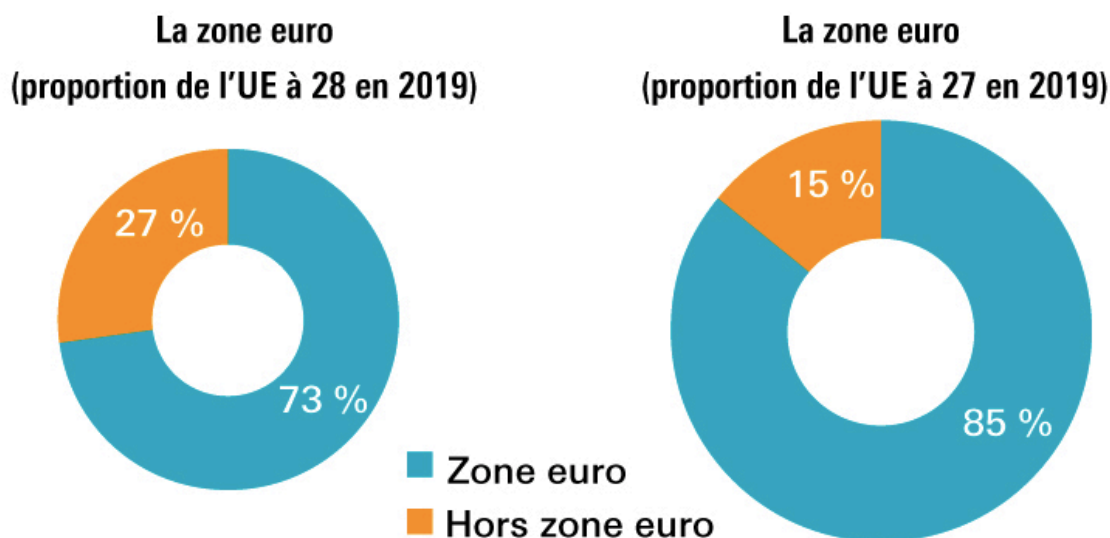
temps de l'endettement public. Mais l'évolution de l'endettement total dépend aussi de celle de l'endettement privé. Le 2^{ème} schéma montre qu'au sein de cet endettement privé, celui des ménages a une évolution particulièrement inquiétante puisque c'est lui qui nourrit les bulles immobilières. Or, comme le montre le 3^{ème} schéma pour l'ensemble de la période depuis 1970, il y a un lien direct entre les bulles immobilières et les crises financières. Par ailleurs, le Haut Comité de stabilisation financière français (le HCSF) lancera une dizaine de jours plus tard une alerte sur le niveau de l'endettement des grandes entreprises hexagonales, en demandant même aux banques de restreindre les crédits qu'elles leur accordent.

Le lundi 4, élection de Mario Centeno, ministre portugais des finances, pour présider l'Eurogroupe. Il prendra la succession de Jeroen Dijsselbloem le 13 janvier 2018. Il a été l'artisan du miracle économique portugais et c'est grâce à lui que son pays est sorti de la procédure pour déficit excessif. D'ailleurs, c'est Wolfgang Schäuble lui-même qui en fait l'éloge en disant de lui que « c'est le Cristiano Ronaldo de l'Ecofin ». Selon Mario Centeno, il est possible « d'en finir avec la théorie selon laquelle l'Europe est condamnée à un avenir fait seulement d'austérité : notre modèle est une recette exportable à tout le continent ».

Ce même lundi 4, réunion à Bruxelles entre Theresa May et Jean-Claude Juncker sur les conditions du Brexit. Rappelons que trois dossiers sont essentiels dans les négociations : le règlement financier du divorce, le sort des expatriés et l'avenir de la frontière irlandaise. C'est sur ce dernier point qu'un grave blocage a subitement lieu, à cause du refus par le parti unioniste nord-irlandais DUP et de sa responsable Arlene Foster de voir « une situation où l'Irlande du Nord serait différente du reste du Royaume-Uni », alors que l'accord sur le point d'être acquis prévoyait un rapprochement des réglementations de la province britannique d'Irlande du Nord avec celles de sa voisine la République d'Irlande, afin d'éviter la réintroduction d'une frontière physique pour contrôler les mouvements des biens et des personnes. La position de Theresa May s'en trouve très fragilisée et l'avenir des négociations sur le Brexit aussi.

Les deux schémas suivants montrent quel poids représente la zone euro dans l'UE, avant et après Brexit :

La zone euro représentera 85 % de l'économie européenne après le départ du Royaume-Uni de l'Union européenne en 2019



SOURCES : EUROSTAT, COMMISSION EUROPÉENNE

Également ce 4 décembre, la direction du SPD (le parti social-démocrate allemand) s'est prononcée en faveur d'une grande coalition, entérinant donc l'abandon du refus catégorique de participer au nouveau gouvernement que son chef, Martin Schulz, avait proclamé au soir des élections du 24 septembre. Reste malgré tout à savoir comment réagiront les militants du SPD qui doivent se retrouver en congrès dans quelques jours.

Le fait qu'une grande coalition CDU/CSU – SPD devienne à nouveau envisageable est peut-être une chance pour la conception européenne d'E. Macron puisque les positions du SPD en sont assez proches. C'est ce que prouveront amplement les déclarations de son président le lendemain (voir donc ci-après).

Mardi 5, l'Ecofin établit une « liste noire » de 17 paradis fiscaux non coopératifs. Certes, la publication de cette liste prouve que les responsables européens ont la volonté de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales mais elle est aussi très critiquée quant à la méthodologie mise en œuvre qui fait que les membres de l'UE en sont eux-mêmes exclus d'office et que n'y figurent pas les paradis les plus notoires.

Ce même jour, à Berlin, à l'occasion du congrès de son parti, le SPD, Martin Schulz propose, à la surprise générale, de créer d'ici 2015 des « États-Unis d'Europe » : « je veux qu'il y ait une constitution européenne qui crée une Europe fédérale. Cette constitution doit être présentée à tous les États membres, et ceux qui ne l'acceptent pas quittent automatiquement l'Union européenne.... Ayons enfin le courage de faire avancer l'Europe ! » Inutile de dire que Madame Merkel a réagi : « Je pense que le plus important est d'avoir la capacité d'agir, pas de définir des objectifs, comme certains sont toujours tentés de le faire ».

Bravo Monsieur Schulz !

À votre déclaration et aussi à la réaction de Madame Merkel, les oreilles d'Emmanuel Macron ont dû siffler...

Notons que dans l'édition des Echos du 15 et 16 décembre, Sigmar Gabriel, ministre allemand des Affaires étrangères, réitérera son accord avec les vues d'E. Macron sur l'avenir de l'Europe : « un président français comme Emmanuel Macron est une chance pour les Allemands. (...) Il est inacceptable aujourd'hui qu'un gouvernement allemand oriente sa politique européenne uniquement en fonction de sa calculatrice, selon la devise : voyons d'abord ce que ces idées vont nous coûter. (...) Il ne faut pas se concentrer sur son porte-monnaie mais regarder devant soi ».

Le mercredi 6, « la Commission européenne présente une feuille de route pour approfondir l'Union économique et monétaire européenne ». Comme on va le lire dans le communiqué de presse ci-dessous reproduit, cette feuille de route est elle-aussi assez proche des vues d'E. Macron ; il est d'ailleurs fait explicitement référence à son discours de La Sorbonne :

« En présentant une feuille de route et plusieurs mesures concrètes, la Commission européenne honore aujourd'hui l'engagement pris par le président Jean-Claude Juncker dans son discours sur l'état de l'Union 2017 et le rapport des cinq présidents de 2015 d'approfondir l'Union économique et monétaire européenne.

S'appuyant sur la vision exposée dans le rapport des cinq présidents de juin 2015 et les documents de réflexion sur l'approfondissement de l'Union économique et monétaire et l'avenir des finances de l'UE publiés au printemps 2017, la Commission présente aujourd'hui une feuille de route pour approfondir l'Union économique et monétaire, ainsi que des mesures concrètes à prendre au cours des 18 prochains mois. Un certain nombre d'initiatives sont également présentées dans le cadre de ce train de mesures. L'objectif général est de renforcer l'**unité**, l'**efficacité** et la **responsabilité démocratique** de l'Union économique et monétaire européenne d'ici à 2025.

Le président **Juncker** a déclaré : « *Après des années de crise, il est temps de prendre l'avenir de l'Europe en main. La forte croissance économique que nous connaissons actuellement nous encourage à aller de l'avant afin de rendre notre Union économique et monétaire plus unie, plus efficace et plus démocratique, pour le bénéfice de tous les citoyens. Nous devons profiter de ce que les conditions sont réunies pour consolider l'architecture de l'UEM* ».

L'approfondissement de l'Union économique et monétaire est un moyen pour parvenir à plus d'emplois, de croissance, d'investissements, d'équité sociale et de stabilité macroéconomique. La monnaie unique est une source de protection et de possibilités pour les Européens et une zone euro forte et stable est essentielle pour les pays qui la composent et pour l'UE dans son ensemble. D'importantes réformes institutionnelles ont été entreprises ces dernières années pour renforcer l'UEM, mais son architecture demeure incomplète. La feuille de route présentée aujourd'hui rend compte des défis restant à relever et définit une voie à suivre.

La crise économique et financière qui a touché l'Europe n'a pas débuté dans la zone euro, mais a mis en évidence certaines de ses faiblesses institutionnelles. Près de dix ans après, grâce aux efforts résolus consentis à tous les niveaux, l'Europe connaît une reprise solide et tous les pays de l'UE ont renoué avec la croissance. Le chômage a atteint son niveau le plus bas depuis 2008, tandis que l'indicateur du climat économique est au plus haut depuis 2000. Les Européens n'ont en outre jamais été aussi favorables à la monnaie unique depuis l'introduction des pièces et des billets en euros.

Nous devons **saisir l'occasion qui nous est offerte** pour approfondir l'Union économique et monétaire européenne. Nous devons mettre à profit les 18 prochains mois pour prendre les mesures nécessaires, comme convenu dans le programme des dirigeants.

En plus de la feuille de route, le train de mesures présenté aujourd'hui comprend quatre grandes initiatives :

1. Une proposition concernant la création d'un **Fonds monétaire européen** (FME), ancré dans le cadre juridique de l'UE et s'appuyant sur la structure bien établie du mécanisme européen de stabilité (MES). Ces dernières années, le MES a contribué de manière significative à préserver la stabilité de la zone euro en aidant les États membres à conserver un accès aux marchés de la dette souveraine ou à accéder de nouveau à ces marchés. Le FME s'appuierait sur l'architecture du MES, dont les structures financières et institutionnelles seraient pour l'essentiel conservées, y compris en ce qui concerne le rôle joué par les parlements nationaux. Il continuerait donc à aider les États membres de la zone euro confrontés à des difficultés financières. Il servirait en outre de filet de sécurité commun pour le Fonds de résolution unique et agirait en

tant que prêteur de dernier recours, afin de faciliter la résolution ordonnée des banques en difficulté. Une prise de décision plus rapide en cas d'urgence et une participation plus directe à la gestion des programmes d'aide financière sont également prévues. Au fil du temps, le FME pourrait mettre en place de nouveaux instruments financiers, par exemple pour soutenir un éventuel mécanisme de stabilisation. Le Parlement européen et le Conseil sont invités à adopter cette proposition d'ici la mi-2019.

2. Une proposition visant à **intégrer dans le droit de l'UE des dispositions fondamentales du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance, en tenant compte de la flexibilité appropriée intégrée dans le pacte de stabilité et de croissance** et établie par la Commission depuis janvier 2015. En 2012, les 25 États membres signataires se sont juridiquement engagés à intégrer dans le droit de l'Union les dispositions de fond de ce traité cinq ans après son entrée en vigueur, soit au 1^{er} janvier 2018. Le Parlement européen y était également favorable. La proposition intègre dans le droit de l'Union les principaux éléments du traité, afin de soutenir des cadres budgétaires sains au niveau national. Elle est pleinement conforme aux règles existantes définies dans le droit primaire et le droit dérivé. Le Parlement européen et le Conseil sont invités à adopter cette proposition d'ici la mi-2019.
3. Une communication relative à **de nouveaux instruments budgétaires pour une zone euro stable dans le cadre de l'Union**, qui explique de quelle manière certaines fonctions budgétaires essentielles pour la zone euro et l'UE dans son ensemble peuvent être élaborées à l'intérieur du cadre des finances publiques actuelles et à venir de l'UE. La communication examine quatre fonctions spécifiques: a) un soutien aux réformes structurelles des États membres au moyen d'un **outil d'aide à la mise en place des réformes** et d'un **appui technique** à la demande des États membres; b) un **mécanisme spécifique de soutien à la convergence des États membres en vue de leur adoption de l'euro**; c) un **filet de sécurité pour l'union bancaire**, par l'intermédiaire du FME/MES, qui devra être approuvé pour la mi-2018 et rendu opérationnel d'ici 2019; et d) un **mécanisme de stabilisation** afin de maintenir le niveau des investissements en cas de grands chocs asymétriques. La Commission présentera les initiatives nécessaires en mai 2018, dans le contexte de ses propositions pour le **cadre financier pluriannuel pour l'après-2020**. Le Parlement européen et le Conseil seront ensuite invités à adopter ces propositions d'ici la mi-2019. Pour la période 2018-2020, la Commission propose également de **renforcer le programme d'appui à la réforme structurelle** en doublant les ressources financières disponibles jusqu'à 300 millions d'euros d'ici 2020 pour les activités d'appui technique. La Commission propose également d'expérimenter le nouvel outil d'aide à la mise en place des réformes lors d'une phase pilote. À cette fin, elle propose des **modifications ciblées du règlement portant dispositions communes** régissant les Fonds structurels et d'investissement européens (Fonds ESI), afin d'accroître les possibilités d'utiliser une partie de leur réserve de performance pour soutenir les réformes convenues. Le Parlement européen et le Conseil sont invités à adopter ces deux dernières propositions en 2018.
4. Une communication définissant les fonctions possibles d'un **ministre européen de l'économie et des finances**, qui pourrait être vice-président de la Commission et présider l'Eurogroupe, comme le permettent les traités actuels de l'UE. En regroupant des responsabilités existantes et l'expertise disponible, cette nouvelle fonction renforcerait la cohérence, l'efficacité, la transparence et la responsabilité démocratique de l'élaboration des politiques économiques de l'UE et de la zone euro, dans le plein respect des compétences nationales. Parvenir à une position commune sur le rôle du ministre pour la mi-2019 permettrait de mettre en place cette fonction dans le cadre de la constitution de la prochaine Commission. L'Eurogroupe pourrait alors décider également d'élire le ministre à sa tête pour deux mandats consécutifs, afin d'aligner les deux mandats.

Le train de mesures présenté aujourd'hui n'est ni la première ni la dernière étape du processus visant à compléter l'Union économique et monétaire, l'une des principales priorités de la Commission du président Juncker, comme indiqué dans ses orientations politiques, le rapport des cinq présidents et les documents de réflexion sur l'approfondissement de l'Union économique et monétaire et l'avenir des finances de l'UE. Toutes les réformes engagées jusqu'à présent ont été motivées par la nécessité d'associer **la solidarité et la responsabilité** à tous les niveaux et ces deux aspects sont également une priorité majeure des mesures présentées aujourd'hui.

Les «vents favorables» ne soufflent pas seulement sur l'Union dans le domaine des performances économiques, mais également en ce qui concerne la confiance des citoyens dans la monnaie unique. Selon un nouveau rapport Eurobaromètre Flash sur la zone euro publié aujourd'hui, **64 % des participants estiment que l'euro est une bonne chose** pour leur pays.

Contexte

Le train de mesures présenté aujourd'hui s'inscrit dans le cadre de la feuille de route du président Juncker pour une Union plus unie, plus forte et plus démocratique, ainsi que du programme des dirigeants sur la route vers Sibiu, présenté par le président du Conseil européen, Donald Tusk, et où, le 9 mai 2019, des décisions importantes devraient être prises sur l'avenir de l'Europe. Ces mesures, qui s'appuient également sur les idées exposées par le Parlement européen et par le président français, Emmanuel Macron, dans son discours prononcé à la Sorbonne en septembre, sont présentées à la veille du sommet de la zone euro, qui se tiendra le 15 décembre 2017 dans une configuration ouverte et réunira les dirigeants de l'UE pour une première discussion sur les prochaines étapes à franchir, et dans la perspective d'une réunion spéciale prévue les 28 et 29 juin 2018 en vue de parvenir à des décisions concrètes ».

Vendredi 8, le R.U. et la Commission européenne parviennent à un accord à 7h du matin, après toute une nuit de négociations sur les trois points centraux : les conditions financières du divorce, la situation des citoyens européens vivant au R.U. et la relation entre l'Irlande et l'Irlande du Nord. Ce dernier point, blocage intra-britannique qui entraînait un blocage entre Londres et Bruxelles a donc été traité favorablement entre Theresa May et Arlene Foster. Le Conseil européen du 15 de ce mois devra se prononcer sur l'accord obtenu ce matin et la deuxième phase du Brexit pourra démarrer.

Mais cela ne sera de toute façon pas facile : alors que Theresa May souhaite « une solution créative », Michel Barnier lui répond : « c'est juridique, c'est mécanique ».

Samedi 9, le journal Le Monde publie deux appels concernant tous les deux la transition énergétique. Le premier est lancé par plusieurs économistes, responsables politiques, d'artistes, de philosophes, de syndicalistes, ... Il demande aux chefs d'État et de gouvernement européens de négocier au plus vite un pacte finance-climat, qui assurerait pendant 30 ans des financements à la hauteur des enjeux pour financer la transition énergétique sur le territoire européen et muscler très fortement notre partenariat avec les pays du Sud. Nous souhaitons que la création monétaire de la BCE soit mise au service de la lutte contre le dérèglement climatique et contre le chômage, et nous voulons qu'un impôt sur les bénéfiques (de l'ordre de 5 %) permette de dégager un vrai budget pour investir dans la recherche et lutter contre le réchauffement climatique, en Europe, en Afrique comme dans tout le pourtour méditerranéen ». Le second appel est lancé par un collectif de 100 chefs d'entreprises qui veulent s'engager pour une transition écologique. Ces patrons plaident pour une politique de la France davantage volontariste contre le réchauffement climatique ».

Le mercredi 13, le Comité monétaire de la Fed (le FOMC) élève, comme prévu et lors de la dernière réunion pour sa présidente Janet Yellen, la fourchette de son taux directeur d'un quart de point, ce qui l'amène entre 1,25 et 1,50%. La question qui se pose est de savoir si le nouveau président de la Fed, Jerome Powell, qui prendra ses fonctions en février prochain, augmentera à nouveau les taux, trois fois en 2018 et deux fois en 2019, comme la Fed l'avait laissé entendre en septembre ; surtout que le contexte a évolué puisque la réforme fiscale de D. Trump a été votée et que la croissance s'accélère quelque peu. Lors de sa conférence de presse, Janet Yellen reconnaît que l'économie américaine va mieux et qu'elle est proche du plein-emploi mais s'inquiète du niveau très élevé de la dette publique, au point que « c'est un problème qui devrait empêcher les gens de dormir ». Ce problème a toutes les chances de s'aggraver avec la réforme fiscale de D. Trump.

Ce même mercredi 13, à Londres, la Chambre des communes adopte un amendement qui « exige que l'accord final avec l'UE soit approuvé par une loi votée par le Parlement ». Cela aggrave la fragilisation de la première ministre Theresa May.

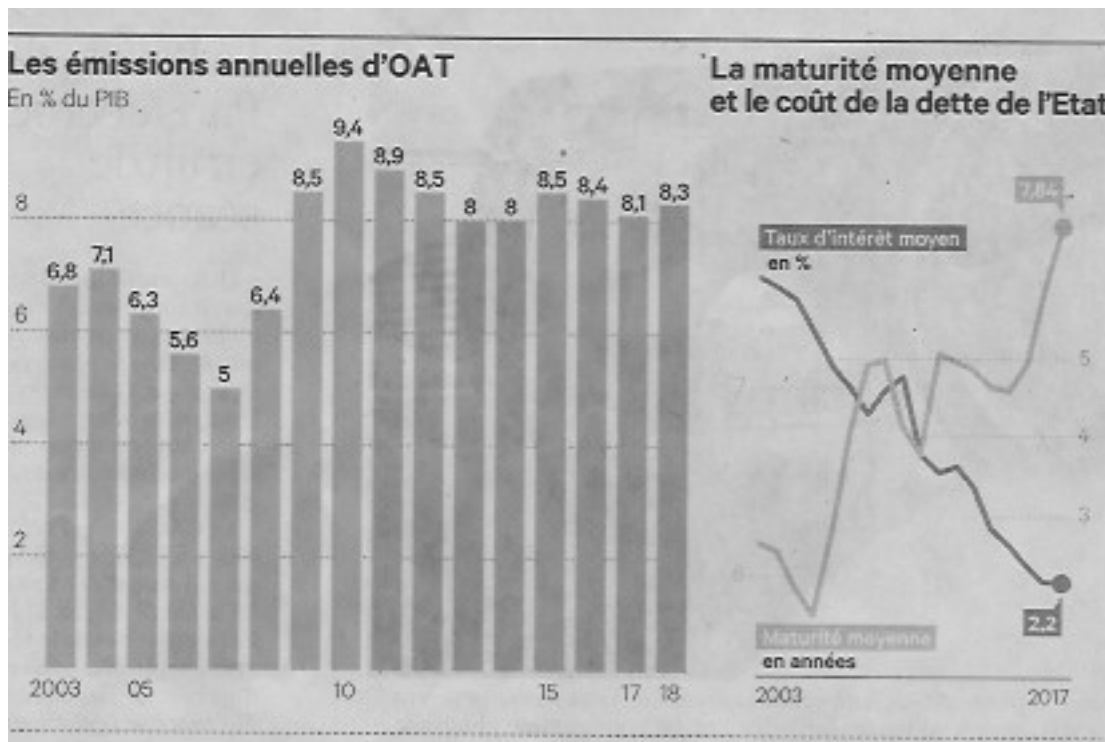
Le jeudi 14, publication par la BCE de ses prévisions économiques : elle s'y montre optimiste et constate que la croissance dans la zone euro est en progression. Il n'empêche qu'elle estime nécessaire de poursuivre sa politique monétaire accommodante. « Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour, le Conseil des gouverneurs de la BCE a 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 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs confirme son intention de poursuivre, à compter de janvier 2018, les achats nets d'actifs au titre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), à un rythme mensuel de 30 milliards d'euros, jusque fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif ».

Le vendredi 15, à Bruxelles, le Conseil des 27 entérine l'accord obtenu entre la Commission européenne et le R.-U. une semaine auparavant : la deuxième phase des négociations peut donc commencer. Dans cette deuxième phase, comme d'ailleurs dans la première, les Européens sont bien placés pour que le R.-U. soit obligé d'accepter leurs conditions. Par ailleurs, ce sommet a ouvert le débat sur les propositions faites par la Commission le 6 de ce mois pour approfondir l'UEM.

Lors d'une conférence faite à l'issue de ce Sommet européen, **le Président français et la Chancelière allemande affirment vouloir parvenir d'ici mars 2018 à une position commune sur les réformes de la zone euro**. « Nous voulons arriver d'ici à mars à rapprocher nos positions. (...) Nous allons trouver une solution commune, car c'est nécessaire pour l'Europe », indique A. Merkel, et elle ajoute : « Quand on veut, on peut ».

À part l'échéance de mars, et l'avoir fixée est malgré tout en soi important, rien de nouveau dans ces déclarations. De toute façon, rien de sérieux ne peut être fait pour réformer la zone euro avant que la nouvelle coalition gouvernementale ne soit mise en place en Allemagne.

Dans son édition des 15 et 16 décembre, le journal Les Échos publie les deux schémas suivants, tirés des statistiques du ministère de l'économie et des finances, donnant un historique intéressant sur 15 ans des émissions annuelles d'OAT, de la maturité moyenne et du coût de la dette de l'État :



Le ministère prévoit d'emprunter 10 milliards d'euros en plus en 2018 à cause d'une aggravation du déficit.

Dans son édition des dimanche 17 et lundi 18, le journal Le Monde publie un article fort important et intéressant d'Étienne Balibar, philosophe réputé, professeur émérite à l'université de Paris-Ouest-Nanterre, article qui est un extrait d'un discours prononcé à Brème le 1^{er} décembre pour la réception du prix Hannah-Arendt pour la pensée politique.

Dans cet article, intitulé « Refonder radicalement l'Europe », la réflexion et les propositions sont puissantes et pertinentes :

« (...) Le projet le plus cohérent est porté aujourd'hui par le président français. Il consiste à "renforcer le noyau européen" autour des pays de la zone euro qui accepteraient de mettre une plus grande partie de leurs ressources dans le fonds commun d'un budget européen, voire d'un Fonds monétaire européen, soumis à une discipline renforcée de la dette publique. Il s'accompagne donc de l'officialisation d'une Europe à "géométrie variable". (...) Je vois bien l'argument de rationalité qu'on peut invoquer en faveur d'un tel plan : il tient à l'idée que le gouvernement économique, conformément à une tendance présente dès la construction d'après-guerre, est le pivot autour duquel gravite toute la "gouvernance" de l'Europe, d'où découlent les conséquences sociales et institutionnelles de l'intégration. Par conséquent, c'est aussi une façon de reconnaître que, dans l'époque de la mondialisation financière, l'économie et le politique ne sont plus vraiment des "sphères" séparées, de sorte qu'une avancée vers le fédéralisme qui ne se fonderait pas sur l'unification des politiques économiques (et de leur base monétaire) n'aurait aucune chance de se matérialiser. C'est vrai, mais ce n'est aucunement suffisant pour assurer la fonction réciproque, c'est-à-dire le contrôle politique de la gouvernance économique dans des formes suffisamment démocratiques pour instaurer la légitimité du "souverain". En réalité, ce projet comporte deux inconvénients majeurs : le premier, c'est qu'il maintient la représentation des citoyens dans une fonction consultative, où la logique des décisions "imposées" par la conjoncture et "sanctionnées" par le directoire exécutif ne peut être véritablement discutée et contestée ; le second, c'est qu'il installe un nouveau fossé entre les degrés d'appartenance à l'Union européenne et par conséquent sème dans l'Union les germes du ressentiment et du renforcement des nationalismes. Ce n'est pas une refondation, c'est une accentuation des tendances existantes à la concentration des pouvoirs et à l'hégémonie de certaines nations sur les autres. En vérité, si l'idée de refondation est bien à l'ordre du jour, il faut l'envisager de façon plus radicale, en ne se contentant pas de renforcer certains pouvoirs ou de déléguer à certaines nations le soin de piloter les autres. Il faut se demander quelles seraient les conditions politiques d'une refondation historique.

Je pense qu'on peut en énumérer au moins cinq, qualitativement différentes, mais dépourvues d'efficacité si elles ne se combinent pas étroitement entre elles.

La première, c'est un intérêt matériel des peuples européens, ou de leur grande majorité, à constituer dans le monde actuel un ensemble actif au regard des tendances et des conflits de puissance de la mondialisation, de façon à en transformer les rapports de force au bénéfice des citoyens. Il me semble que cet intérêt coïncide avec le renforcement d'une Europe "altermondialisatrice", en particulier dans le champ des régulations financières et des protections environnementales. (...)

La deuxième condition, c'est un objectif institutionnel qui soit une innovation historique. Cet objectif est de nous sortir enfin de l'état de pseudo-fédération, existant déjà sous la forme d'une étroite interdépendance entre les économies, les territoires et les cultures, mais dénié par le discours officiel, et quotidiennement contredit par la façon dont les classes politiques nationales cherchent à se réserver le monopole de la négociation avec les administrations et les pouvoirs

“corporatifs“ : grandes entreprises ou syndicats. L'objectif doit être d'inventer le nouveau type de fédération qui n'abolit pas la nationalité mais transforme sa signification et sa fonction dans le cadre d'une souveraineté partagée.

La troisième condition, c'est un idéal politique, vers lequel l'objectif de fédération peut s'orienter, et auquel le succès de sa réalisation peut être mesuré. (...) Il doit viser un élargissement de la démocratie par rapport au niveau qu'avaient atteint les Etats-nations dans leurs moments de citoyenneté active maximale. Il n'y aura pas de fédération européenne si l'émergence de pouvoirs exécutifs, administratifs, judiciaires, représentatifs au-delà de la souveraineté nationale ne s'accompagne pas d'une renaissance des formes locales, quotidiennes, de participation directe non pas isolées mais susceptibles de communiquer par-delà les frontières. Une telle invention, bien entendu, ne se décide pas de façon autoritaire, elle doit surmonter des oppositions et des obstacles gigantesques, qui ne relèvent pas tous du conservatisme social. Ce qui m'amène aux deux dernières conditions.

La quatrième, donc, c'est une demande effective de refondation, dont il peut sembler que nous soyons très éloignés en cette période de réaction nationaliste et de désagrégation, mais dont nous n'avons pas de raisons de décréter l'impossibilité a priori. Il ne peut s'agir simplement de sentiments proeuropéens, ou de délégation de pouvoir aux gouvernements. Il faut des mouvements collectifs, impliquant des citoyens, avec leurs héritages hétérogènes, susceptibles de se rejoindre par-delà les frontières : soit pour protester (par exemple contre l'injustice et l'évasion fiscale), soit pour engager des révolutions culturelles inéluctables (par exemple une transformation des modes de production et de consommation autodestructeurs).

Enfin, la cinquième condition, qui permet de tenir ensemble les précédentes, c'est la définition de problèmes politiques à résoudre pour que la construction européenne devienne non seulement souhaitable, mais possible. (...) Il s'agit de définir les “batailles“ à livrer par les citoyens, ou encore, de façon moins guerrière, les “campagnes“ qu'ils doivent engager pour que les obstacles sur lesquels bute le projet européen deviennent autant de terrains pour la mobilisation, la communication et l'initiative. (...) ».

Le lundi 18, Eurostat publie les derniers chiffres de l'inflation en zone euro : sur un an, elle a atteint 1,5% en novembre après avoir été à 1,4% en octobre. On est encore loin de la cible des 2% visée par la BCE mais on s'en approche progressivement. C'est de toute façon l'expression que la conjoncture va mieux dans l'eurozone. Cette impression est d'ailleurs confortée de deux façons : la hausse de l'euro sur le marché des changes et le record que connaissent depuis 2007 les positions nettes à l'achat de l'euro contre le dollar des fonds spéculatifs, ce qui démontre l'anticipation positive que forment les investisseurs sur les perspectives d'appréciation de la monnaie unique. Mais celles-ci peuvent être rapidement revues en fonction des politiques monétaires menées par la Fed et par la BCE.

Mardi 19, Eurostat publie des statistiques sur l'évolution récente des salaires et du coût horaire du travail : dans l'un et l'autre cas, le constat est un ralentissement au troisième trimestre par rapport aux deux précédents dans la progression. Cela ne va évidemment pas dans le sens souhaité par la BCE en ce qui concerne la visée de la cible de 2% d'inflation. On en arrive à se poser la question de savoir s'il n'y a pas dans la zone euro un important chômage caché.

Mercredi 20, Michel Barnier, le négociateur européen pour le Brexit, publie un document fixant à Londres le régime et le calendrier à suivre, au travers d'un « projet de directives de négociation » qu'il soumet aux 27 États membres.

Ce même mercredi 20, adoption par le Congrès américain de la réforme fiscale du Président Donald Trump : sur 10 ans, il va y avoir une réduction d'impôts de 1500 milliards de dollars. L'impôt fédéral sur les sociétés passe de 35% à 21% avec maintien des niches fiscales, ce qui diminue encore davantage le taux effectif. Le texte prévoit de surcroît des mesures en faveur des multinationales étrangères qui sont implantées sur la sol américain. Par conséquent, en plus de la guerre commerciale et de la guerre des monnaies, on entre maintenant dans une guerre fiscale mondiale. On la connaît déjà en Europe ; avec la réforme Trump, elle se mondialise complètement et devient féroce. Certes, on peut se demander si les entreprises américaines n'en profiteront pas davantage pour distribuer de super-dividendes et pour se lancer sans des rachats d'actions, plutôt que d'investir et d'embaucher. Il n'empêche qu'elles gagneront en compétitivité avec la reconstitution de leurs marges et l'augmentation de leurs profits. La croissance de l'économie américaine s'en trouvera sans doute très dynamisée - surtout que les ménages verront leur propre pouvoir d'achat accru – mais la croissance est déjà forte et il se peut donc que les tensions inflationnistes se développent et qu'il faille donc s'attendre à une hausse des taux. Tous ces facteurs sont défavorables à l'Europe. Même si nos entreprises pourront bénéficier de retombées du dynamisme américain, non seulement la guerre fiscale risque de nous coûter cher - sur les plans économique et social - et de renforcer le moins-disant fiscal au sein même de l'UE, mais aussi, et surtout, l'optimisation fiscale des multinationales va jouer à plein et beaucoup d'entre elles vont développer leurs activités aux États-Unis : alors que les Européens mettent beaucoup d'imagination à trouver des dispositifs pour imposer notamment les GAFAM qui sont actives sur leur territoire, celles-ci vont sans doute rapatrier leurs avoirs placés à

l'étranger. Et les conséquences sur la situation des finances publiques des États-Unis sont également inquiétantes : comme la croissance n'engendrera pas de recettes fiscales capables de compenser les pertes d'impôts dues à la réforme, le déficit fédéral s'aggravera et la dette, déjà énorme, risque de prendre de graves proportions.

Le samedi 23, le journal *Le Monde* publie un article de Ulrike Guérot, professeur en sciences politiques en Autriche, qui défend l'idée d'une « République européenne » à partir de la définition que donne Cicéron de la République : « Ceux qui acceptent d'être égaux devant la loi forment une république. À noter que la provenance n'est pas dans la définition ! Français ou Slovène, Italien ou Finlandais, ou alors – c'est sur ce point qu'il faut insister – Savoyard, Catalan, Vénitien, Ecossais, Bavarois, toutes ces identités peuvent former ensemble une République européenne, comme l'imaginait Victor Hugo dès 1872 : « À coup sûr, cette chose immense, la République européenne, nous l'aurons ». (...) La notion de « citoyens européens » suffit pour décider de se placer à égalité devant la loi au lieu de rester fragmentés dans les containers que sont les lois nationales. La République est l'unité normative, alors que l'identité et la culture sont régionales. Il n'y a nul besoin d'une « identité européenne » pour ériger la République. La loi réglera l'affaire. L'unité dans la diversité fut longtemps le mantra européen : aucune force ne pourrait empêcher les citoyens – indépendamment de leur territoire d'origine – d'embarquer dans une République européenne. Un marché, une monnaie, une démocratie devraient donc être le projet du XXI^e siècle. (...) ». Pour U. Guérot, l'Europe des régions peut se substituer à l'Europe des Nations.

Lundi 25, le jour de Noël, l'euro chute brutalement sur le marché des changes : en début de matinée à New York, il perd 3% face au dollar, pour rebondir aussitôt après. Il semble que ce « krach éclair » soit dû à un « algo trading », c'est-à-dire à un « trading algorithmique », autrement dit encore à un trading automatisé programmé sur ordinateur.

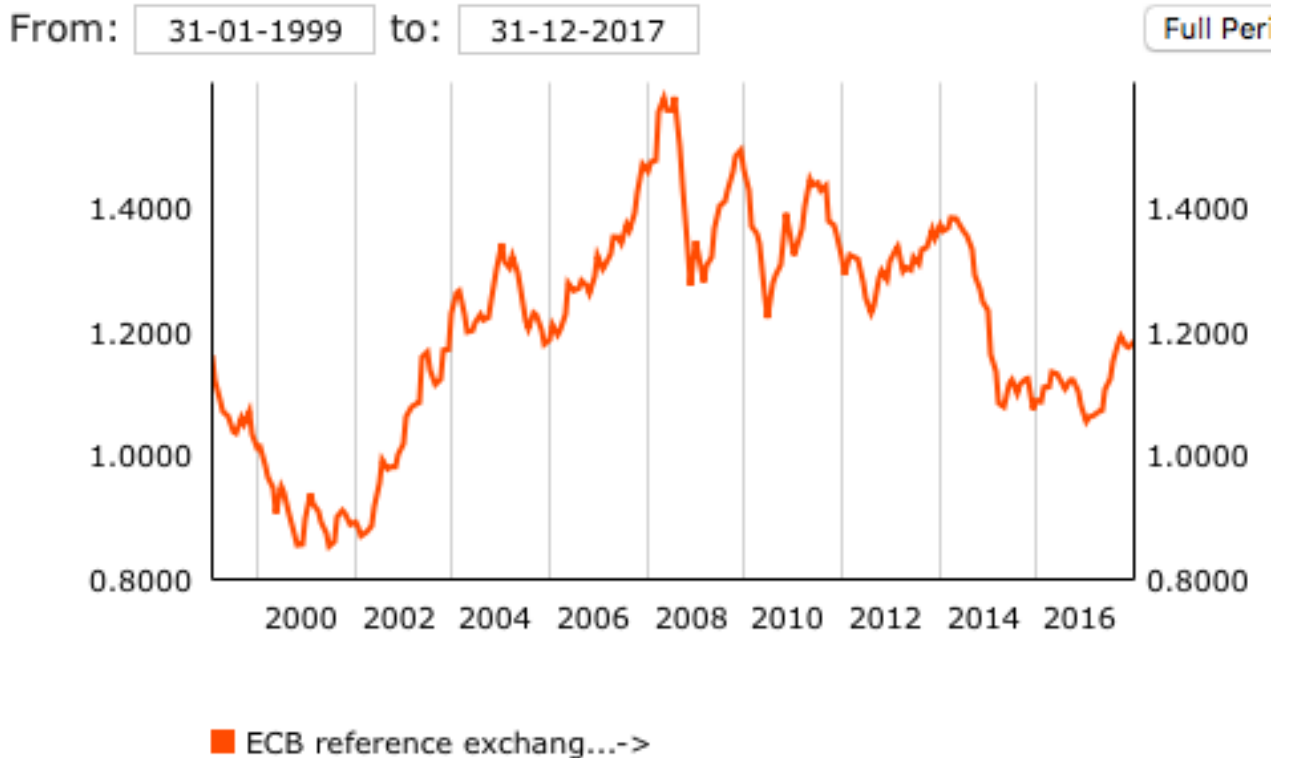
Dans son édition du 30 décembre, le journal *Le Monde* fait paraître un texte de la philosophe Justine Lacroix sur l'Europe. On y trouve d'intéressantes réflexions, dont celles-ci : « Nous nous sommes enfermés trop longtemps dans une opposition stérile entre les proeuropéens et les anti-européens. Trop longtemps, nous avons considéré que, si l'on est pro-européen, on est obligé d'accepter l'idée qu'il n'y ait qu'une seule politique économique possible, celle empruntée depuis 1986, depuis l'Acte unique et le lancement du marché intérieur. Il est temps de situer les débats sur la forme concrète que doit prendre le projet européen au sein de l'Union européenne elle-même. Exactement comme on le fait à l'échelon national : il existe en France des clivages forts entre différentes conceptions de la vie en société sans que personne ne puisse être soupçonné d'être « pour » ou « contre » la France. (...) Il y a un point commun entre technocratie et populisme : les deux portent le même refus du pluralisme. D'un côté, on soutient qu'il n'y a pas d'alternative, qu'il n'existe qu'une seule politique raisonnable, et donc on évacue toute contestation possible ; de l'autre, on se prétend les seuls à incarner la volonté du peuple. Or, ce qui disparaît dans un cas comme dans l'autre, c'est l'idée qu'une démocratie ne vit que par un débat permanent sur le légitime et l'illégitime. (...) On commence à prendre conscience que l'architecture du système communautaire (avec la Commission comme garante de l'intérêt général, le Conseil européen et le Parlement européen) pouvait fonctionner quand les compétences de l'Union restaient réduites à la mise en œuvre d'un grand marché, mais qu'à partir du moment où l'on entre au cœur de la souveraineté des États en touchant aux questions monétaires, fiscales ou sociales, les choses sont plus compliquées. Il n'est plus certain que ce modèle ne doive pas céder la place à d'autres formules qui associeraient mieux les parlements nationaux. (...) Le résultat, c'est que toute interrogation (sur la politique d'austérité, sur les bienfaits de l'euro) est forcément jugée déraisonnable. Dès lors, la contestation se dirige vers des mouvements d'extrême droite ou vers des mouvements qualifiés à tort ou à raison de « populistes ». Or, en démocratie, il n'y a jamais une seule politique raisonnable (...) ».

Le 31 décembre au soir, c'est le moment des vœux des responsables politiques : le Président Macron réaffirme à cette occasion l'enjeu que représente pour la France la refondation de l'Europe. Pour lui, la nouvelle année 2018 est « une année décisive » parce que « l'Europe est bonne pour la France ». Il souhaite un « colloque intime avec nos amis allemands, qui est la condition nécessaire à toute avancée européenne : elle n'exclut pas le dialogue avec tous nos autres partenaires, mais elle est ce par quoi tout commence ». Dans sa propre intervention, la chancelière A. Merkel fait en quelque sorte

L'EURO

écho à celle d'E. Macron puisqu'elle affirme que l'avenir de son pays est « lié de façon indissociable à l'avenir de l'Europe » et que « la France et l'Allemagne veulent travailler ensemble ».

Fin décembre, et donc en cette fin d'année 2017, l'euro est nettement orienté à la hausse face au dollar : il cote en effet 1,1994\$ après avoir coté 1,1897 le 1^{er}, 1,1769 le 8, 1,1749 le 15 et 1,1860 le 22. L'euro termine même l'année au plus haut depuis 3 ans (il a atteint 1,2013 \$ au cours de la journée du 29). Cela est dû à la fois par une déception de l'évolution politico-économique aux États-Unis et par un « alignement des planètes » pour la zone euro. En effet, celle-ci connaît depuis 10 ans son rythme de croissance le plus élevé. Mais, si le taux de croissance de la zone euro dépasse aujourd'hui celui des États-Unis (depuis la création de l'euro, c'est la seconde fois, après 2002), c'est principalement l'effet d'un rattrapage : après la crise des subprimes, l'économie américaine a connu un rapide rebond et six années ininterrompues de croissance, alors que la reprise ne s'est déclenchée en Europe qu'en 2015.



Sur les Bourses mondiales, l'année 2017 se termine aussi par des hausses souvent fortes, ce qui fait arriver les principaux indices à des sommets ; comme le montrent les schémas suivants tirés du site Boursorama.com :

L'EURO





• JANVIER 2018 ->

Le 1^{er} janvier, la Bulgarie prend pour 6 mois la Présidence tournante de l'UE. La Bulgarie est le pays européen dont le PIB par habitant est le plus faible (49% du PIB moyen par habitant de l'UE), malgré un taux de croissance actuel relativement élevé (3,9%). Mais le pays accumule les problèmes structurels : ralentissement démographique, fuite des cerveaux, dépendance énergétique, corruption. *La prise de la Présidence de l'UE par un pays de l'Est, et de surcroît le moins développé de tous, va sans doute donner aux enjeux européens des prochains mois des couleurs particulières, sur deux points en particulier. D'une part, le budget européen et le cadre financier pluriannuel (CFP) parce que le Brexit enlève une douzaine de milliards d'euros chaque année au budget et le budget ainsi amputé va avoir de plus en plus de mal à financer à la fois ses deux missions traditionnelles - la PAC et les fonds de cohésion - et les missions nouvelles qu'il va falloir prendre en charge : la sécurité, la défense, les migrations, le numérique et la jeunesse. Se pose donc la question des solutions qui peuvent être envisagées pour résoudre ce problème budgétaire, et les pays de l'Est sont bien sûr décidés à défendre les fonds de cohésion. Notons que le 22 février, les eurodéputés adopteront un rapport qui liste les nouvelles ressources propres, autrement dit les nouveaux impôts comme une taxe sur les GAFAs et une taxe carbone, qui permettraient de combler le manque. D'autre part, ces pays européens de l'Est (précisons d'ailleurs que l'Autriche et la Roumanie succéderont à la Bulgarie à la présidence de l'UE) sont en opposition avec ceux de l'Ouest sur de nombreux sujets comme le dumping fiscal et social ou le transport routier et, surtout, ils sont dans le ressentiment parce qu'ils estiment que le contrat qu'ils ont en quelque sorte signé (le versement de fonds structurels contre le respect des quatre libertés de circulation fondamentales de l'Europe - des personnes, des biens, des services et des capitaux -) est rompu.*

Le lundi 1^{er}, l'euro continue sa hausse face au dollar en dépassant le seuil des 1,20\$. Même si ce niveau n'avait pas été atteint depuis 3 ans, cela n'a pas grand-chose à voir avec les taux bien plus élevés que l'euro a connus dans le passé. Tant que le taux de change de l'euro ne dépasse pas 1,30\$, il ne met pas vraiment en difficulté l'économie européenne dans son ensemble.

En ce début d'année 2018, l'OFCE fait paraître un numéro de sa revue consacré à « Taux de change d'équilibre et ampleur des désajustements internes à la zone euro », écrit par S. Villemot, B. Ducoudré et X. Timbeau. Ces auteurs estiment que la cible de long terme de la parité euro/dollar est à 1,35\$. Et que le taux de change a favorisé dès le départ la dynamique de divergence entre les États membres - essentiellement entre ceux du Nord et ceux du Sud - et qu'il a donc sa part de responsabilité dans la crise de la zone euro à partir de 2009, laquelle crise est à l'origine de l'ajustement nécessaire par l'intermédiaire de politiques budgétaires austéritaires et de dévaluations internes. À ce propos, il apparaît que l'évolution des coûts salariaux unitaires - CSU - joue un rôle déterminant, au point que les auteurs énoncent comme « règle d'or » pour assurer l'équilibre extérieur que les CSU doivent augmenter au rythme de la cible d'inflation de la BCE, soit 2%. Jusqu'en 2013-2014, la France a

épousé cette règle mais depuis elle réalise un surajustement, de même d'ailleurs que d'autres pays, pendant que des pays du Nord, en particulier l'Allemagne, sont trop en-deçà de la règle, ce qui fait que globalement il n'y a pas compensation, d'où le déséquilibre. Mais parce que cet ajustement est asymétrique, les déséquilibres internes à la zone ont laissé la place à un déséquilibre extérieur - positif - de l'ensemble de la zone euro (pour simplifier, il y a à la fois réduction des déficits des pays du Sud et poussée des excédents des pays du Nord), ce qui devrait entraîner une appréciation forte de l'euro si la BCE ne menait pas sa politique monétaire non conventionnelle ; et surtout, la divergence subsiste : en particulier, l'Allemagne profite largement d'un euro sous-évalué pour elle alors que la France souffre au contraire d'un euro pour elle surévalué (et de plus en plus à partir de 2011) : le différentiel nominal relatif entre les deux pays est estimé à 25 % !

Le mercredi 3, entrée en application de « MIF2 », la directive européenne qui fixe un nouveau cadre pour les marchés d'instruments financiers. MIF1 avait été adoptée en 2004 et entrée en application en novembre 2007, c'est-à-dire précisément lors du déclenchement de la crise financière. C'est cette crise qui a nécessité un renforcement des règles avec l'adoption de MIF2 en octobre 2011 par la Commission européenne puis en janvier 2014 par le Conseil européen, avec en juin 2014 la publication de textes au journal officiel de l'UE.

La MIF2 s'appuie sur deux textes :

- La directive MIF1 révisée (Directive 2014/65/CE), dite MIFID II
Elle régit les activités des entreprises d'investissement, définit les règles de protection et édicte des exigences minimales en matière de sanctions.
- Le règlement UE concernant les marchés d'instruments financiers (Règlement UE 600/2014), dit MIFIR.
Il traite de l'organisation des marchés, de l'accès au marché européen des établissements de pays tiers et des pouvoirs des autorités de contrôle.

Autrement dit, MIF II = MIFID 2 + MIFIR

La directive MIF2 :

- vise à améliorer le contenu de la transparence pré- et post-négociation,
- élargit le périmètre des instruments financiers (dérivés, obligations, produits structurés),
- introduit une nouvelle catégorie de système organisé de négociation
- renforce la protection des investisseurs.

Le lundi 8, l'euro repasse sous les 1,20\$. Comme la zone euro va mieux pour sa croissance et son emploi, c'est sans doute les difficultés politiques en Allemagne qui expliquent cette évolution hésitante sur le marché des changes. D'ailleurs, la monnaie unique européenne connaît un rebond dès le mercredi 10 en milieu de journée, en dépassant à nouveau le seuil de 1,20\$.

Mercredi 7, quatrième réunion à Rome du Med7, qui rassemble les 7 pays du Sud de l'UE (Italie, France, Espagne, Portugal, Grèce, Chypre et Malte). La crise migratoire est au centre des discussions mais E. Macron a insisté aussi sur la réforme de la zone euro. Il est envisagé un traité d'amitié entre l'Italie et la France, « traité du Quirinal », qui serait un peu l'équivalent du traité de l'Élysée entre l'Allemagne et la France.

Le jeudi 11, l'INSEE allemand, Destatis, publie des résultats très positifs concernant l'économie allemande. Son taux de croissance a été en 2017 de 2,2% après avoir été de 1,7% en 2015 et 1,9% en 2016, le taux de chômage, déjà bas, continue de baisser (il est de 5,7%) et l'excédent budgétaire connaît à nouveau un record (1,2% du PIB). Cette évolution devrait se poursuivre. Les questions qui se posent portent sur le risque inflationniste et sur l'insuffisance d'investissement.

Vendredi 12, annonce en Allemagne d'un accord entre les conservateurs (CDU-CSU) de Madame Merkel et les sociaux-démocrates (SPD) de Martin Schulz pour former à nouveau une grande coalition (« Groko »). Les deux parties ont convenu de « renforcer de manière durable la zone euro ». Mais cet accord doit être validé par le SPD lors de son congrès extraordinaire prévu le 21 de ce mois. Il n'empêche que pour le Président Macron, « les termes de cet accord provisoire sont plus favorables au projet européen que ne l'étaient les termes actés dans les tentatives précédentes de l'année dernière ».

Lundi 15, l'euro continue sa hausse face au dollar et atteint même un point haut à 1,2297\$ qu'il n'a pas atteint depuis le 19 décembre 2014 (1,2302\$). Cette hausse s'explique non seulement par la clarification politique en Allemagne qui vient d'avoir lieu mais aussi par le sentiment qu'ont les

marchés que le resserrement de la politique monétaire de la BCE pourrait avoir lieu plus tôt que prévu, comme le laissent entendre les minutes de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, parues jeudi 11.

Dans l'édition du mercredi 17, le journal Le Monde fait paraître un « éclairage » de J.-P. Petit sur la zone euro : « (...) Par rapport au niveau d'avant la crise de 2008, le PIB réel de la zone euro est en effet 10 points au-dessous de celui des États-Unis. Cela ne s'explique pas exclusivement par les différentiels de croissance potentielle, mais par les nombreuses erreurs des gouvernements et des institutions européennes lors de la crise de la dette souveraine (2010-2012) qui ont considérablement retardé le redressement. Le rattrapage sera particulièrement marqué en matière d'investissement des entreprises. (...) Ne nous emballons pas pour autant : le mouvement en cours est pour l'essentiel un ajustement cyclique, lié à l'amélioration de l'environnement mondial, à la qualité et à la justesse du pilotage de la BCE et à la réduction des risques politiques internes. Mais le fonctionnement interne de la zone euro présente toujours de graves défaillances. Et les réformes structurelles à accomplir dans les différents grands pays, qui seraient de nature à relever durablement les perspectives de croissance potentielle, sont encore devant nous. Des risques mondiaux pèsent évidemment sur ce scénario (crise géopolitique, crise du pétrole, erreurs de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine...), mais aussi des risques européens : on pense bien sûr aux élections italiennes du 4 mars. (...) ».

Ce même mercredi 17, 14 économistes français et allemands, tous experts des questions européennes, publient des propositions sur la zone euro qui méritent une grande attention.

« Au terme de près d'une décennie de stagnation, la zone euro goûte enfin au bonheur d'une reprise robuste. Dès lors, la tentation est forte pour les responsables politiques de baisser la garde. Ce serait une grave erreur car la monnaie unique reste vulnérable du fait de fragilités financières persistantes, d'une fragmentation financière peu favorable à la croissance à long terme et de divisions profondes entre États membres en termes aussi bien économiques que politiques.

Ces problèmes ont des causes multiples, mais l'architecture financière et budgétaire actuelle y contribue de manière décisive :

- Le cercle vicieux entre risque bancaire et risque souverain (les banques soutenant les États par leurs achats d'obligations publiques et attendant un secours des mêmes États en cas de difficulté) constitue toujours une menace très sérieuse pour certains États membres et pour la zone euro dans son ensemble. Une union bancaire encore incomplète et des marchés de capitaux fragmentés empêchent la zone euro d'exploiter au mieux les avantages de l'intégration monétaire et de bénéficier de ses effets stabilisateurs via la diversification des sources de financement comme des portefeuilles d'épargne.
- Les règles budgétaires manquent de transparence ; elles poussent les États à serrer les vis quand tout va mal et à distribuer des « cagnottes » quand tout va bien, sans parvenir à endiguer la tendance à l'augmentation des dettes publiques. Les défauts de l'architecture budgétaire de la zone euro ont aussi mis une pression trop forte sur la BCE et ont aggravé les tensions politiques entre États membres pendant la crise.
- L'incapacité de la zone euro à gérer les crises budgétaires autrement que par des prêts d'urgence conditionnés à des programmes d'ajustement très durs a nourri la montée des mouvements populistes et nationalistes dans les pays aussi bien débiteurs que créanciers. La perte de confiance qui en a résulté constitue une menace non seulement pour l'euro mais pour le projet européen dans son ensemble.

Les pays membres de la zone euro sont profondément divisés sur la manière de répondre à ces défis. Certains prônent des règles budgétaires plus souples et des mécanismes de stabilisation macroéconomique au niveau de la zone euro ; d'autres voudraient au contraire durcir les règles et renforcer les incitations à mener des politiques prudentes au niveau national, et rejettent tout partage des risques supplémentaires ; certains voudraient exclure toute possibilité de restructuration des dettes publiques lorsque d'autres considèrent la discipline de marché comme indispensable pour restaurer la responsabilité budgétaire et la stabilité financière. Ces positions apparaissent irréconciliables. De fait, les projets de réformes de la zone euro sont aujourd'hui dans l'impasse.

Nous considérons que cette polarisation du débat entre solidarité (entre États membres) et responsabilité (au niveau de chacun d'eux) constitue une fausse alternative, et cela pour trois raisons. Premièrement, une architecture financière solide requiert des instruments à la fois pour prévenir les crises (par de bonnes incitations) et pour en atténuer les effets (lorsque malgré les précautions, une nouvelle crise survient). Deuxièmement, il est faux d'affirmer que tout mécanisme de solidarité entraînera inévitablement des comportements déviants de la part des États qui chercheront à tirer profit du système. Troisièmement, un tel mécanisme est en fait nécessaire si l'on veut s'appuyer davantage que par le passé sur la discipline de marché, qui consiste à laisser le marché sanctionner un État impécunieux : la règle de « non-renflouement » d'un État par les autres ne sera pas crédible tant que sa mise en œuvre effective aboutira au chaos, à la contagion et finalement au risque d'explosion de la zone euro, comme on l'a vu lors des différents épisodes de la crise grecque. Solidarité et responsabilité sont donc complémentaires et non substituables.

D'où notre proposition de mettre en œuvre six réformes en parallèle, qui se complètent mutuellement.

1. *Rompre le cercle vicieux entre risque bancaire et risque souverain, en pénalisant les banques dont l'actif est trop concentré sur une unique signature souveraine, tout en protégeant mieux les déposants européens via un système intégré d'assurance des dépôts.* Cette première réforme vise à immuniser les banques contre une éventuelle restructuration de dette publique et contre le risque de panique des déposants. Elle est compatible avec de bonnes incitations au niveau des

États, notamment parce que la prime d'assurance des dépôts peut être modulée en fonction des risques spécifiques du pays, et n'être mise à contribution qu'une fois épuisée une « franchise » nationale. Parallèlement, les mécanismes obligeant les créanciers des banques en difficulté à prendre des pertes doivent être renforcés, tout comme la pression des autorités de surveillance pour réduire les stocks d'actifs non performants et harmoniser davantage les règles prudentielles. Afin de donner une impulsion à l'union des marchés de capitaux, l'Autorité européenne des marchés financiers devrait voir ses attributions étendues et sa gouvernance réformée. La combinaison de ces mesures permettrait de réduire drastiquement la corrélation entre le risque bancaire et le risque souverain et de mettre en place une véritable intégration transnationale des marchés bancaires et des marchés de capitaux.

2. *Remplacer les règles budgétaires actuelles, centrées sur le déficit dit « structurel » (corrigé du cycle d'activité) par une règle simple de dépenses avec un objectif de long terme de réduction de la dette.* Les règles actuelles manquent à la fois de flexibilité pendant les crises et de fermeté en phase de croissance. Elles sont complexes et peu fiables, exposant la Commission européenne à toutes sortes de critiques. Nous proposons de les remplacer par un principe simple selon lequel, en tendance et en euros courants, les dépenses publiques ne devraient pas croître plus vite que le PIB. Elles devraient même croître moins vite dans les pays dont le taux d'endettement est trop élevé. Une telle règle serait à la fois plus stabilisante pour l'activité et plus transparente pour les citoyens et leurs représentants. Sa mise en œuvre serait contrôlée par une institution nationale indépendante, elle-même supervisée par une institution indépendante au niveau de la zone euro. Les gouvernements qui violeraient la règle seraient obligés de financer l'excès de dépense en émettant de la dette « junior » (la première touchée en cas de restructuration) dont la maturité serait automatiquement allongée au cas où le pays nécessiterait un programme du Mécanisme Européen de Stabilité (MES). La pénalité imposée par les marchés pour émettre cette dette exercerait une discipline beaucoup plus crédible que les menaces actuelles d'amendes qui ne se sont jamais matérialisées, sans pour autant mettre en péril le stock de dette accumulée.

3. *Prévoir un dispositif de restructuration ordonnée des dettes souveraines pour les pays dont la solvabilité ne pourrait être restaurée par des prêts conditionnels du MES.* Cela requiert avant tout de réduire le coût financier et économique d'une restructuration, donc de mettre en œuvre la proposition 1 ci-dessus, mais aussi d'améliorer les outils de stabilisation macroéconomique et de créer un actif européen « sans risque » (voir plus bas). Il faudra aussi protéger les États souverains des créanciers – passagers clandestins et autres fonds « vautours » - qui refuseraient de participer à la restructuration. Pour ne pas déstabiliser les marchés de dette, il vaut mieux ne pas s'engager dans un mécanisme de restructuration automatique ; par ailleurs, le durcissement des politiques de prêt du MES et les pénalités appliquées aux banques dont l'actif est excessivement concentré sur une signature devraient être mis en place progressivement, annoncés à un moment où les dettes de tous les pays de la zone euro sont considérées comme soutenables (comme c'est le cas actuellement) et combinés aux autres réformes permettant de réduire le risque souverain, tels que l'assurance européenne des dépôts et les mécanismes de partage des risques que nous proposons comme quatrième réforme.

4. *Mettre en place un fonds pour aider les pays de la zone euro à absorber les crises économiques les plus graves, sachant que les fluctuations de faible ampleur de l'activité seraient prises en charge exclusivement par les politiques budgétaires nationales.* Le fonds serait alimenté par des contributions nationales. Un pays dont l'emploi chuterait brutalement (ou dont le chômage augmenterait brutalement) pourrait alors bénéficier d'un transfert. Afin d'exclure que le système ne dégénère en transferts permanents, les contributions nationales seraient plus élevées pour les pays instables, faisant souvent appel au fonds. Par ailleurs, la participation des États serait conditionnelle au respect, sur une période à définir, de la règle budgétaire et des préconisations du Semestre européen.

5. *Proposer aux investisseurs un actif synthétique « sans risque » en alternative aux dettes souveraines nationales.* Cet actif serait un panier diversifié et « seniorisé » d'actifs souverains nationaux. Par exemple, des intermédiaires financiers pourraient acheter un portefeuille diversifié standardisé de dettes souveraines et utiliser celui-ci comme collatéral pour émettre un actif synthétique avec plusieurs tranches de séniorité et donc de risque. La tranche senior constituerait l'actif sans risque. L'introduction de ce type d'actif en parallèle de la régulation limitant la concentration des expositions au risque souverain permettrait d'éviter des mouvements brutaux sur la demande de ces dettes et contribuerait ainsi à la stabilité financière. Une phase expérimentale à petite échelle permettrait de régler les paramètres et de vérifier la viabilité du système.

6. *Réformer l'architecture institutionnelle de la zone euro.* Nous proposons de séparer le rôle de surveillance (le « procureur ») du rôle politique de décision (le « juge »). Le « procureur » pourrait être un Commissaire spécifique, indépendant du reste de la Commission européenne ; alternativement, il pourrait être extérieur à la Commission (mais cela nécessiterait un changement de traité). Le « juge » serait le Président de l'Eurogroupe ; ce rôle pourrait être confié à la Commission, suivant ainsi le modèle du Haut Représentant de l'Union pour les Affaires Étrangères.

Par ailleurs, la responsabilité politique de la gestion de crise devrait être entièrement confiée à un MES réformé, comptable devant le Parlement européen.

Ces propositions requièrent une mise en œuvre jointe. Couper la courroie de transmission entre les banques et les États nécessite de réduire la concentration des expositions souveraines des banques et de mettre en place une assurance européenne des dépôts. La réforme des règles budgétaires requiert des institutions de surveillance plus fortes et plus indépendantes à la fois au niveau national et au niveau européen. Enfin, rendre la règle de non-renflouement plus crédible requiert non seulement un meilleur cadre légal pour les restructurations, mais aussi un soutien budgétaire en cas de crise et un renforcement du MES.

Sans aborder toutes les questions fondamentales qui se posent à la zone euro (comme déterminer quels biens publics européens doivent être financés de manière conjointe et comment le faire), notre ensemble de propositions permettrait de changer la donne en améliorant significativement la stabilité financière, la cohésion politique et le potentiel de croissance de la zone euro, tout en répondant aux priorités et aux inquiétudes de ses États membres. Nos dirigeants ne devraient pas se contenter de moins ».

Signalons que parmi les signataires de ce texte figure Agnès Bénassy-Quéré qui a fait déjà paraître deux notes du CAE sur le sujet, la note n°21 en mars 2015 et la note n°29 en février 2016 (voir ici à ces dates). Soulignons aussi le caractère peu orthodoxe de la proposition n°2, qui consiste à abandonner la fameuse règle des 3% du PB pour le déficit budgétaire. Cela rejoint une réflexion faite souvent ici-même.

Surtout, cette proposition s'inscrit dans la logique de certains travaux, comme ceux de Christina et David Romer, de l'Université de Berkeley. Selon ces économistes, les finances publiques doivent être gérées de la manière suivante : faire en sorte que les dépenses publiques suivent une trajectoire stable, dictée par l'évolution de la croissance et de la conjoncture ; et laisser à la fiscalité la fonction de stabilisation, automatique, en ce sens qu'il en résulterait une évolution du solde budgétaire en relation directe avec le déroulement du cycle. Mais encore faut-il accepter que ce solde soit un déficit quand la conjoncture est basse et qu'il devienne excédentaire quand au contraire la conjoncture est haute (attention aux mauvais usages des « cagnottes »).

Le mercredi 17, l'euro dépasse le seuil de 1,23\$, ce qui est un nouveau record depuis fin 2014. Au cours de l'année 2017, l'euro a progressé par rapport à la devise américaine d'environ 14% et déjà de 2% depuis le début de cette année 2018.

Certes, cette évolution présente potentiellement des inconvénients (freinage des exportations, ralentissement de la croissance, baisse de l'inflation), tous inconvénients qui rendent encore plus délicate la politique de la BCE, mais, avec une moyenne de 1,29 \$ sur les dix dernières années et selon la théorie de la parité des pouvoirs d'achat, l'euro serait sous-estimé de 10%, ce que confirme « l'indice big Mac », et il serait la moins chère des devises des pays du G10. Cela donne raison à ceux qui pensent que l'euro va poursuivre sa hausse ; certains envisagent même qu'il pourrait atteindre 1,35 \$ en fin d'année. D'ailleurs, faut-il vraiment s'étonner que l'euro grimpe quand la situation économique de la zone euro s'améliore ? De même, faut-il aussi s'étonner que les taux souverains augmentent de leur côté ?

Ce même mercredi 17, paraît un nouvel ouvrage sur l'Europe de Christian Saint-Étienne, aux éditions de l'Observatoire : « Osons l'Europe des Nations », après un ouvrage paru en 2011 sur « La fin de l'euro ». Il y présente notamment la notion intéressante de « zone unique » (ZU) :

« Nous savons que la zone euro n'est pas une zone monétaire optimale au sens où les pays membres sont peu intégrés en termes de mobilité du capital et du travail et ne partagent pas les mêmes préférences sociétales et de politique économique. Nous savons également que lorsque des pays veulent créer une monnaie commune alors que la zone monétaire à constituer n'est pas optimale, il faut trois conditions pour réussir :

un gouvernement économique qui optimise les instruments de la politique économique pour atteindre la croissance non inflationniste la plus forte possible ;

un budget fédéral permettant de limiter les écarts de niveau de vie en dépit de la spécialisation économique des pays induite par une union monétaire ;

un encadrement de la concurrence fiscale et sociale entre les pays membres pour que la concurrence s'opère sur les marchés de biens et services et non entre les normes fiscales et sociales.

Appelons-les les trois caractéristiques d'une *zone unique* (ZU).

Non seulement la zone euro n'est pas une zone monétaire optimale et n'a pas les trois caractéristiques d'une zone unique, mais on assiste à une divergence des performances économiques entre le sud et le nord de la zone. De plus, les spécialisations économiques divergent entre les grands pays de la zone, l'Allemagne restant une grande puissance industrielle tandis que la France se désindustrialise massivement depuis 20 ans.

Dans ce contexte, soit les pays membres de la zone euro se dotent des trois caractéristiques d'une zone unique et c'est l'amorce d'une fédéralisation économique de la zone, soit les pays membres refusent cette évolution et on assistera au retour des tensions au sein de la zone. Comment sortir de ses difficultés et corriger les défauts de construction de la zone ? »

Les jeudi 18 et vendredi 19, le Président français Emmanuel Macron rencontre successivement, le 18, Theresa May sur la question des migrants en signant un nouveau traité, et, le 19, Angela Merkel sur « l'avenir de l'Union européenne ».

Il semble qu'E. Macron veuille profiter du Brexit et de la faiblesse relative sur le plan politique de la chancelière allemande pour affirmer son leadership en Europe. Certes, comme le dit Sébastien Maillard, directeur de l'Institut Jacques Delors, « Emmanuel Macron est devenu influent par défaut : il remplit le vide », mais c'est une belle occasion pour lui de lancer la mise en œuvre de son ambitieux projet européen. Il faut aussi souhaiter qu'il puisse réaliser la réforme de l'euro en s'éloignant le plus possible, ce qui est pour nous déterminant, de l'ordolibéralisme allemand : les propositions faites par

L'EURO

les 14 économistes français et allemands, parues ce mercredi et que nous relatons plus haut, l'inspireront sans doute. La présidence de l'Eurogroupe prise le 13 de ce mois par le Portugais Mario Centeno, donc par un représentant de l'Europe du Sud, est un facteur favorable. Par contre, l'opposition sur plusieurs sujets entre les États membres de l'Europe de l'Est et ceux de l'Europe de l'Ouest constitue un facteur qui rend indispensable une étroite coopération entre la France et l'Allemagne.

Remarquons enfin que le Brexit a deux effets sur les leaderships qui s'exercent en Europe : d'une part, le Brexit renforce le leadership économique et politique de l'Allemagne en déplaçant le centre de gravité de l'UE vers l'Est, et, d'autre part, le Brexit accroît le leadership institutionnel de la Commission parce que le Brexit correspond à une réduction du poids relatif des grands pays, ce qui donne plus de poids aux plus petits, qui, à cause d'une logistique plus faible, peuvent s'en remettre trop facilement à la Commission pour les analyses à faire et les décisions à prendre.

Le vendredi 19, « shutdown » aux États-Unis : à cause d'un désaccord entre les Républicains et les Démocrates sur l'immigration, le budget n'est pas voté, d'où le blocage partiel de l'administration fédérale américaine. Ce shutdown prendra fin lundi 22 soir après un accord temporaire valable jusqu'au 8 février, en attendant l'obtention d'un accord définitif.

Le dimanche 21, le SPD vote, à une courte majorité (56%), en faveur de la poursuite des négociations avec la CDU-CSU de Madame Merkel pour la constitution d'une « grosse coalition » et d'un gouvernement. C'est un soulagement pour tout le monde ; mais les négociations, qui vont commencer dès demain, ne seront pas simples.

Le lundi 22, réunion de l'Eurogroupe. Le dossier grec occupe une bonne place : après avoir constaté une amélioration de la situation économique du pays et la mise en place des réformes attendues, ce qui doit permettre un nouveau financement de 6,7 milliards d'euros, demeurent malgré tout les questions de la normalisation de la situation de la Grèce, pour que son retour sur les marchés financiers en août se fasse le mieux possible, et du rééchelonnement de la dette publique. Cette réunion de l'Eurogroupe est la première pour son nouveau président, le portugais Mario Centeno. Le passage de témoin a une portée politique dans la mesure où il se fait entre un social-démocrate du Nord ayant des convictions assez proches de celles de l'Allemagne et un socialiste du Sud, qui est a priori assez favorable aux thèses défendues par la France. En dehors du fait que certains pensent qu'il n'y aura pas de changement (le membre fondateur du Bloc de gauche portugais Fernando Rosas pense que « cette nomination ne changera rien, un président de l'Eurogroupe dépend toujours du ministère allemand des finances »), la nomination du Portugais avait une contrepartie, le remplacement, en février, à la tête du EWG (Euro working group) de l'influent Thomas Wieser, autrichien, par Hans Viljbrief, un Néerlandais.

Ces enjeux politiques entre le Nord et le Sud de la zone euro concernent aussi la BCE : dans les deux prochaines années, quatre des six membres du directoire de la BCE doivent être renouvelés et les postes de vice-président et de président de la BCE sont également appelés à changer de titulaire.

Le mardi 23, le journal Le Monde publie un article de plusieurs juristes, politistes, sociologues et économistes dont Michel Aglietta, Thomas Piketty et Xavier Timbeau sur la question des futures nominations à la BCE que l'on vient précisément d'évoquer :

« (...) Tout se passe comme si on allait procéder à une énième nomination technique. Il s'agit bien plutôt d'une occasion rare de peser sur ce pôle crucial du gouvernement de la zone euro, alors même que tout est fait pour maintenir ce choix au ban de l'espace public. D'un côté, les ministres des finances se gardent bien de rendre des comptes à leurs Parlements nationaux de ce qu'ils entendent défendre à Bruxelles ; de l'autre, l'Eurogroupe, institution à peine reconnue par les traités européens mais qui constitue de fait le lieu de décision en la matière, ne connaît aucune forme de contrôle politique. Comme souvent, le Parlement européen qui auditionnera le candidat ainsi choisi arrivera après la bataille, une fois les négociations conduites et les compromis passés, pour donner son avis... consultatif. (...) Marchés financiers et gouvernements semblent se satisfaire de cette situation et jettent un pudique voile d'ignorance sur ce processus de nomination. Et les signaux qui proviennent de Bruxelles ne sont guère rassurants, qui laissent à penser que l'Espagne, estimant son tour venu, proposera, le 22 janvier, pour la vice-présidence de la BCE, son actuel ministre de l'économie, Luis de Guindos, dont l'un des principaux faits d'arme est d'avoir été le président exécutif pour l'Espagne et le Portugal de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers au cœur de la crise financière... (...) Rien n'oblige à ce que ce processus de nomination reste ainsi à huis clos et se joue, une fois de plus, sur le mode du jeu des chaises musicales européennes. A défaut de posséder d'ores et déjà l'Assemblée parlementaire de la zone euro préconisée dans la proposition de traité de démocratisation de la zone euro (T-Dem) et dont l'une des fonctions consisterait précisément dans cette supervision politique des nominations des membres du gouvernement de la BCE, rien n'empêche, en l'état, les ministres des finances de rendre publics les critères politiques qui fondent leurs préférences pour tel ou tel, mais aussi les conditions qu'ils entendent imposer aux candidats. Rien n'interdit que plusieurs candidats, à la présidence notamment, s'avancent publiquement dans les mois qui viennent, qu'ils soient auditionnés devant les représentations nationales, et qu'ils disent leurs engagements. Et rien enfin ne fait obstacle à ce que le Parlement européen conditionne sa participation

à la procédure de nomination au respect de l'ensemble de ces exigences politiques minimales. (...) À Athènes, en septembre 2017, Emmanuel Macron appelait avec emphase l'Europe à « de la démocratie, de la controverse, du débat, de la construction par l'esprit critique et le dialogue » ! Le moment est venu d'accorder les actes et les discours ».

Mercredi 24, après avoir connu une courte période de détente les jours précédents, l'euro repasse au-dessus de 1,23\$.

Mercredi 24 aussi, Emmanuel Macron fait un long discours, très suivi, au forum de Davos qui a commencé la veille, et qui va durer quatre jours.

Voici quelques extraits de ce discours (<http://www.elysee.fr/declarations/article/transcription-du-discours-du-president-de-la-republique-au-forum-economique-mondial-de-davos-suisse/>) :

« (...) ne soyons pas naïfs, la mondialisation connaît une crise aujourd'hui, une crise majeure. Et ce défi énorme requiert un effort collectif de la part d'organisations internationales, de la part d'États, d'entreprises, la société civile afin de trouver et de mettre en œuvre des solutions. (...) ceci me mène à la responsabilité qui est la nôtre, la responsabilité qui consiste à construire une France prospère, ouverte au monde, mais capable aussi de reconnaître et d'accepter et d'intégrer les laissés-pour-compte de la mondialisation.

Il faut pouvoir montrer qu'elle est plus équitable pour les classes moyennes. C'est le défi du « en même temps » que j'ai essayé d'articuler en France et qui fait débat en France à l'heure actuelle. La situation est très claire : il faut rendre la France plus compétitive, plus novatrice pour pouvoir financer justement un système juste. Rendre la France plus compétitive dans un cadre européen, voilà le but pour la France. Et permettez-moi de passer en revue les piliers de cette stratégie.

Tout d'abord, je voudrais parler du capital humain. Notre monde a changé et, aujourd'hui, il nous faut moins de bras et plus de cerveaux, il nous faut des personnes éduquées, formées. (...)

Deuxième pilier de cet agenda ou ce train de réformes, ce sont l'investissement et le capital. Dans une économie comme la nôtre, vous la connaissez très bien, l'économie d'innovation et de compétences, il est bon d'avoir un système financier compétitif dont nous disposons en France, mais il est plus orienté vers les salaires que vers le capital. Il nous faut plus de capital, de fonds dans cet environnement pour financer les risques, les grandes innovations. Donc nous avons également adopté toute une série de réformes pour allouer nos épargnes dans cette direction ou à ce type de financement. (...)

Et puis troisième pilier, l'accélération et la souplesse. Dans un monde comme le nôtre, l'éducation et les nouveaux filets de sécurité sont essentiels pour protéger les gens mais il nous faut des structures beaucoup plus souples, des règles plus souples aussi pour s'adapter au changement, pour pouvoir aider les entreprises de tout type – des grandes entreprises, des start-up –, les aider à changer de business model pour justement s'adapter au nouvel environnement. Et c'est pour cela qu'en été l'année dernière, nous avons adopté une réforme très importante de notre marché du travail dont la philosophie principale – et je résume fortement –, c'est d'aligner l'Allemagne à l'Allemagne et à l'Europe du Nord, moins de règles définies par la loi et beaucoup plus de règles définies par un consensus, tant au niveau des entreprises qu'au niveau des secteurs. (...)

Quatrième pilier de cette stratégie, nous avons décidé d'ériger la France en modèle, en exemple dans la lutte contre le changement climatique. (...)

Et le cinquième pilier de cette stratégie nationale – et c'est le dernier, je vous rassure –, le cinquième pilier, c'est le changement culturel. Et pour moi, c'est aussi important que les réformes concrètes, les emprunts, etc. Ce changement culturel, c'est la préférence à la simplification et à l'allègement administratif. La France est fameuse pour ses nombreux règlements et son droit fiscal très compliqué. Et pourquoi ? Parce que nous avons, j'ai réussi à gérer mieux que d'autres économies les inégalités. Mais par contre, nous n'avons pas évité les inégalités, nous les avons corrigées par une énorme complexité et ces corrections, fondamentalement ou définitivement, ont affaibli notre compétitivité.

Donc nous allons avoir une stratégie pour éviter les inégalités (...)

Ensuite, la visibilité. Nous devons garantir la stabilité aux gens, les entrepreneurs, les citoyens, les investisseurs. Toutes les réformes que j'ai mentionnées sur les impôts et les taxes visent à simplifier et nous avons adopté une stratégie quinquennale sur la fiscalité. (...)

Troisième point très important, c'est le risque. Voilà un point donc du changement de culture. Donc, en France, j'ai toujours dit que c'était interdit d'échouer mais c'était aussi interdit d'avoir du succès et de réussir. Alors vous voyez que la marge est relativement réduite et vous n'avez pas beaucoup de marge de manœuvre. Aujourd'hui, il devrait être plus facile d'échouer, c'est-à-dire de prendre des risques. (...)

Alors mon message, c'est : la France est de retour. La France est de retour au centre de l'Europe parce que nous n'aurons jamais de réussite française sans la réussite européenne. Et pour moi, toutes ces initiatives et toutes ces réformes ont une contrepartie, c'est la stratégie européenne. Et je vois beaucoup de dirigeants européens ici présents et ce sont de chers amis et, tous ensemble, nous travaillons d'arrache-pied pour que cette stratégie commune se réalise.

Je sais qu'Angela MERKEL vous a déjà communiqué cette vision il y a quelques heures et nous travaillons en étroite collaboration à cet égard. Mais je voudrais simplement en résumer ce que vous croyiez que la stratégie fondamentale pour moi au cours de l'année qui vient et aussi au cours de l'année que nous vivons actuellement, c'est de refondre l'Europe, préparer les questions sur l'énergie, le numérique, la migration et l'investissement. Ça, ce sont quatre sujets sur le programme 2018 mais cette année va être l'année où il va falloir que nous élaborions la stratégie sur 10 ans pour l'Europe parce que, dans l'environnement actuel, l'Europe a une responsabilité et un rôle par rapport à la Chine et par rapport aux États-Unis parce que notre vision, notre ADN de relation entre la liberté, la justice, l'équité, les droits individuels, c'est tout à fait unique et nous avons cet équilibre entre ces valeurs en Europe. (...) Je ne suis pas naïf, nous n'allons jamais construire quelque chose de suffisamment ambitieux à 27 et, honnêtement, je ne veux pas dire que c'est impossible à 27, non, je dirais simplement que nous devons bien sûr commencer notre travail à 27. Mais il faut plus d'ambition, il faut une

L'EURO

sorte d'avant-garde de l'Europe pour réaliser quelque chose dans ces domaines critiques que j'ai mentionnés. Nous ne devons pas attendre que tout le monde soit aussi autour de la table pour avancer.

Donc, si certains sont prêts à être plus ambitieux et à aller de l'avant dans ce qui nous rendra souverains dans cet environnement pour défendre nos valeurs et nos intérêts, avançons ! Et là, nous sommes ouverts, la porte et la fenêtre sont toujours ouvertes. Mais ceux qui ne veulent pas avancer ne doit pas pouvoir bloquer ceux qui sont ambitieux dans la salle car je pense que cette ambition, c'est l'ambition qui permettra à notre euro zone de devenir plus forte, plus équitable, plus ambitieuse et plus capable de transmettre un message cohérent à propos de ce que nous voulons réaliser dans cet environnement.

En septembre dernier, j'avais fait un grand discours à ce sujet, nous avons beaucoup travaillé, mais j'espère, avec mes amis qui se trouvent dans cette salle, pouvoir élaborer ensemble pour la fin de cette année cette stratégie commune pour les 10 prochaines années pour donner à nos populations et au reste du monde une visibilité de ce qu'est l'Europe, c'est-à-dire une nouvelle puissance capable de coopérer avec lui.

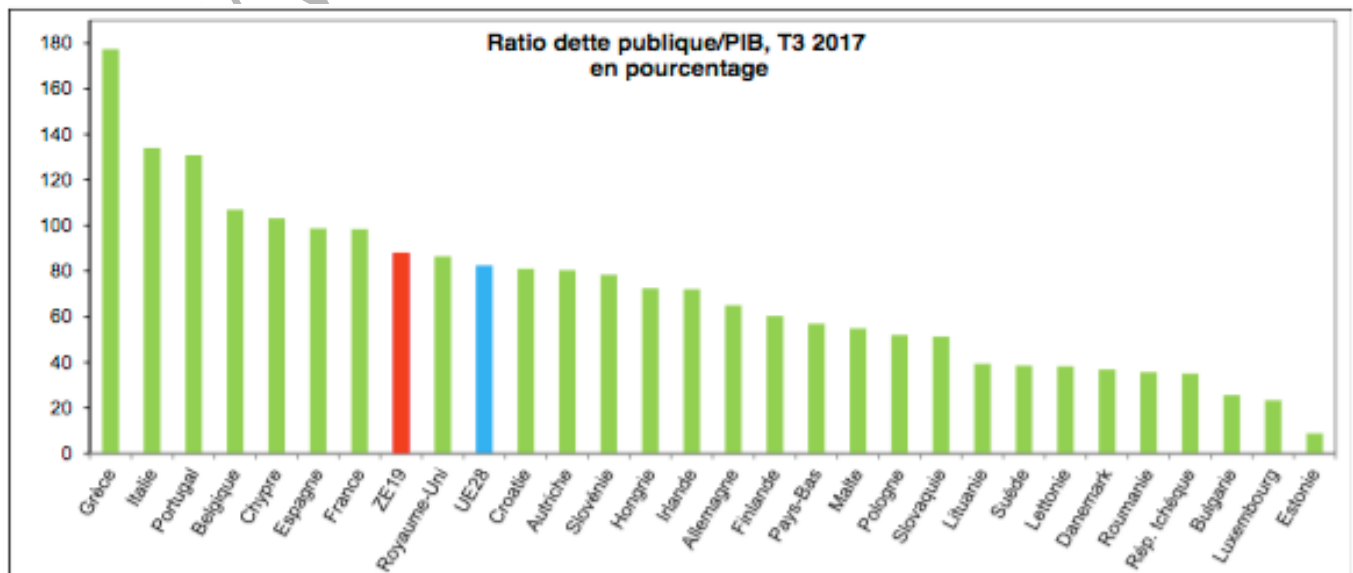
Parce que, mes amis, je veux ici toutefois vous faire un aveu, si je souhaite que la France trouve pleinement sa place dans la compétition mondiale et si je pense que la condition, c'est que l'Europe, justement, soit plus forte et réussisse à trouver une nouvelle ambition, ça n'est pas une finalité en soi. La croissance économique, ça n'est pas une finalité en soi et on s'est, je pense, souvent trompé, parfois encore récemment, dans les discours qu'on tenait en disant : vous allez voir, tous nos sujets vont s'arranger, parce qu'on va avoir de la croissance. (...)

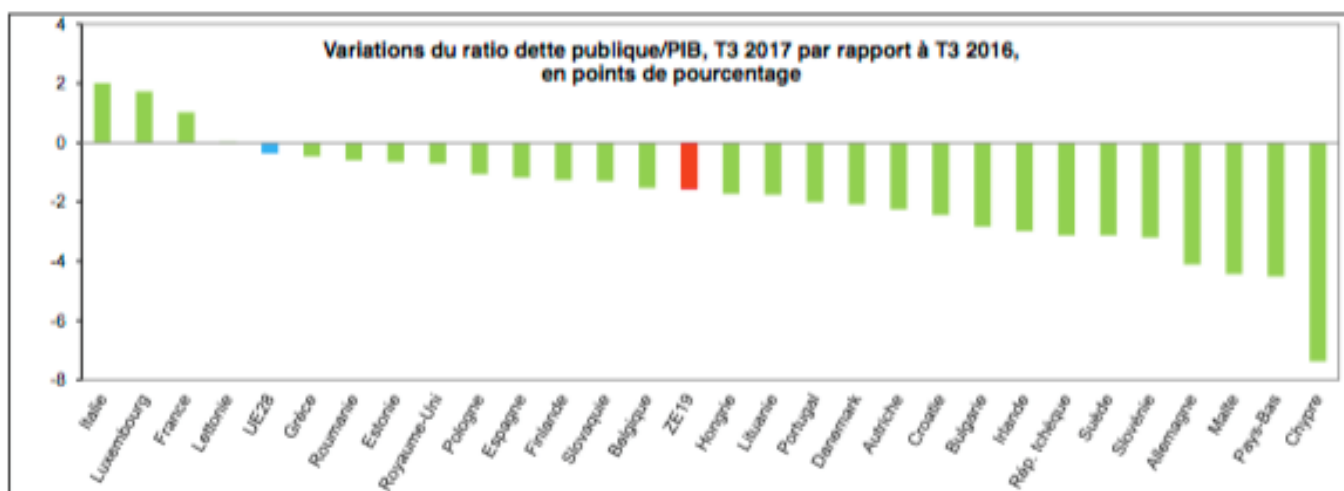
Il y a une crise du capitalisme contemporain, c'est qu'en se mondialisant parce qu'il est devenu un capitalisme, je le disais, de superstars et financiarisé, il faut bien le dire, la répartition de la valeur ajoutée n'est plus juste. Alors on regarde parfois en disant « elle ne s'est pas tant déformée que ça » mais parce qu'on oublie de regarder les superstars du côté de la rémunération du travail ! Et donc on doit mettre en place des vrais mécanismes de partage de la valeur ajoutée. Moi je crois très profondément dans la généralisation des systèmes d'intéressement et de responsabilité sociale et environnementale (...).

Dans cette transcription, on ne se rend pas compte qu'E. Macron a parlé à la fois en français et en anglais, et, comme le note le Huffingtonpost.fr, « Sur une cinquantaine de minutes, le président de la République a parlé plus de vingt minutes en anglais, le reste en français. Et le moins qu'on puisse dire, c'est qu'il n'a pas tenu le même discours dans les deux langues, comme l'a aussitôt relevé le site américain Quartz: "Emmanuel Macron est un président différent quand il parle anglais et pas français". (...) Mister Macron a vanté la "baisse du coût du travail et du capital", la "flexibilité" et une réforme du travail qui réaligne la France sur les standards de l'Allemagne et de l'Europe du Nord : "moins par la loi, plus par le consensus". Tandis qu'en français, Monsieur le Président a au contraire insisté sur les enjeux d'une croissance équitable, et la nécessité de se battre pour l'environnement et contre l'évasion fiscale ».

Le discours prononcé à Davos prouve, comme d'autres discours prononcés par Emmanuel Macron, outre ses grandes qualités d'exposition et d'argumentation, que la politique du Président de la République rencontre à chaque fois deux difficultés : de manière générale, la difficulté de dire les mots et en même temps de faire les choses, et de manière plus particulière, la difficulté de concilier en même temps le libéralisme, surtout qu'il s'agit d'ordolibéralisme, et le rôle nécessaire de l'État en tant que producteur de biens communs et régulateur des activités économiques et des réalités sociales.

Également ce mercredi 24, Eurostat publie une note sur la dette publique dans l'UE et en zone euro/ On y trouve notamment les schémas suivants :





Les commentaires à faire sont faciles à résumer : comparée à celle de ses principaux partenaires, la position de la France est mauvaise !

Jeudi 25, la BCE ne modifie pas sa politique monétaire, ni conventionnelle ni non conventionnelle. L'évolution du change de la monnaie unique est pour la BCE « une source d'incertitudes ».

Le hasard veut que ce même jeudi paraisse dans le journal Le Monde un article de la spécialiste américaine des questions monétaires Carmen Reinhart où elle résume la conclusion d'une recherche récente qu'elle a faite avec ses collègues Ethan Ilzetzky et Kenneth Rogoff : « (...) nous avons appliqué la formule de Taylor aux pays de la zone euro entre 1992 et 2015. Principale conclusion de notre travail : entre 1999 (mise en place de l'euro) et 2010 (apogée de la crise en Grèce et à la périphérie de la zone euro), la politique de la BCE était une copie de la politique du mark allemand menée par la Bundesbank dans la période 1992-1998. Les taux réels de la Bundesbank et de la BCE évoluaient de concert, conformément à la formule de Taylor... appliquée à la seule Allemagne. En revanche, nous avons noté des divergences importantes entre le taux d'intérêt calculé selon la formule de Taylor et le taux directeur de la BCE pour tous les autres pays de la zone euro. Dans les années qui ont précédé la crise, il était « trop bas » dans des pays de la zone euro, comme l'Espagne, alors en plein essor économique. Ce n'est qu'après la crise de 2010 que la BCE a diminué sensiblement son taux pour le fixer durablement à un niveau inférieur à celui de la formule de Taylor pour l'Allemagne. La normalisation de la politique monétaire de la BCE correspond certes à la reprise attendue de longue date en Europe, mais ses modalités, son ampleur et sa vitesse d'exécution sont d'une importance cruciale, d'autant que, à l'exception de l'Allemagne, la reprise de l'Europe après la crise financière mondiale de 2008 est l'une des plus lentes parmi la centaine de crises bancaires que nous avons examinées. En 2018, la BCE devra faire preuve de vigilance sur deux fronts : ne pas surestimer la pérennité et l'ampleur de la reprise, et résister à la pression de plus en plus forte exercée par l'Allemagne en faveur d'une normalisation plus agressive ».

Ce jeudi 25, l'euro dépasse le seuil des 1,25\$, suite aux décisions de la BCE, à la bonne santé économique de la zone euro et surtout à cause d'un accès de faiblesse du dollar qui s'explique par la volonté qu'a peut-être l'exécutif américain de favoriser un dollar faible, à la façon d'une dévaluation compétitive, puisque le Secrétaire au Trésor Steven Mnuchin a déclaré lors du Forum de Davos qui vient de s'ouvrir qu'un dollar plus faible était bon pour les États-Unis, ouvrant ainsi une sorte de guerre des changes. D'ailleurs, lors de sa conférence de presse qui a suivi la réunion du Conseil des gouverneurs, Mario Draghi a en quelque sorte dénoncé le soutien apporté par l'administration américaine à un dollar faible en reprochant aux États-Unis de ne pas respecter l'engagement pris devant le FMI en octobre 2017. Le Président de la BCE sera peut-être rassuré dès le soir par la déclaration faite par le Président Trump à son arrivée à Davos : « Le dollar va devenir de plus en plus fort et au bout du compte, et veux voir un dollar fort ». L'euro s'est aussitôt stabilisé en soirée vers 1,24 \$; ce qui donne raison à Christine Lagarde quand elle dit à Davos que la valeur du dollar « est déterminée par les marchés ».

Le mardi 30, Eurostat publie une première estimation de la croissance dans la zone euro pour l'année 2017 : elle atteindrait 2,5%, ce qui est un record sur les 10 dernières années, c'est-à-dire avant la crise de 2007-2008. La France connaît elle aussi un taux de croissance en 2017 plus élevé qu'en 2016, à 1,9% (contre 1,1%), mais elle reste malgré tout largement sous la moyenne des pays de la zone euro. Le taux de chômage est stable à 8,7%. C'est le plus faible depuis janvier 2009, mais il faut noter que le chômage des jeunes reste très préoccupant puisqu'il est de 17 ;9% pour les actifs de moins de 25 ans, soit plus du double de la moyenne. Comme pour le taux de croissance, il y a une très grande

disparité des taux de chômage selon les pays, puisque cela va de taux de 3,6% en Allemagne et 4,4% aux Pays-Bas à 20,5% en Grèce et 16,7% en Espagne.

Le même jour, au Parlement européen, la droite qui est regroupée au sein du PPE (Parti populaire européen) fait des propositions pour réforme la zone euro qui reprennent assez largement celles d'E. Macron, tout en tenant compte aussi des positions d'A. Merkel. *Est-ce à dire que le projet européen d'E. Macron est plutôt de droite ?*

Le lundi 29, les ministres des affaires européennes des 27 États membres, réunis à Bruxelles, fixent un certain nombre de conditions que le R.-U devra respecter pour la période de transition après le Brexit, c'est-à-dire après le 30 mars 2019, période de transition qui ne devra pas durer en principe plus de 21 mois.

Le mercredi 31 est publiée une estimation d'Eurostat : le taux d'inflation annuel de la zone euro est estimé à 1,3% en janvier 2018, contre 1,4% en décembre 2017. *On s'écarte encore un peu plus de la norme de 2% !*

Fin janvier également, BNPParibas fait paraître dans sa publication « EcoConjoncture » un article de Frédérique Cerisier consacré à la relance du chantier européen. C'est un excellent « vade-mecum des enjeux et perspectives de réformes pour l'Union européenne et l'union monétaire ». <http://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=30615>

L'euro cote 1,2422 \$ le 26 après avoir coté 1,2026 le 5, 1,2199 le 12 et 1,2220 le 19.

• Février 2018 ->

Le jeudi 1^{er}, les Économistes atterrés publient une lettre d'information dans laquelle ils critiquent sévèrement les propositions des 14 économistes française et allemands parues mercredi 24 janvier (voir à cette date) :

« Quatorze économistes allemands et français ont publié le 17 janvier un nouveau texte : « Réconcilier solidarité et discipline de marché dans la zone euro » qui reconnaît certes « les fragilités financières persistantes » de la zone, mais qui propose en fait d'en accentuer les causes en affaiblissant encore les États et en augmentant l'influence des marchés financiers et des instances européennes, pourtant responsables les uns de la crise, les autres des politiques d'austérité qui ont suivi. Sous prétexte de tenir compte du point de vue de certains États membres, ces économistes acceptent ainsi le renforcement d'une prétendue « discipline de marché » comme si ce n'étaient pas les marchés qui, de par leur exubérance et leur aveuglement, auraient besoin d'être disciplinés. Ils feignent de croire que la croissance des dettes publiques depuis la crise s'explique par l'indiscipline des États membres en oubliant qu'elle est encore plus prononcée au Japon et aux États-Unis, qu'elle provient des déséquilibres induits par la crise du capitalisme financier. Ces économistes font donc six propositions, dangereuses sur le plan économique, mais aussi mal pensées, comme si la passion européenne aveuglait les esprits les plus fins. C'est ce que Henri Sterdyniak explique dans une note intitulée « L'Aveuglement européen », publiée au nom de notre collectif et disponible sur notre site ».

Le lundi 5, à la Bourse de New York, l'indice Dow Jones enregistre une baisse exceptionnelle de 4,60%. Les places financières asiatiques et européennes suivent. Certains analystes n'hésitent pas à parler de mini-krach boursier et se demandent si on ne va pas au-devant d'une crise comme celle de 2007-2008. D'autres considèrent qu'il ne s'agit que d'une correction, au demeurant tout-à-fait compréhensible, puisque le Dow Jones a progressé ces dernières semaines comme si la croissance mondiale était d'environ 8% alors qu'elle n'est que de 3% environ. Il est par ailleurs difficile de penser que ce mini-krack puisse annoncer une crise comme celle de 2007-2008 dans la mesure où cette crise était essentiellement une crise bancaire alors que la crise qui pourrait couvrir actuellement serait essentiellement boursière. Or, certains indicateurs mesurant le risque de crise boursière sont particulièrement hauts. Il en est ainsi de l'indicateur qu'utilise Warren Buffet en faisant le rapport entre la capitalisation boursière totale et le PIB américain : il est actuellement de 150% alors qu'il était, par exemple, de 145% à la veille de l'éclatement de la bulle Internet. Un autre indicateur est utilisé par le Prix Nobel d'économie Robert Shiller, qui consiste à rapporter les cours de l'indice S&P 500 aux bénéfices moyens des 10 années précédentes pour lisser les effets de cycle : cet indicateur est actuellement de 34,75 alors qu'il était de 30 à la veille du lundi noir de 1929... De manière plus générale, il n'est pas étonnant qu'en cette période où les taux sont anormalement bas et où les banques centrales inondent les marchés de leurs liquidités qu'il y ait une « fuite au rendement » et par conséquent la formation de bulles spéculatives tous azimuts (actions, obligations, immobilier, capital-risque, cryptomonnaies, ...). Par conséquent, une remontée des taux assagirait les marchés

spéculatifs, à commencer par le marché immobilier, et redresserait les rendements obligataires, ce qui semble nécessaire ; mais encore-faut-il que cette remontée se fasse très graduellement, pour ne pas provoquer de krach obligataire - puisque taux et cours évoluent en sens inverse -, et pour que cela ne nuise pas à l'activité économique. Précisons que dire que les taux sont anormalement bas correspond au bon sens : en général, un taux d'intérêt doit être au moins positif (alors qu'ils séjournent depuis quelque temps en territoire négatif) et le fait que les taux aient une tendance à remonter signifie que l'économie va mieux et qu'avec une reprise de l'inflation s'éloigne le risque de la déflation. Mais, en même temps, cette remontée prévisible des taux présente un danger potentiel pour nos finances publiques. L'Agence France Trésor a calculé qu'un choc de taux de 1% peut conduire à une augmentation de la charge de la dette publique française de 2,1 milliards d'euros la 1^{ère} année et de 6,9 au bout de 3 ans.

Par leurs réactions, les marchés financiers traduisent leur sentiment qu'est terminée l'ère de l'argent peu cher et des politiques monétaires accommodantes.

Le mardi 6, contrairement à ce qui est prévu, le gouvernement de coalition n'est pas constitué en Allemagne : les négociations doivent se poursuivre, à moins que l'on se dirige vers de nouvelles élections. Ce qui priverait le pays d'un gouvernement sur près d'un an au total !

Le mercredi 7, en fin de matinée, annonce à Berlin de la formation du nouveau gouvernement de coalition, tant attendu. Pour y parvenir, Angela Merkel a dû faire plusieurs concessions, en particulier laisser au SPD des ministères importants, comme ceux des Finances, des Affaires étrangères et du travail. Cette coalition s'engage pour un « nouveau départ » en Europe, ce dont se sont félicités plusieurs responsables européens, à commencer par E. Macron et J.-C. Juncker. Mais il y a encore, malgré tout, le risque que les militants sociaux-démocrates, qui doivent être consultés, s'opposent au nouveau contrat de gouvernement (le président du SPD, Martin Schulz annonce son souhait de quitter la présidence de son parti en la confiant à Andrea Nahles, actuel chef du groupe parlementaire du SPD, pour se donner la possibilité d'entrer lui-même au gouvernement ; mais les jours suivants connaîtront sur ces points pas mal de péripéties). De plus, l'accord conclu soulève de nombreuses critiques à la CDU où les voix sont nombreuses à s'élever contre les ministères cédés au SPD, en particulier celui des finances, même si celui qui sera nommé, dans doute Olaf Scholz, est un social-démocrate modéré et que le contrat de coalition prévoit explicitement que l'équilibre budgétaire reste une priorité : beaucoup de militants de la CDU, spécialement les plus jeunes, en veulent à Madame Merkel d'avoir préféré une coalition avec le SPD plutôt qu'avec les libéraux-démocrates du FDP. Comment se passera alors le congrès extraordinaire qu'annonce ce jour la CDU pour le 26 de ce mois pour valider l'accord conclu à la fois avec le SPD et la CSU bavaroise ?

Ce même mercredi, au Parlement européen, un vote exprime un avis -consultatif – négatif sur l'hypothèse, défendue en particulier par E. Macron, de listes transnationales pour les élections européennes de mai 2019. La décision sera prise lors d'un Conseil européen mais il est difficile d'imaginer qu'E. Macron ait gain de cause dans ces conditions, surtout que la décision nécessite l'unanimité.

Ce même mercredi toujours, la Commission européenne révisé à nouveau à la hausse ses prévisions de croissance pour les années 2017 et 2018 avec des taux respectivement de 2,4% et 2,3% (contre 2,1% prévus auparavant).

Il est sûr que la zone euro va mieux et que la croissance semble s'y être bien installée. Mais certains indicateurs forcent à être malgré tout prudents.

Primo, la zone euro retrouve son niveau d'avant crise, mais plus tard et moins bien que les autres : la demande intérieure aura attendu dix ans pour retrouver ses valeurs d'avant-crise et, depuis sa création en 1999, elle a été multipliée par 1,22 contre 1,38 pour le R.-U et 1,42 pour les E.-U.

Secundo, l'investissement net a complètement décroché : alors qu'avant 2009, le total de investissement (privé et public) dépassait systématiquement les 400 milliards d'euros par an (il a même dépassé les 600 milliards en 2007 et 2008), et avec une progression de l'investissement public, il est tombé à près de 300 milliards dès 2009, puis 200 en 2014 et 2015, repassant ce seuil péniblement à partir de 2016, et avec une franche baisse de l'investissement public, qui a même été négatif en 2014, 2016 et 2017 ; d'où une dégradation des infrastructures qui a commencé déjà depuis 4 ans.

Tertio, certes la zone euro enregistre de forts excédents extérieurs (3% du PIB de la zone euro) mais cela cache des déséquilibres : alors que l'Allemagne accumule d'année en année des excédents qui correspondent grosso modo à 6% de son PIB, la France accumule au contraire des déficits importants, pendant que la plupart des autres États membres ont des balances des paiements relativement équilibrées. Dans les circonstances actuelles, cet excédent extérieur global signifie

L'EURO

une nette insuffisance de la demande intérieure, alors que pourtant les besoins à satisfaire ne manquent pas. On peut regretter que l'Allemagne ne soit pas sanctionnée pour ses excédents excessifs et qu'elle mène une politique « non coopérative », mais, dans le cadre de son idéologie ordolibérale, peut-elle faire autrement ? Le fait qu'elle produise beaucoup plus qu'elle ne consomme et investit se comprend dans le contexte démographique qui est le sien (pour leurs retraites, les Allemands ont besoin d'épargner), et sa compétitivité s'explique davantage par ses efforts de robotisation que par de la dévaluation interne puisque les salaires augmentent bel et bien. Il serait certes souhaitable que l'épargne excédentaire allemande participe au financement de grands projets d'infrastructures en Allemagne et chez ses partenaires et qu'en tous cas, elle soit placée en Europe plutôt qu'ailleurs. Mais encore faudrait-il que les partenaires proposent des projets attractifs. De toute façon, l'idéal serait que les règles budgétaires et monétaires européennes et que la gouvernance générale de la zone euro créent de la convergence plutôt que de la divergence entre les États membres.

Quarto, et surtout, la crise dont la zone euro se remet lentement et difficilement a creusé les hétérogénéités et les inégalités, spécialement entre le Nord et le Sud, ce qui se traduit par les disparités des taux de chômage et par l'accroissement des flux migratoires du Sud vers le Nord qui concernent les jeunes en priorité.

Le vendredi 9, deuxième « shutdown » pour le Président Trump, mais pour moins de six heures.

Dimanche 10, publication par Der Spiegel d'un entretien donné par Olaf Scholz, c'est-à-dire celui qui deviendra vraisemblablement le successeur de Wolfgang Schäuble au ministère des finances allemand : « nous ne voulons pas dicter aux autres pays européens la façon dont ils doivent se développer économiquement ». Il n'empêche que « les sociaux-démocrates veulent des finances solides » ; d'ailleurs, l'accord de coalition prévoit clairement que les partis de la coalition partagent « l'objectif d'un budget équilibré sans nouvelle dette et en conformité avec les exigences de la Constitution ». Cela ne va calmer malgré tout les craintes de ceux qui critiquent A. Merkel d'avoir laissé le ministère des finances aux sociaux-démocrates. N'oublions pas que le SPD s'est toujours prononcé contre l'austérité imposée aux pays du Sud de l'Europe, et plus spécialement à la Grèce. Mais c'est précisément ce qui est particulièrement apprécié de ce côté-ci du Rhin parce que cela donne davantage de chances au projet européen d'E. Macron de prendre un bon nouveau départ ; surtout que, conformément à une demande générale de la part des partenaires européens, l'accord de coalition allemand prévoit un important plan d'investissements dans plusieurs secteurs stratégiques (immobilier, éducation et recherche, numérique et blockchain, régulation européenne et internationale des cryptomonnaies).

En cette première quinzaine de février paraît le dernier numéro de 2017 de la Revue de l'OFCE, le n°153, avec pour titre général « Où va l'économie », qui contient de nombreux articles, tous aussi intéressants les uns que les autres. Parmi ceux-ci, l'article de Patrick Artus, qui pose la question « Quelles sont les difficultés essentielles de la zone euro ? » retient évidemment plus particulièrement notre attention. On en extrait ci-dessous des extraits tout en recommandant fortement de se reporter au texte intégral parce qu'il s'agit d'une excellente synthèse.

« (...) Nous pensons que les difficultés de la zone euro peuvent être rangées dans trois catégories : l'absence de mécanisme qui permet de lutter contre les hétérogénéités ; l'absence de coordination des politiques économiques et la divergence dans les fonctionnements des marchés du travail ; les erreurs des politiques économiques dans leur conception et dans leur mise en œuvre. (...)

L'hétérogénéité des pays de la zone euro ne vient pas d'une asymétrie cyclique entre ces pays – la corrélation des cycles est forte entre les pays de la zone euro (...). L'hétérogénéité vient d'asymétries structurelles entre les pays. (...) Au départ de ces asymétries structurelles, on trouve les différences entre les spécialisations productives. (...) Dans un État fédéral, l'hétérogénéité des niveaux de revenu est corrigée par des transferts de revenu dus au fédéralisme, allant des régions les plus riches vers les régions les plus pauvres. Ce n'est pas le cas dans la zone euro où rien ne compense la divergence des niveaux de revenu, d'où un risque politique et social évidemment à terme. (...) Certains auteurs mentionnent de plus que les forces centrifuges ne sont pas seulement de nature économique mais sont aussi dues à des asymétries, des différences culturelles : rôle de l'État, religion, rôle des femmes, solidarités. (...)

Dans une union monétaire, les écarts entre les politiques économiques ou les écarts entre les niveaux de coûts de production ne peuvent pas être corrigés évidemment par des mouvements des taux de change. Ceci impose la coordination des politiques économiques et des politiques salariales dès lors qu'elles génèrent des externalités entre les autres pays. En ce qui concerne les politiques économiques, cette coordination n'existe pas. (...) L'absence de coordination des politiques fiscales dans les pays de la zone euro fait courir le risque de « race to the bottom » (...) : d'une convergence

vers un taux d'imposition très bas dans tous les pays des facteurs mobiles de production, nécessitant une baisse forte des dépenses publiques, de la générosité de la protection sociale. (...) Il en est de même pour la formation des salaires. Les marchés du travail fonctionnent différemment dans les différents pays de la zone euro, les modèles de formation des salaires ne sont pas coordonnés. Ceci a entraîné, depuis la création de l'euro, la divergence

des salaires et des coûts salariaux. (...) Certains pays peuvent donc accumuler un déficit important de compétitivité-coût vis-à-vis des autres pays (l'Espagne jusqu'en 2008, la France et l'Italie aujourd'hui), les contraignant à terme à mettre en place une dévaluation interne (une contraction des salaires dans une union monétaire), comme l'Espagne à partir de 2009, avec les coûts associés : recul de demande intérieure, hausse du chômage. (...)

Il y a deux problèmes graves de conception des politiques économiques de la zone euro. Le premier concerne l'asymétrie des processus d'ajustement. (...) On voit donc que lorsqu'il y a ajustement de politique économique dans la zone euro, il y a toujours politique restrictive dans les pays en difficulté et non politique expansionniste dans les pays en bonne santé, ce qui crée un biais récessif permanent (...). L'autre erreur de conception des politiques économiques dans la zone euro vient de la gestion du risque lié aux dettes souveraines. La BCE a laissé certaines dettes publiques de la zone euro perdre leur statut d'actif sans risque de 2009 à 2014. (...)

Le débat central est ici celui de l'austérité budgétaire. Pour beaucoup d'économistes, les gouvernements de la zone euro ont eu tort de réduire le déficit public, surtout le déficit public structurel, corrigé des effets du cycle économique, en 2011, alors que le taux de chômage et l'output gap de la zone euro étaient encore très élevés. (...) Cette politique budgétaire trop tôt restrictive aurait déclenché le recul de l'activité dans la zone euro de 2011 à 2014 (...) et la crise des dettes publiques. Ceci nous ramène au débat sur le multiplicateur budgétaire (effet du déficit public sur le PIB). Ceux qui critiquent l'austérité budgétaire de la zone euro partent de travaux qui montrent que le multiplicateur budgétaire est élevé dans les récessions ou lorsque les taux d'intérêt butent sur la contrainte de positivité (...). Mais d'autres travaux parviennent à une conclusion très différente (...). Une motion de compromis consiste à dire que la politique budgétaire de la zone euro a été procyclique de 2011 à 2014, et que ceci est critiquable, mais que la situation est aujourd'hui différente ; que l'utilisation de la hausse de la pression fiscale a affaibli dans de nombreux pays la profitabilité des entreprises et l'investissement ».

À propos du problème des multiplicateurs, citons un autre article de la même revue, celui de Francesco Saraceno : « Les méta-analyses de Gechert et Will (2012) et Gechert (2015) parviennent à tirer d'une vaste littérature quelques conclusions générales : premièrement, la valeur des multiplicateurs de la dépense publique est proche de 1 (et non de 0,5, valeur qui fondait les perspectives des programmes de consolidation budgétaire dans les pays en crise de la zone euro). Deuxièmement, conformément à l'argumentaire keynésien classique, les multiplicateurs de la dépense sont plus élevés que ceux de l'impôt et des transferts. Enfin, le multiplicateur associé à l'investissement public est plus grand que le multiplicateur des dépenses générales (Bom et Ligthart, 2014) ». Et citons aussi un article plus ancien mais toujours d'actualité, celui écrit par Éric Heyer dans le blog de l'OFCE le 21 novembre 2012 : « À l'exception des travaux d'Alesina, un large consensus émerge des derniers travaux théoriques et empiriques existants dans la littérature économique : une politique de consolidation budgétaire est préférable en période de reprise de l'activité et est pernicieuse voire inefficace lorsque l'économie est à l'arrêt ; si celle-ci doit être menée en période de basse conjoncture, une augmentation des impôts serait moins néfaste à l'activité qu'une réduction des dépenses publiques... ».

Mercredi 14, J.-M. Naulot, ancien membre de l'AMF, revient dans Le Monde sur la question des euro-obligations. Dès le lendemain de la crise, en 2009, il a été question de créer des euro-obligations, appelées aussi « eurobonds », pour faciliter la résolution du problème des dettes publiques, en particulier grâce à un même taux applicable à des États membres à profils économiques et financiers bien différents ; ce qui exprimerait une certaine solidarité entre eux grâce à une mutualisation des risques. C'est d'ailleurs à cause de cela que l'Allemagne s'y est toujours opposée. Dans son article, J.-M. Naulot craint que la solution des eurobonds soit remplacée par une solution a priori très voisine, celle des « sovereign bond-backed securities » (SBBS). En effet, sous l'égide de l'European Systemic Risk Board (ESRB) (le Comité européen des risques systémiques – le CERS – en français), créé par

le Conseil européen en 2010, des études sont parues sur ce dispositif en juillet 2017 et encore plus récemment en janvier 2018. Comme y insiste J.-M. Naulot, la grande différence avec les eurobonds est qu'il n'y a pas avec les SBBS de mutualisation des risques, ce qui peut donc présenter des dangers pour les États membres qui seraient en difficulté.

Jeudi 15, réunion à Bercy entre Bruno Le Maire, ministre de l'économie, et Christine Lagarde, Directrice générale du FMI.

Christine Lagarde propose 3 pistes « à explorer et à approfondir ». D'abord, l'union bancaire, « déjà bien engagée à la fois par les autorités gouvernementales avec le soutien des banques centrales, mais ce n'est pas fini », dans laquelle il faut « mettre en place un mécanisme de solidarité au niveau de l'union bancaire », sachant que « quatre pays ont des stocks de créances douteuses ». Ensuite, un marché des capitaux européen « pour permettre une alternative de financement au secteur bancaire » qui est prédominant dans la zone euro. Enfin, une capacité budgétaire commune au niveau de la zone euro : « Cela permettrait d'avoir des politiques contracycliques quand c'est nécessaire [...] On sait bien qu'il y a une hostilité de l'Allemagne [...], mais si on respecte les objectifs budgétaires, on peut également renforcer les mécanismes de solidarité ».

De son côté, Bruno Le Maire aborde lui aussi trois thèmes. D'abord, il insiste sur la fiscalité : il souhaite une convergence fiscale pour l'IS en comptant sur les efforts que les uns et les autres doivent faire pour « se rapprocher d'une position commune européenne ». « J'aimerais que d'autres pays de la zone qui pratiquent parfois le dumping fiscal fassent le même effort pour se rapprocher d'une moyenne commune européenne. On y arrivera que si chacun fait un effort dans la direction de l'autre. » Il évoque aussi le problème de la fiscalité des GAFAM : « Ce n'est pas parce que nous n'aimons pas Google et Facebook, c'est une question d'équité fiscale et d'efficacité fiscale [...] pour financer des écoles, des hôpitaux ou des crèches ». Ensuite, il parle de la dette : « Nous devons réduire notre dette parce que cela nous expose à une remontée des taux d'intérêt et que c'est de l'argent dilapidé. Nous prendrons dès 2018 un certain nombre de mesures pour aller dans cette direction. Dans les mois qui viennent, s'il y a des recettes fiscales supplémentaires liées à la croissance, elles iront en priorité au désendettement de la France ». Mais « cela peut aller au-delà des rentrées fiscales ». Enfin, concernant la hausse possible des taux d'intérêt, il précise qu'une augmentation de 1% des taux représenterait « 3 milliards d'euros jetés par la fenêtre ». Pour lui, la dette est un poison pour l'économie française : « elle pèse sur la croissance. Elle pèse sur notre compétitivité et constitue une menace pour les générations futures ».

Le dimanche 18, sur les ondes de la radio RFI, le Commissaire européen aux affaires économiques et financières, le Français Pierre Moscovici, défend à peu près les mêmes thèses que Ch. Lagarde et B. Le Maire concernant la réforme de la zone euro ; ce qui amplifie le consensus sur les mesures à prendre pour éviter de nouveaux chocs à la zone euro, tout en restant dans la logique générale de l'ordolibéralisme ambiant. Mais il reconnaît que ces mesures seront difficiles à prendre avant juin prochain, le temps que la nouvelle coalition allemande se mette en place, mais il estime aussi qu'il faut les prendre avant que ne se referme la « fenêtre d'opportunités » lors des élections européennes de 2019. « On n'aura pas tout, on n'aura pas un accord parfait mais s'il y avait des progrès sur la gestion de crise, la capacité à lutter contre les chocs, à investir davantage et la démocratie (...) on aura marqué un pas en avant très important. (...) J'ai toujours été pour un vrai budget de la zone euro avec un vrai montant" mais "nous savons que nous ne l'aurons pas » (le commissaire allemand au budget, Günther Oettinger, suggère un budget européen de 1,1% à 1,2% seulement du PIB européen, sachant qu'il est de 1% actuellement ; alors que des économistes estiment qu'un budget inférieur à 10% du PIB ne serait pas efficace : il faut se souvenir que le budget fédéral américain pèse environ 40 % du PIB du pays !).

Le lundi 19, lors de la réunion de l'Eurogroupe, le ministre espagnol de l'économie, de l'industrie et de la compétitivité, Luis de Guindos est choisi par ses collègues pour remplacer à partir du 1^{er} juin le Portugais Vitor Constancio au poste de Vice-président de la BCE. Le Conseil européen des 22 et 23 mars devra prendre position sur cette proposition, et prendra sa décision après avoir consulté le Parlement européen ainsi que le Conseil des gouverneurs de la BCE. Comme ce poste de Vice-président sera occupé par un représentant des pays du Sud, il est fort probable que le poste de Président revienne à un représentant des pays du Nord ; comme l'actuel gouverneur de la Bundesbank...

L'essentiel de cette réunion de l'Eurogroupe est consacré à la transformation du MES (Mécanisme européen de stabilité) pour en faire un « FME » (Fonds monétaire européen). C'est depuis longtemps une proposition de l'Allemagne qui veut ainsi que la zone euro évite le recours au FMI. Mais, contrairement à ce que souhaitait W. Schäuble quand il était ministre des finances, le FME ne récupérera pas les compétences de la Commission en matière de surveillance budgétaire, et contrairement à ce que souhaitait la Commission, le FME ne deviendra pas une institution européenne de plus car les États membres veulent en garder la maîtrise. Les autres points restent en suspens.

Rappelons que le MES est une institution internationale, installée à Luxembourg, créée en 2012 spécialement pour traiter le problème des dettes souveraines des États membres en difficulté en leur faisant des prêts (sa capacité est de 700 milliards d'euros et dispose d'un capital de 80 milliards).

Une autre question est abordée : l'aide à la Grèce. Le pays coche pratiquement toutes les cases pour recevoir dans les semaines qui viennent les 5,7 milliards d'euros qu'il attend de la « troïka ». Avec cette tranche, le troisième plan d'aide décidé en août 2015 doit prendre fin en août prochain. Toutes les parties prenantes, y compris la Grèce, sont d'accord pour qu'il n'y ait pas de quatrième plan mais elles cherchent quels dispositifs d'aide peuvent être imaginés pour continuer à mettre la Grèce sur le chemin du redressement dans l'autonomie. On parle d'une ligne de « crédit de précaution » si la Grèce a du mal à un moment ou à un autre à se financer sur les marchés et d'un allègement de la dette en fonction de la croissance économique.

Le mardi 20, réunion à Bruxelles de l'Écofin qui rassemble les ministres de l'économie et des finances de toute l'UE. Ceux-ci sont inquiets des conséquences possibles sur l'économie européenne de la réforme fiscale de Donald Trump (voir notre « historique » à la date du 20 décembre 2017). Ils demandent à la Commission européenne de faire rapidement une analyse de ces conséquences possibles. Le ministre français B. Le Maire se pose plus précisément deux questions : les mesures prises aux États-Unis risquent-elles d'exposer des entreprises à une double imposition et sont-elles compatibles avec les règles de l'OMC ? Et il ajoute : « ces décisions américaines doivent amener l'Union européenne à définir ce qu'est un modèle fiscal européen ». Il semble que l'Allemagne partage ce point de vue. On peut alors imaginer que le « couple franco-allemand » avance sur le projet d'une assiette fiscale commune au niveau de l'Europe et puisse compter sur un effet d'entraînement. D'ailleurs B. Le Maire espère qu'un accord franco-allemand puisse être conclu le 22 mars, en particulier sur les sujets fiscaux (calcul de la base taxable et taux de l'IS, imposition des GAFA)

Notons qu'en décembre 2017, les ministres de l'économie et des finances de 5 pays de l'UE (France, Allemagne, Espagne, R.-U et Italie) avaient déjà senti le danger : démarche peu habituelle, ils avaient envoyé un courrier commun au Secrétaire d'État au Trésor américain pour lui indiquer que la réforme fiscale de D. Trump pouvait violer les traités fiscaux et les règles de l'OMC.

Le mercredi 21, le Parlement européen adopte, en matière de fiscalité des entreprises, le projet d'une assiette commune consolidée, appelé « Accis », qui permettrait à toute entreprise de n'avoir affaire qu'à une seule administration fiscale, laquelle répartirait l'impôt entre les États membres en fonction d'une règle de calcul prédéterminée. Mais le rôle du Parlement n'est que consultatif et la décision exige l'unanimité.

Pendant ce temps-là, et en ayant mis les Commissaires devant le fait accompli, le président de la Commission J.-C. Juncker annonce la nomination de l'Allemand Martin Selmayr, son chef de cabinet, au poste de Secrétaire général de la Commission. Cette nomination ultrarapide ne manquera pas de soulever des critiques de forme et de fond. Les réactions, souvent très fortes, des semaines suivantes prouveront que, bien que les compétences technocratiques et les convictions européennes de M. Selmayr ne soient pas mises en cause, les modalités de cette nomination ne sont pas acceptées. Il s'agit d'un « coup d'État » de la Commission, d'un véritable « selmayrgate ».

On peut parler tout autant d'un « junckergate » étant donné la responsabilité énorme du Président de la Commission dans cette affaire (pour nous, ce « junckergate » renforce, s'il en est besoin, la critique très forte que nous faisons depuis la nomination à la Présidence de la Commission européenne (en novembre 2014), suite à sa présidence de l'Eurogroupe (nomination en janvier 2005), de J.-C. Juncker, ministre depuis juin 1984, nommé le 20 janvier 1995 à la fois premier ministre, ministre des finances, ministre du Travail et ministre du Trésor du Luxembourg qui a été pendant toute cette période le plus important paradis fiscal au cœur même de l'Europe et de la zone euro ; il sera obligé en juillet 2013 de démissionner de ses postes ministériels à la suite d'un scandale). Sont également coupables du coup d'État de la Commission européenne les commissaires et les responsables des États membres qui restent silencieux. Tout cela constitue des attaques

inadmissibles contre la démocratie européenne et ne peut que faire le jeu des eurosceptiques et a fortiori des anti-européens.

Également le 21 février, paraît dans les documents publiés par le FMI un article de H. Berger, G. Dell'Ariccia et M. Obstfeld : « La zone euro a besoin d'une union budgétaire ».

Étant donné l'importance du sujet traité et la qualité des arguments avancés - qui renforcent ceux donnés à plusieurs reprises ici-même -, on reproduit cet article pratiquement en entier :

« Si elle ne se dote pas d'éléments propres à une union budgétaire, la zone euro restera intrinsèquement vulnérable aux chocs.

La zone euro connaît une reprise vigoureuse, mais l'architecture qui sous-tend l'union monétaire de l'Europe demeure inachevée et laisse la région exposée à de futures crises financières.

S'il est vrai que des progrès considérables ont été faits pour régler certains problèmes structurels (notamment l'établissement de mécanismes de prêt conditionnels et des premiers jalons d'une union bancaire), nous concluons dans notre nouvelle

étude (<http://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2018/02/20/Revisiting-the-Economic-Case-for-Fiscal-Union-in-the-Euro-Area-45611>) que la zone euro doit se doter des éléments constitutifs d'une politique budgétaire commune, y compris des mécanismes de partage du risque budgétaire, afin de préserver l'intégration et la stabilité financières et économiques. Sans une certaine mesure d'union budgétaire, la région continuera d'être confrontée à des risques existentiels que les dirigeants ne peuvent se permettre d'ignorer. Le sujet n'est pas nouveau, mais compte tenu de la bonne conjoncture économique, le moment est peut-être venu de relancer la question — et de saisir l'occasion de renforcer la zone euro.

Si l'Union économique et monétaire (UEM) de l'Europe était constituée comme les autres grandes zones monétaires, comme les États-Unis par exemple, ses États membres feraient face ensemble aux chocs économiques ou financiers. Ils auraient doté une administration centrale ou des institutions gérées conjointement des compétences nécessaires pour venir en aide aux organisations financières en difficulté, garantir les dépôts bancaires et apporter une aide budgétaire aux États frappés par une récession particulièrement dure. (...)

Mais l'UEM n'est pas une union politique et ses États membres ne peuvent compter en grande partie que sur eux-mêmes. Cette structure les laisse exposés à des chocs économiques ou financiers très particuliers et de grande ampleur, d'autant plus que leur niveau d'endettement est déjà élevé et que les administrations nationales ne disposent que d'une faible marge de manœuvre pour prendre des mesures budgétaires face à ces chocs. Pire encore, les banques de la zone euro détiennent d'importantes créances sur la dette souveraine intérieure ou la dette publique, ce qui ouvre la porte à un cercle vicieux où les problèmes de la dette souveraine et des finances publiques se renforcent mutuellement.

Comme on l'a vu lors de la récente crise financière, cette dynamique peut entraîner de dramatiques effets de contagion au sein de l'UEM et au-delà.

Que faudrait-il faire ?

Étant donné le risque que posent les liens entre banques et États, qui restent forts, l'UEM devrait commencer par achever son union bancaire dans les meilleurs délais. La crise de la dette, entre 2010 et 2012, a donné lieu à des progrès rapides, de la création du mécanisme européen de stabilité à l'établissement d'institutions centrales chargées de la surveillance financière et de la restructuration des banques. Le programme d'opérations monétaires sur titres lancé par la Banque centrale européenne a contribué à régler de fortes distorsions sur les marchés de la dette souveraine.

Mais la zone euro ne s'est toujours pas dotée d'une législation unifiée assurant la garantie des dépôts dans toute la zone, ni d'un dispositif de garantie commun pour le fonds de résolution bancaire unique. Combler ces lacunes permettrait d'éviter qu'une crise bancaire mette en péril la stabilité budgétaire d'un pays et son appartenance à la zone euro. Il faudrait encore y ajouter d'autres mesures, notamment pour réguler les créances bancaires sur la dette souveraine, afin d'éviter que les soubresauts des marchés obligataires d'un État membre sapent la confiance dans les banques locales. Cela renforcerait la crédibilité de la disposition du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne qui interdit aux États de payer la dette d'un autre État (clause dite de « *no bailout* »), car les dettes souveraines pourraient être restructurées sans risque pour les systèmes bancaires locaux.

La nécessité d'une union budgétaire

Mais, toute essentielle qu'elle soit, une union bancaire ne suffira pas. L'UEM a également besoin d'une union budgétaire pour atténuer les chocs macroéconomiques affectant des pays donnés. Les unions monétaires bien établies, telles que celles mises en place dans des grands pays comportant plusieurs gouvernements régionaux, comportent des mécanismes de partage automatique des risques, le moyen le plus efficace de se prémunir contre les risques conjoncturels.

Les marchés privés n'offrent pas de protection suffisante contre les diminutions de la consommation lors de crises économiques. Le financement de dépenses publiques par le déficit constitue une alternative, mais il se traduit ultérieurement par une hausse des impôts ou une réduction des dépenses, et n'est pas envisageable si le niveau de la dette publique est déjà très élevé. La solution idéale est d'instaurer un système permettant aux États membres de s'assurer mutuellement en mettant en commun les risques budgétaires.

Il existe de nombreuses façons de partager les risques budgétaires tout en évitant des transferts de fonds permanents. Il a par exemple été proposé de mettre en place un système d'assurance-chômage à l'échelle de l'UEM, afin de stabiliser directement les revenus privés. Mais la création d'une capacité budgétaire centralisée, qui prélèverait des contributions annuelles auprès de ses membres en échange de transferts liés aux chocs locaux lorsqu'ils surviennent, apporterait en partie les mêmes avantages sans nécessiter l'harmonisation des régimes d'assurance-chômage. Une étude du FMI à paraître, intitulée « *Filling a Gap in the Euro Area Architecture: A Central Fiscal Capacity for Macroeconomic Stabilization* » (« Comblant une lacune de la structure de la zone euro : une capacité budgétaire centralisée pour assurer

la stabilisation macroéconomique »), explique comment mettre en place un mécanisme de ce type pour atténuer les variations conjoncturelles tout en assurant la discipline budgétaire et en évitant les problèmes d'aléa moral.

En principe, la participation à un tel mécanisme pourrait être subordonnée au respect de règles budgétaires ou à l'adoption de réformes structurelles visant à réduire la possibilité que le partage des risques entraîne des transferts unidirectionnels et prolongés. D'autres problèmes de longue date, tels que les prêts bancaires improductifs, devront être traités séparément.

Discipline budgétaire

La mutualisation partielle des risques budgétaires pourrait également avoir comme avantage de renforcer la discipline budgétaire. Cela peut sembler contradictoire, car comme dans tout autre mécanisme d'assurance, la mise en commun du risque budgétaire ouvre la porte à l'aléa moral, c'est-à-dire à la tentation de prendre des décisions plus risquées, puisqu'il existe un mécanisme d'assurance. Les États pourraient ainsi faire moins d'efforts pour respecter les objectifs budgétaires. Une plus grande mutualisation des risques pourrait toutefois renforcer la crédibilité de la clause de « *no bailout* » de la zone euro et, partant, rendre les marchés financiers plus attentifs aux imprudences budgétaires. On peut affirmer que les marchés ne prennent pas vraiment la clause du « *no bailout* » au sérieux : la faillite d'un État pouvant entraîner d'immenses répercussions économiques et financières négatives, son sauvetage constitue un moindre mal pour le reste des membres de l'UEM.

Ce danger est particulièrement grand lorsque les liens entre États et banques demeurent très étroits, notamment quand les banques détiennent d'importantes créances sur la dette souveraine de leur pays. Une plus grande mutualisation des risques budgétaires, qui commencerait par une véritable union bancaire dotée de mécanismes de garantie bien financés, atténuerait les effets de contagion d'une faillite souveraine et réduirait la probabilité d'un sauvetage. Et les marchés financiers auraient donc intérêt à appliquer des taux d'intérêt plus élevés aux pays prenant des décisions budgétaires imprudentes.

Cela étant dit, l'aléa moral est un grand problème : une véritable union budgétaire a besoin de règles et d'institutions efficaces pour s'en prémunir. En comparant les pays, on constate que les restrictions appliquées aux politiques nationales ou régionales sont généralement plus fortes lorsque le niveau de mutualisation des risques budgétaires est plus élevé. Pour l'UEM, cela implique d'envisager la possibilité de simplifier la réglementation existante et de l'appliquer de façon plus stricte. Il pourrait donc être nécessaire de transférer certaines compétences des États membres à l'Union.

Impératif économique

Il est évident que l'achèvement du dispositif institutionnel de la zone euro est difficile sur le plan politique, mais il s'agit d'un impératif économique. Les étapes examinées ici supposent des décisions institutionnelles compliquées et une redistribution de compétences souveraines, et soulèvent des questions de légitimité démocratique.

Mais pour avancer dans cette voie, un débat public de fond s'impose à l'heure où même l'idée de l'intégration européenne ne fait plus l'objet d'un consensus, car il serait risqué de prendre des décisions sans l'aval d'une majorité des citoyens.

Toutefois, la réalité économique reste ce qu'elle est, quel que soit le climat politique. Tant que la zone euro ne se sera pas dotée d'une union budgétaire en bonne et due forme, elle demeurera intrinsèquement vulnérable aux chocs. Inversement, la promesse d'une UEM plus complète à long terme renforcerait sa résilience dès aujourd'hui.

Vers une union plus totale		
Où en est la zone euro dans l'établissement d'une véritable union budgétaire ?		
Conditions principales	Avancées depuis la crise	Ce qu'il reste à faire
(1) Mutualisation des risques budgétaires		
<ul style="list-style-type: none"> • Macroéconomie • Garantie pour l'union bancaire 	<ul style="list-style-type: none"> • Plan d'investissement • Fourniture de liquidité conditionnelle, généralement à un taux inférieur au marché (mécanisme européen de stabilité) • Mécanisme de résolution unique 	<ul style="list-style-type: none"> • Mutualisation d'une part suffisante des risques macroéconomiques • Garantie commune des dépôts • Fonds de résolution bancaire robuste et financé conjointement
(2) Gouvernance		
<ul style="list-style-type: none"> • Coordination des politiques • Règles 	<ul style="list-style-type: none"> • Plusieurs réformes • Mécanisme de surveillance unique 	<ul style="list-style-type: none"> • Coordination effective • Règles plus simples et efficaces
(3) Marchés		
<ul style="list-style-type: none"> • Poursuivre l'intégration des marchés • Promouvoir la discipline des institutions budgétaires et financières • Réduire le risque d'équilibres négatifs spontanés sur les marchés de la dette souveraine 	<ul style="list-style-type: none"> • Supervision renforcée, volants d'absorption des pertes plus élevés, et exigences de renflouement payant • L'intégration des marchés financiers se rétablit lentement • Instauration de clauses d'action collective 	<ul style="list-style-type: none"> • Véritable union bancaire • Véritable union des marchés de capitaux • Limitation crédible des sauvetages aux frais des contribuables, appuyée par une certaine mutualisation des risques »

Le jeudi 22, la BCE fait savoir qu'elle a réalisé en 2017 un bénéfice de 1,28 milliards d'euros, qui est en progression de 8% par rapport à 2016. Ce bénéfice provient des intérêts que touche la BCE sur les

obligations publiques et privées qu'elle rachète et des honoraires que les banques lui versent pour son service de supervision. La BCE va reverser ces bénéfices aux banques centrales nationales qui, elles-mêmes les verseront à leur État.

Le vendredi 23, réunion informelle du Conseil européen où est évoquée la désignation des futurs dirigeants d'importantes institutions européennes : la BCE, la Commission, le Conseil, l'Eurogroupe, le haut représentant pour les affaires étrangères. Concernant la présidence de la Commission, il n'est pas sûr que le successeur de J.-C. Juncker soit nécessairement la tête de liste qui va gagner le scrutin des prochaines élections au Parlement européen. Par ailleurs, l'idée d'E. Macron d'organiser auprès des citoyens des « conventions démocratiques » sur l'avenir de l'Europe dans l'ensemble des pays de l'UE est près de faire consensus. Est traitée aussi lors de la réunion l'épineuse question du financement du cadre financier pluriannuel (CFP) pour 2021-2027, autrement dit celle du budget européen. Deux expressions commencent à devenir des leitmotifs lors des réunions européennes : « projets à valeur ajoutée européenne » et « biens publics européens ». *Y a-t-il là le signe d'une volonté réelle de relancer l'Europe ?*

Samedi 24, la BCE déclare « en état de faillite ou faillite probable » (failing or likely to fail) la ABLV, 3ème banque commerciale lettone, qui avait depuis quelques jours subi des accusations de blanchiment de la part du Trésor américain. Cette faillite met en cause le dispositif des ELA (Emergency Liquidity Assistance), c'est-à-dire des règles d'allocation des liquidités d'urgence. En effet, la BCE n'a pas pu faire autrement que de laisser jouer ce dispositif quelques heures seulement avant-même de reconnaître cette faillite. Cela amène Mario Draghi à en souhaiter une réforme, comme il en est d'ailleurs question, en vain, depuis un certain temps : « Les règles des ELA doivent évoluer. J'ai défendu plusieurs fois une centralisation du mécanisme de liquidités d'urgence. Il constitue aujourd'hui un vestige de la souveraineté nationale dont disposaient les États en matière de politique monétaire ».

Lundi 26, en voulant que son pays soit en union douanière avec l'UE, Jeremy Corbyn, le chef du parti travailliste britannique, prend position pour la stratégie du « Brexit doux » face à celle du « Brexit dur », bien qu'il semble continuer à vouloir sortir du marché unique.

Mardi 27, le nouveau Président de la Fed, Jerome Powell, se montre optimiste et confiant dans la croissance de 'économie américaine. Il se place dans la continuité de Janet Yellen concernant la progressive normalisation de la politique monétaire.

Cette évolution est souhaitable, même si elle est timide. Par contre, les autres Banques centrales, à commencer par la BCE et la BoJ, n'ont pas commencé la normalisation de leur propre politique monétaire. Dans la période de croissance actuelle, c'est de plus en plus dangereux car la politique monétaire accommodante qu'elles mènent alimentent les bulles et les déséquilibres, faussent l'allocation des ressources, désincitent au désendettement des agents publics et privés et à la rigueur budgétaire des administrations publiques, et « zombifient » les banques et les entreprises. La situation actuelle soulève une question plus fondamentale. On est en effet confronté à un paradoxe puisque d'un côté la BCE a un rôle prééminent dans les performances de la zone euro mais que de l'autre côté elle est poussée à maintenir sa politique d'argent très peu cher par des États surendettés (de ce point de vue, la France est d'autant plus concernée qu'on y attend toujours les mesures concrètes de réduction des dépenses publiques). Cette subordination de la politique monétaire de la BCE aux politiques budgétaires des États membres soulève la question de l'indépendance de la Banque centrale. Et on peut craindre les réactions des marchés...

Mercredi 28, Michel Barnier, responsable pour l'UE du Brexit, rend publique la 1^{ère} version de l'accord sur le divorce entre l'U.E. et le R.-U., qui devra recevoir l'agrément de Londres, des 27 États membres, du Parlement européen et du Parlement britannique. Il faut s'attendre à de nombreuses et fortes réactions, surtout outre-Manche.

À la fin du mois (le vendredi 23), l'euro cote 1,2295\$, après avoir coté 1,2457 le 2, 1,2252 le 9 et 1,2411 le 16.

• Mars 2018 ->

Le jeudi 1^{er}, le Président Trump déclare en quelque sorte une nouvelle guerre commerciale en annonçant que les États-Unis allaient taxer davantage et pour une longue période les importations d'acier et d'aluminium. Cette annonce déclenche immédiatement de très vives réactions des partenaires commerciaux des États-Unis et des baisses boursières.

Dès le lendemain, le ministre français de l'économie, B Le Maire, considère les mesures annoncées par D. Trump comme inacceptables, qui « appelleront une réponse forte, coordonnée et unie de l'Union européenne. Toutes les options sont sur la table : un recours devant l'OMC, voire des contre-mesures pour limiter les importations américaines en Europe ».

Ce jeudi 1 mars 2018 paraît, de Bernard Bruneteau, aux éditions du CNRS, un ouvrage important : « Combattre l'Europe, de Lénine à Marine Le Pen ». Le professeur de science politique à l'Université de Rennes 1 fait l'histoire des opposants à l'idée européenne et de l'euro-scepticisme. Comme il le dira à T. Sardier, de Libération, lors d'un entretien donné le 3 avril, « Le mot "fédération" n'apparaît que dans la Déclaration Schuman du 9 mai 1950, et son idée sous-tend le projet de Communauté européenne de défense en 1952-1954. Ensuite, même s'il existe évidemment des mouvements fédéralistes, le projet européen s'inscrit dans une logique mixte où la méthode communautaire fait bon ménage avec l'action intergouvernementale. Même le traité de Lisbonne (2007) le confirme. Les opposants brandissent donc une menace qui n'existe plus ».

Certes, nous accordons beaucoup de poids à ce point de vue d'un historien confirmé, mais nous ne pouvons pas nous empêcher de défendre la vision fédéraliste. Surtout qu'une grande part des dysfonctionnements de la zone euro est due à l'incohérence entre la politique monétaire qui est de type fédéral et la politique budgétaire qui est de type confédéral. Il est évident que la logique économique impose au minimum pour la zone euro un budget fédéral et un gouvernement économique ; avec également une régulation sociale commune. Le fédéralisme politique ne peut être, si on peut y croire encore pour la zone euro, qu'un prolongement de ce double fédéralisme, monétaire et budgétaire.

Nous regrettons également que, dans son article sur ce même ouvrage de B. Bruneteau, qui paraîtra dans Le Monde du 18 avril, Alain Beuve-Méry, indique que l'auteur de l'ouvrage « récuise, après l'avoir instruit, le procès intellectuel de la gouvernance néolibérale faite à l'Europe d'aujourd'hui. L'"ordolibéralisme" apparaît plus comme un tigre de papier ». Notre point de vue d'économiste se démarque nettement de ce point de vue : nous maintenons que l'UE en général et surtout la zone euro en particulier ont un fonctionnement économique largement soumis aux principes de l'ordolibéralisme allemand et que celui-ci imprègne depuis longtemps les décisions de la Commission européenne.

Le vendredi 2, Theresa May fait un discours sur le Brexit dans lequel elle se prononce pour la conclusion d'un accord de libre-échange « le plus large possible, couvrant plus de secteurs et avec lequel davantage de coopération que n'importe quel accord de libre-échange dans le monde aujourd'hui. » Le Président du Conseil européen, Donald Tusk, lui répondra le mercredi 7 en présentant à la presse son « projet de lignes directrices sur le cadre de la future relation » avec le R.-U. où il rappellera sa position clairement posée jeudi : « il ne peut pas y avoir de commerce sans friction en dehors de l'union douanière et du marché unique. Des frictions qui sont la conséquence inévitable du Brexit ; par nature ». Il y a par ailleurs, une forte opposition entre Londres et Paris sur les services financiers, les uns voulant les inclure dans le futur accord de libre-échange, les autres ne le voulant absolument pas.

Également le 2 mars, le premier ministre néerlandais fait une conférence à la fondation Bertelsmann à Berlin. Il y déclare notamment : « Quel est mon point de vue sur l'Union européenne ? En une seule phrase : c'est une communauté de valeurs et un cadre de coopération pour 27 États souverains qui respectent leurs engagements mutuels et se prêtent main-forte là où une approche commune est nécessaire. Ce qu'à mes yeux l'Union européenne n'est pas, c'est un train qui fonce inexorablement vers une destination fédérale. L'idée d'une intégration croissante incontournable ne cesse de s'insinuer dans le débat sur la coopération européenne, limitant la discussion au seul rythme de cette intégration. « C'est parce que les citoyens européens doivent pouvoir suivre », entend-on alors. Mais ma profonde conviction est que le fédéralisme n'est pas la finalité d'un mouvement historique inéluctable. Et qu'il ne doit pas l'être au XXI^e siècle. Même

si nous revenons au tout début de l'UE, au « plus jamais ça », nous observons que les motifs idéalistes ont été traduits en une coopération très pragmatique autour du charbon et de l'acier. C'est ce que l'Europe doit rester : de grands idéaux concrétisés avec réalisme. Nous devons la perfectionner, pas la verrouiller davantage. (...) Dans le fond, la promesse originelle de l'Europe reste inchangée depuis presque 70 ans : des États membres qui s'aident mutuellement à accroître leur prospérité, leur sécurité et leur stabilité. La seule question est alors : que faut-il pour réaliser cette promesse originelle et la transmettre ? L'UE ne peut tenir sa promesse qu'avec des États membres forts qui conservent leur individualité. Nulle part ailleurs dans le monde ne s'observe dans un espace relativement restreint une telle diversité socioculturelle au sein d'États-nations identifiables. Nous devons entretenir cette individualité qui nourrit l'innovation et la créativité. (...) Mesdames et Messieurs, passons maintenant à l'euro. Que signifie revenir à la promesse originelle de l'euro ? Affirmer que les États membres sont l'alpha et l'oméga, qu'est-ce que cela implique pour notre monnaie ? Et que signifie tenir parole au sein de la zone euro ? Sans un euro fort ni une union monétaire stable, discuter de l'avenir de l'Europe n'est qu'un exercice théorique. Je plaide pour un retour à la promesse originelle de l'euro. À la promesse qu'une monnaie commune nous apporterait à tous un surcroît de prospérité et non pas une redistribution de la prospérité existante. Car c'est en fin de compte ce qui se passe lorsque nous continuons à accepter que certains pays accumulent déficits et dettes, et ne modernisent pas leur économie. L'union monétaire finit alors par être une union de transfert et ce n'est pas ainsi que l'on renforce l'euro. Ni le soutien du public. Je vous invite tous à venir expliquer cela en Allemagne ou aux Pays-Bas. Je constate cependant qu'il faudra réduire notablement les risques par le biais de l'Union bancaire avant de pouvoir parler d'un système européen de garantie des dépôts. Et je pense également que le budget européen pourrait davantage servir à stimuler les réformes au sein de la zone euro (...).

Une critique du contenu de ce discours sera faite dans un article de Christian Saint-Étienne, publié par *Le Monde* du 17 de ce mois. « (...) Pour les tenants de cette Europe minimale, la reprise économique semble régler les problèmes et il n'y aurait pas besoin de réformes systémiques. Or, il y a deux failles gravissimes dans le raisonnement de M. Rutte. La première est que, avec la consolidation de l'AFD en Allemagne en septembre 2017 et la poussée de la Ligue du Nord et du Mouvement cinq étoiles en Italie en mars 2018, la vague populiste n'a en réalité pas diminué. (...) La deuxième faille est, qu'en dépit des excédents extérieurs mirobolants de l'Allemagne et des Pays-Bas, l'Europe s'effondre face à la Chine et aux États-Unis dans la guerre numérique. Il n'y a pas de grandes plates-formes numériques en Europe, y compris en Allemagne et aux Pays-Bas, face aux GAFAM américains (Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft) et aux BATX chinois (Baidu, Alibaba, Tencent et Xiaomi). Une double clarification s'impose si l'on veut progresser dans la réforme de l'Europe. L'Europe privilégie un marché unique ouvert à tous les vents au détriment de politiques de puissance, et favorise l'intégration par le traité de Rome – qui ignore les différences de choix stratégiques et politiques des pays membres – au détriment de politiques intergouvernementales resserrées sur un noyau dur de pays partageant les mêmes objectifs stratégiques (...).

Notons que Mark Rutte donnera au *Journal Le Monde* un entretien paru dans l'édition datée du 22 mars où, à la fin, il regrette que « la Commission ait traité différemment l'Italie et la France quant au respect de la règle des 3% de déficit. Elle fausse ainsi les règles, menace l'objectif final – le bien-être de l'ensemble – et complique les explications que nous pouvons livrer à nos populations ».

Le samedi 3, publication dans le journal *Le Monde* d'un article écrit par 14 économistes et parlementaires. Il fait suite à l'article paru le mercredi 17 janvier (voir ici à cette date), dans le même journal, écrit par 14 économistes franco-allemands et aux positions, assez voisines, prises par la Commission pour réformer la zone euro. Ce nouvel article trouve insuffisantes les propositions faites. « (...) Depuis la crise de la zone euro, le consensus intellectuel s'est progressivement cristallisé autour de l'idée que, une fois le système financier réparé, la création d'une union bancaire complétée par une union des marchés de capitaux devrait permettre de partager suffisamment de risques pour stabiliser l'union monétaire, comme dans un régime assurantiel. Une sorte d'architecture de Maastricht complétée par, d'un côté, le filet de sécurité minimal créé durant la crise pour le secteur public (le Mécanisme européen de stabilité), accessible seulement à des conditions punitives, et par, d'un autre côté, un plus grand partage des risques par le biais des marchés financiers. Les économistes classiques croient que les marchés financiers, les signaux de prix et les incitations économiques peuvent être la source unique à la fois de la discipline et du partage des risques au niveau du secteur privé. Mais une véritable union monétaire ne peut pas opérer seulement sur la base d'une logique d'assurance qui, inévitablement, oppose débiteurs et créditeurs. Cela, en retour, pose des questions fondamentales en termes de gouvernance, d'institutions, de responsabilité démocratique et met les questions politiques au cœur du débat au détriment des sujets économiques. (...) » L'article met ensuite l'accent, comme nous le faisons ici depuis longtemps, sur la nécessité d'un « budget réel et de taille suffisante, qui aurait à remplir cinq fonctions essentielles : « Premièrement, ce budget devrait tout d'abord sécuriser de façon crédible le système financier, de sorte que celui-ci puisse jouer son rôle de stabilisation et de partage des risques. (...) Deuxièmement, il devrait aussi permettre une stabilisation macroéconomique plus robuste en cas de choc, par exemple à travers une assurance-chômage partielle au niveau de la zone euro. (...) Troisièmement, il est important de souligner que, contrairement au budget actuel de l'Union,

ce budget de la zone euro devrait être financé par des taxes décidées sur la base des dépenses à couvrir par l'émission de titres de dette ; ce qui permettrait de fournir des titres de dette de la zone euro sans risque en temps de crise et compléterait la capacité limitée des États membres d'en émettre. Ce serait d'autant plus nécessaire si un État membre venait à devoir faire défaut sur sa dette. Quatrièmement, ce budget devrait permettre de créer une nouvelle politique de cohésion pour les États confrontés à des problèmes structurels de compétitivité et à des défis institutionnels. Il servirait à mettre en œuvre le type d'investissements et de réformes qui accroissent la productivité (université, école, système juridique, formation...) et réduisent les déficits extérieurs. Mais il devrait aussi permettre d'inciter aux investissements et au déploiement de politiques sociales dans les pays qui ont des surplus extérieurs. Les réformes économiques qui ont été mises en avant ces dernières années pour rétablir les équilibres ont été basées uniquement sur des dévaluations internes, ce qui s'est révélé non seulement politiquement et socialement destructeur pour la zone euro, mais aussi économiquement déstabilisant au vu de l'important excédent extérieur de la zone. (...) Cinquièmement, même si la frontière entre les biens publics utiles à l'Union européenne et ceux destinés à la zone euro peut être floue, il existe de bonnes raisons de promouvoir un agenda d'investissements dans des biens publics allant de la défense à l'innovation en passant par l'environnement, ce qui augmenterait le potentiel économique de la zone euro, tout en aidant en particulier ses membres dotés d'un haut potentiel pour les énergies renouvelables. (...) Une vision moderne de la zone euro nécessite de poursuivre le constitutionnalisme monétaire de Pierre Werner (1913-2002), Altiero Spinelli (1907-1986) ou Tommaso Padoa-Schioppa (1940-2010), et d'accepter de compléter l'union monétaire par une véritable autorité fiscale souveraine et responsable démocratiquement, qui ferait avancer l'union politique de l'Europe au lieu de l'éviter. Les économistes sont peut-être capables de réparer quelques-uns des défauts les plus graves de l'union économique et monétaire. Mais ils ne seront pas en mesure de corriger ses lignes de faiblesse politiques, responsables de sa vulnérabilité (...).

Le dimanche 4, pendant que les Italiens votent pour leurs députés, réuni en congrès, le SPD allemand accepte, résigné, par 362 « oui » contre 279 « non », la coalition avec A. Merkel. Cela soulage plusieurs partenaires européens, dont la France plus spécialement.

Le mardi 6, publication des résultats des élections législatives italiennes du dimanche 4 : avec une participation de 73%, aucun parti n'a la majorité absolue et c'est une grande victoire pour les partis eurosceptiques et même anti-européens : le Mouvement 5 étoiles arrive en tête avec 32,6 % des voix, la Ligue en a 17,37 % (son leader, Matteo Salvini considère que « l'euro est une erreur »), pendant que le parti démocrate en a 18,72 %. Pendant longtemps, l'Italie va être la proie d'incertitudes importantes.

Pour l'UE, après les difficultés politiques que connaît l'Allemagne, cette forte progression des populismes dans le 3^{ème} État membre de l'UE et de la zone euro est une très mauvaise nouvelle, capable de mettre en péril les si nécessaires refondation de l'Europe et sauvetage de la zone euro.

L'horizon s'obscurcit d'autant plus que 8 pays de l'UE (les Pays-Bas, le Danemark, la Suède, l'Estonie, la Lituanie, la Lettonie, la Finlande et l'Irlande) expriment dans un document commun leur inquiétude face aux propositions de réforme du Président Macron : ils sont opposés à un budget commun et à un ministère commun des finances pour la zone euro et n'acceptent que le respect des règles budgétaires, l'achèvement de l'union bancaire et la mise en place d'un FME. Pour eux, « les discussions sur l'avenir de l'UEM devraient se dérouler dans un format inclusif » et ils exigent « le respect des règles communes », notamment budgétaires. Cette prise de position semble refroidir quelque peu les ardeurs des responsables français : le projet de relance européenne et de réforme profonde de la zone euro d'E. Macron semble devenir maintenant un objectif de long terme...

Dès le lendemain, le mercredi 7, par la voix du Letton Valdis Dombrovskis, la Commission européenne a répondu à ce document : « nous saluons toutes les contributions dans le débat sur l'Union économique et monétaire. Nous voyons plutôt pas mal de points communs » entre la position de la Commission européenne - dont il est le vice-président - et celle des signataires du document publié la veille.

Mais de son côté le président du Conseil européen, Donald Tusk, dit sans ambages : « Dans son discours, la première ministre Theresa May a confirmé que le R.-U quitterait le marché unique, l'union douanière, et s'affranchirait des décisions de la Cour de justice de l'Union. Dans ce cas, le seul modèle qui nous reste est un accord de libre-échange. (...) En fait, il s'agira du premier traité de libre-échange de l'histoire qui distend des liens économiques au lieu de les consolider. Notre accord rendra le commerce entre nous plus compliqué et coûteux qu'aujourd'hui, pour nous tous ».

Jedi 8, lors de sa réunion périodique, le Conseil des gouverneurs de la BCE décide le maintien de sa politique de taux (son président Draghi considère que le combat sur le front de l'inflation n'est pas gagné : la période des taux bas n'est donc pas terminée), mais ne redit pas, comme il le faisait précédemment, qu'il pourrait augmenter, si nécessaire, le volume mensuel de ses rachats de dettes publiques et privées. Autrement dit, il renonce à augmenter ce volume, fixé actuellement à 30 milliards d'euros mensuellement. On peut donc penser que la BCE lance à partir d'aujourd'hui la fin

du QE, et par conséquent la « normalisation » de sa politique monétaire. Notons que depuis le lancement du programme de rachats en mars 2015, les rachats cumulés s'élèvent à 2400 milliards d'euros. Par ailleurs, lors de sa conférence de presse, le président Draghi s'est inquiété sur l'état des relations internationales en général et sur la décision du président Trump de taxer les importations d'acier et d'aluminium en particulier.

Selon l'édition du samedi 10 de l'hebdomadaire allemand Der Spiegel, le projet franco-allemand de réforme de la zone euro ne sera pas présenté lors du Conseil européen des 22 et 23 de ce mois ; alors qu'E. Macron et A. Merkel s'étaient engagés lors du sommet de décembre à le faire avant la fin mars. Si l'information du Spiegel est exacte, le retard est sans doute dû à la longueur des négociations pour former un gouvernement en Allemagne.

Lundi 12, signature du contrat de coalition en Allemagne : comme le dit Angela Merkel lors de la conférence de presse qui suit, elle qui sera élue après-demain Chancelière pour un 4^{ème} mandat par le Bundestag, « tout le monde a le sentiment que le moment est venu de commencer enfin à travailler ». Et elle évoque aussi l'Europe (il faut « un nouveau départ pour l'Europe ») et la zone euro (« la priorité est maintenant de stabiliser l'euro »), et annonce que son premier déplacement sera pour aller à Paris, dans le but de préparer avec le Président E. Macron, le conseil européen des 22 et 23 mars : c'est donc un démenti à l'annonce faite le 10 par l'hebdomadaire Der Spiegel. Lors de ce déplacement, A. Merkel sera accompagnée de son tout nouveau ministre des finances, Olaf Scholz, qui a déjà manifesté sa volonté de travailler étroitement avec la France mais aussi avec les autres partenaires, d'autant plus qu'il a l'ambition de faire de l'Allemagne le cœur de l'Europe, le pont entre les pays du Nord et ceux du Sud. La position d'Olaf Scholz semble être intermédiaire entre la politique intransigeante de son prédécesseur et la défense des fondamentaux de l'ordolibéralisme, la stabilité budgétaire et l'opposition à une solidarité sans contrepartie ainsi qu'aux eurobonds. Il est prévu, lors de ce Conseil européen des 22 et 23 mars, d'élaborer la 11^{ème} feuille de route pour peaufiner l'UEM. Mais les chances de réussite sont maintenant minces, tout au moins à court terme, depuis les élections italiennes et les réserves exprimées par les pays de l'Europe du Nord. Certains estiment d'ores et déjà que le Sommet prévu en juin pourrait être la dernière occasion, avant les élections européennes du printemps 2019, de concrétiser la refondation de l'Europe et le sauvetage de la zone euro que beaucoup appellent de leurs vœux. L'urgence en la matière explique que le ministre de l'économie et des finances français, Bruno Le Maire, ait dénoncé le mercredi 14 les hésitations des partenaires qui, sous prétexte de discussions techniques, empêchent les prises de décisions nécessaires : « je redis à nos partenaires, en particulier nos partenaires allemands : tout est sur la table, il est temps de décider, la France est prête à décider ». C'est en particulier le cas de l'union bancaire : ce projet a été lancé en 2012, suite à la crise des dettes souveraines en Europe mais, depuis, les États membres sont divisés sur l'ampleur à lui donner (en particulier sur la question du partage des risques) et n'avancent plus sur cette question importante.

Le vendredi 16, une réunion approfondie de 4 heures a lieu à l'Élysée entre le Président français E. Macron et la chancelière allemande A. Merkel. Beaucoup de sujets sont abordés. Le Brexit, la montée des populismes en Europe et l'aggravation des tensions internationales poussent les deux dirigeants à aplanir un peu leurs divergences ; mais dans un contexte européen où les oppositions entre États membres sont importantes. Cela explique qu'E. Macron propose à A. Merkel de mettre en place une « feuille de route claire et ambitieuse d'ici juin, qui sera présentée aux autres partenaires lors du sommet des 22 et 23 mars. "Sur la zone euro, sur la politique migratoire, de défense, commerciale, de recherche, éducative et les grands domaines que nous avons pu définir, nous proposerons une feuille de route ambitieuse pour cette refondation d'ici juin et y mettrons l'énergie requise", précise le Président français.

Selon lui, "s'ouvre aujourd'hui une étape importante, où nous aurons beaucoup à faire sur les décisions de court terme et dessiner des perspectives de moyen et long terme pour notre Europe, plus indispensable encore qu'il y a quelques mois". "J'ai la volonté d'y arriver et je crois que nous le pouvons", ajoute la chancelière allemande. "Il est plus nécessaire que jamais que l'Europe agisse de façon unie dans une situation géopolitique dans laquelle le multilatéralisme est sous pression".

Concernant la zone euro, il y a entre les deux dirigeants une convergence des intentions : l'un et l'autre veulent réformer la zone euro pour la renforcer. Mais les mesures envisagées pour le faire ne font pas consensus. Certes, ils sont d'accord pour créer un FME, mais l'Allemagne reste fidèle à ses

principes de discipline économique et financière : pas question de faire jouer la solidarité entre les États membres avant que des efforts plus grands aient été faits pour de profondes réformes structurelles et pour assainir les bilans bancaires ; pas de mutualisation sans diminution du risque.

En parallèle à cette réunion, a lieu celle des ministres de l'économie et des finances, B. Le Maire et O. Scholz : selon le ministre français, « l'objectif est de parvenir à une feuille de route globale franco-allemande avant le conseil européen de juin ».

Lundi 19, la pression du patronat britannique est telle que Theresa May est obligée d'accepter les conditions qu'impose Bruxelles pour la période de transition vers le Brexit. Cette période ne devra durer que 21 mois, du 30 mars 2019 (date officielle du Brexit) au 31 décembre 2020 (et non pas mars 2021). Et pendant cette période, les Européens qui s'installeront au R.-U pourront bénéficier du même droit de séjour que ceux qui seront arrivés avant le Brexit, et Londres n'aura pas le « droit de veto » pour s'opposer aux lois que l'UE votera ; il n'y aura plus de ministres britanniques aux réunions de l'UE ni d'euro-députés au Parlement. Selon Michel Barnier, « nous avons fait ces derniers jours une partie essentielle du chemin vers un départ ordonné ».

Mercredi 21, après 2 jours de réunion, et comme « les perspectives économiques se sont renforcées ces derniers mois », la Fed décide de remonter ses taux directeurs d'un quart de point : son taux de refinancement est donc maintenant entre 1,50 et 1,75%.

Vendredi 23, deuxième et dernier jour du Conseil européen, consacré au « sommet de la zone euro », présidé comme le Conseil européen par D. Tusk.

« Les dirigeants des 19 pays membres de la zone euro ont débattu des réformes à long terme de l'Union économique et monétaire, y compris de propositions telles que la création d'**une capacité budgétaire pour la zone euro**.

"Nous connaissons la situation économique la plus favorable depuis l'introduction de l'euro. Il s'agit donc du meilleur moment pour mener une réflexion stratégique sur nos ambitions à long terme. C'est ce dont il a été question aujourd'hui lors du sommet de la zone euro", a indiqué le président Tusk à l'issue de la réunion.

Les dirigeants ont réaffirmé les priorités politiques les plus urgentes :

- le renforcement de l'**union bancaire**
- la réforme du **Mécanisme européen de stabilité**

Ils ont indiqué qu'ils poursuivraient les discussions sur ces questions lors du prochain sommet de la zone euro, en juin, au cours duquel ils pensent prendre les **premières décisions**.

Les discussions menées lors du sommet de la zone euro se sont appuyées sur une note que le président Donald Tusk avait envoyée aux dirigeants avant le sommet. Dans cette note, il mettait en évidence le lien entre la question d'une capacité budgétaire et celle d'une élaboration des politiques rigoureuse et responsable ».

Après ce sommet, lors de la conférence de presse faite ensemble par le Président français et la Chancelière allemande, il apparaît que la France renonce pour l'instant à certaines des propositions faites par E. Macron pour réformer la zone euro, en particulier sur la question d'un budget digne de ce nom. Mais la feuille de route européenne de réformes, commune à Paris et Berlin, reste néanmoins envisageable pour le mois de juin.

Ce même mercredi 23, la Commission présente son projet de taxation des GAFAs qui payent en moyenne 9% contre 23% pour les autres entreprises. Il est proposé une taxe temporaire de 3% de leur CA au lieu d'une imposition sur les bénéfices comme d'habitude. À plus long terme, il est prévu d'intégrer l'activité numérique dans le calcul de l'IS. Mais ce type de réforme impose un vote à l'unanimité des États membres...

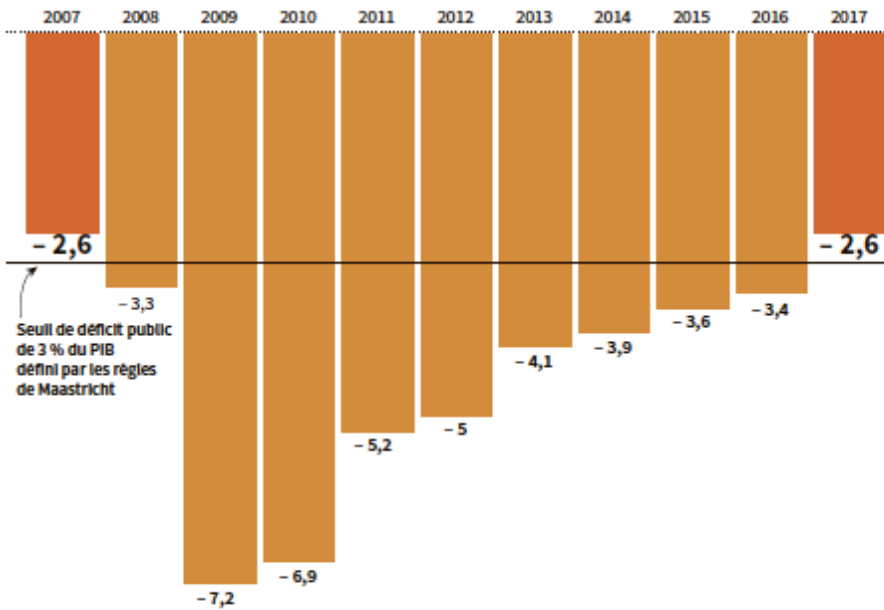
Lundi 26, l'INSEE annonce que le déficit français a atteint en 2017 2,6% du PIB. Il est donc plus bas que les 2,9% prévus, grâce aux rentrées fiscales que la reprise économique a permises, ainsi qu'au traitement comptable de la recapitalisation d'Areva. Ainsi, le déficit public passe sous les fameux 3% pour la première fois depuis 10 ans. On peut donc espérer sérieusement une sortie de la procédure européenne de déficit excessif fin mai (rappelons que la sortie de cette procédure - lancée contre la France en 2009 - nécessite que le déficit public soit en-dessous de 3% du PIB 2 années de suite). Il n'empêche que, comme le dit lui-même le ministre B. Le Maire, « un déficit reste un déficit ». D'ailleurs, en 2017, certes les recettes ont augmenté de 4% contre 1,4% en 2016 mais les dépenses ont augmenté de 2,5% contre 1,0% ; et la dette a bien sûr continué à augmenter pour atteindre 97% du PIB contre 96,6%. On constate aussi un mouvement inverse à celui annoncé par les responsables de Bercy (B. Le Maire et G. Darmanin) quand ils promettent le « 5-3-1 », 5 points de moins pour la dette publique, 3 points de moins pour les dépenses publiques, et 1 point de moins pour le taux des prélèvements obligatoires, qui augmente de 44,4% à 45,4%.

Voici un ensemble de graphiques significatifs, proposés par Le Monde dans son édition du jour :

Une étape majeure de la politique budgétaire

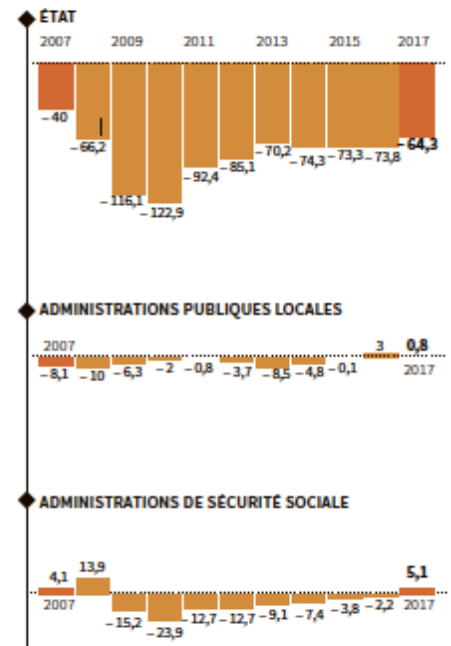
Le déficit public a reculé en 2017 de 0,8 point par rapport à 2016

ÉVOLUTION DU DÉFICIT PUBLIC DE LA FRANCE, EN % DU PIB



Le déficit par administrations

DÉFICIT, EN MILLIARDS D'EUROS

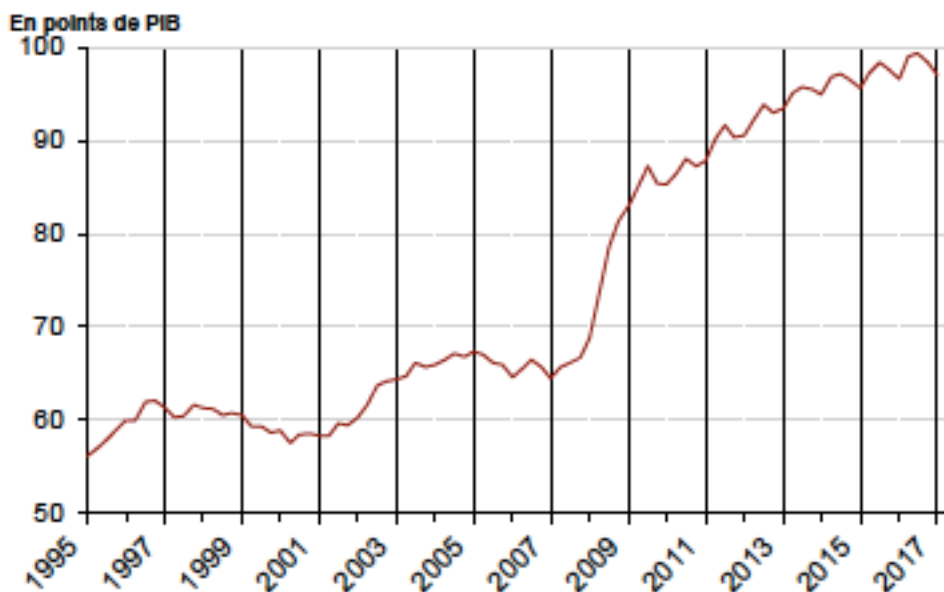


SOURCE : INSEE

Ajoutons aussi que si la norme des 3% est aujourd'hui bien respectée, il n'en est toujours pas de même de celle des 0,5% de déficit public structurel : il semble que nos responsables ont oublié que le PSC a été – en mars 2012 – modifié par le TSCG, appelé aussi « nouveau pacte budgétaire » ! (voir ce qui est dit ici en mars et octobre 2012).

Concernant la dette publique française, voici quelques informations intéressantes :

Dette au sens de Maastricht des administrations publiques en points de PIB (*)



Source : Comptes nationaux base 2014 - Insee, DGFIP, Banque de France

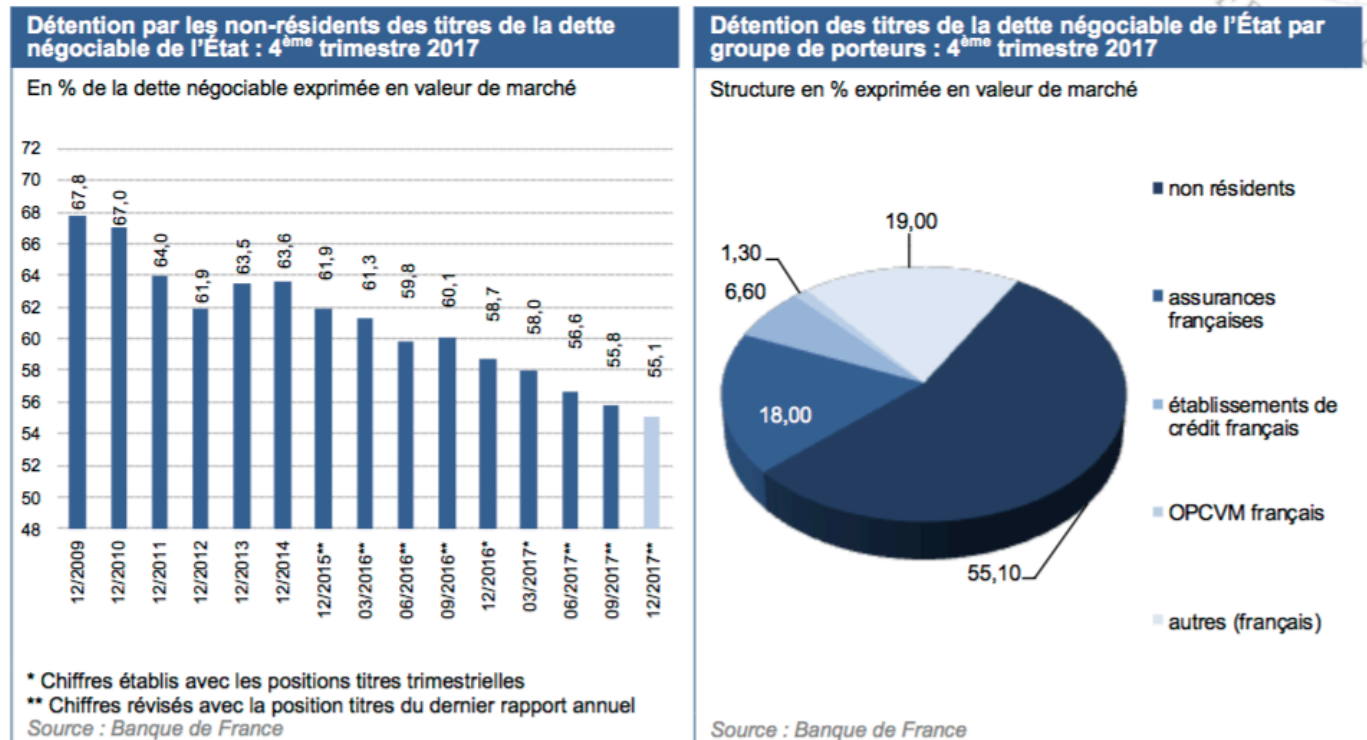
La dette de Maastricht des APU en fin de trimestre et sa répartition par sous-secteur et par instrument

(en milliards d'euros)

	2016T4	2017T1	2017T2	2017T3	2017T4
Ensemble des adm. publiques	2152,5	2214,9	2236,8	2231,3	2218,4
en point de PIB (*)	96,6%	99,0%	99,3%	98,3%	97,0%
dont, par sous-secteur, consolidée (*) :					
État	1714,3	1763,8	1794,8	1799,6	1779,0
Organismes divers d'adm. centrale	13,2	12,2	11,9	11,9	11,8
Administrations publiques locales	200,2	199,0	198,1	196,6	201,5
Administrations de sécurité sociale	224,9	239,9	232,1	223,3	226,1
dont, par instrument :					
Dépôts	36,9	33,2	37,4	38,9	37,4
Titres négociables	1818,8	1890,1	1910,9	1906,0	1890,7
court terme	169,5	198,3	200,1	186,8	173,9
long terme	1649,3	1691,8	1710,8	1719,2	1716,8
Crédits	296,9	291,6	288,5	286,4	290,3
court terme	11,5	9,5	8,2	7,2	7,0
long terme	285,3	282,0	280,3	279,2	283,4

(*) voir précisions dans l'encadré « Pour en savoir plus »

Source : Comptes nationaux base 2014 - Insee, DGFIP, Banque de France



Également ce lundi 26, à l'Institut économique DIW de Berlin, la directrice générale du FMI, Christine Lagarde, défend l'idée « macronienne » d'un fonds que l'on pourrait débloquer en urgence en cas de crise : « pour un coût modeste, une capacité budgétaire centralisée pourrait in fine réduire les effets négatifs de 50% » d'une crise qui toucherait un État membre. Mais pour que cela fonctionne, il ne faut pas qu'il y ait des cigales parmi les États membres pendant que les autres se comportent en fourmis. « Vous ne serez éligible que si vous avez auparavant joué le jeu, et ce que vous avez reçu vous devrez le rembourser, c'est la carotte et le bâton ».

En fin de mois de mars, l'euro cote 1,2323 \$ après avoir coté 1,2317 le 2, 1,2305 le 9, 1,2285 le 16 et 1,2352 le 23.

• Avril 2018 ->

Le jeudi 5, le ministre français de l'économie, Bruno Le Maire, annonce qu'il a invité l'Italie et l'Espagne à se joindre à la mise au point de la feuille de route que Paris et Berlin doivent établir pour la réforme de la zone euro d'ici fin juin ; avec comme principal objectif de parvenir rapidement à un accord sur l'union bancaire et sur un budget commun de la zone euro.

Les mercredi 11 et jeudi 12 sont publiées les minutes respectivement de la Fed et de la BCE concernant la dernière réunion de leur Comité de politique monétaire. Deux points communs se dégagent : les deux Banques centrales constatent d'une part que l'inflation se rapproche progressivement de la norme de 2% et, d'autre part, que les perspectives économiques générales s'améliorent. Par contre, si la Fed envisage d'ores et déjà trois nouvelles hausses de son taux directeur au cours de 2018, il y a, semble-t-il divergence de points de vue entre les gouverneurs de la BCE sur l'opportunité de resserrer plus ou moins rapidement la politique monétaire. Il s'agit de savoir, en effet, en supposant que la conjoncture poursuive son amélioration, si l'inflation continuera ou non à progresser. Selon certains, les transformations technologiques peuvent avoir pour conséquence de jouer négativement sur le niveau des prix, d'où une inflation qui aurait une sorte de maximum : pour éviter toute surchauffe macroéconomique, il faudrait alors normaliser assez vite la politique monétaire.

Le hasard veut que ce même jeudi 12, Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE, lors d'une conférence organisée par le CEPII, estime que l'économie de la zone euro est dans une meilleure situation que celle que l'on estime statistiquement : le ralentissement des gains de productivité soit moins important que ce qui est indiqué habituellement et les capacités de production seraient moins affectées par la crise. Autrement dit, il faudrait réviser à la hausse les estimations de croissance

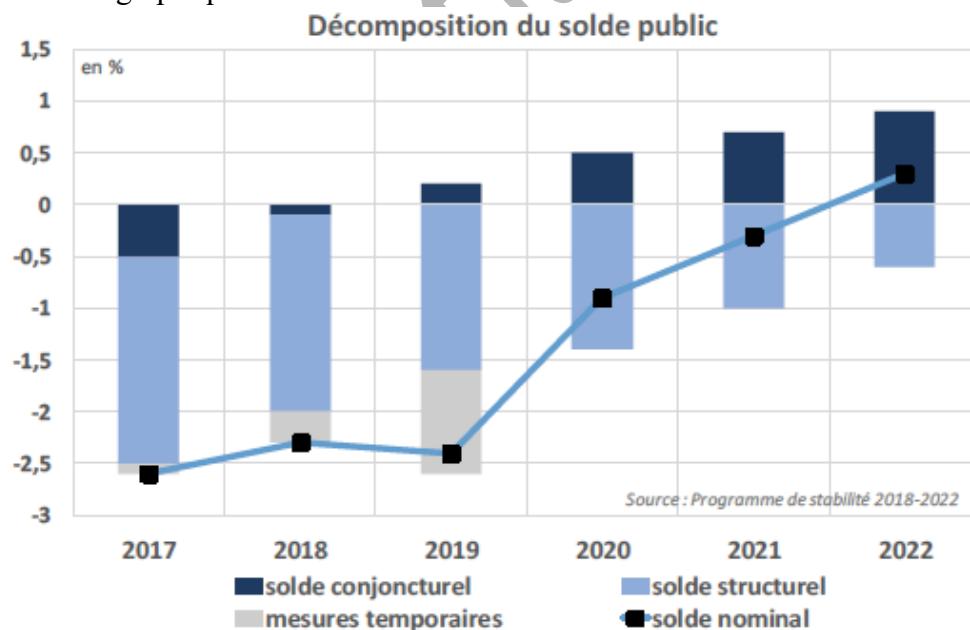
potentielle. Bien que B. Cœuré s'en défende, son point de vue va dans le sens d'une normalisation assez rapide de la politique monétaire de la BCE.

Quelques jours plus tard, dans l'édition du 15-16 avril du journal Le Monde, Benoît Cœuré fera paraître un article où il explicite ce point de vue à partir d'un raisonnement économique qui mérite d'être repris ici :

« La grande crise financière et la crise de la zone euro sont derrière nous. Leurs conséquences les plus graves sont effacées. (...) Ce diagnostic apparaît sans doute contre-intuitif, voire choquant, compte tenu du niveau actuel du chômage. En effet, s'il était exact, des tensions sur les prix se manifesteraient. (...) Il y a deux interprétations possibles. Soit la relation entre le taux de chômage et l'inflation (la « courbe de Phillips ») est rompue, c'est-à-dire que les entreprises sont réticentes à augmenter les salaires, alors même qu'elles peinent à trouver de nouveaux salariés. Soit nous ne mesurons pas de la bonne manière la capacité de production de nos économies. La première interprétation ne résiste pas à l'analyse des données, qui confirme que la courbe de Phillips reste valide, à une nuance près : la réaction des prix dépend fortement de la manière dont l'emploi est rémunéré. Or, les salaires augmentent moins si les nouveaux emplois sont à temps partiel contraint ou à durée déterminée, comme c'est le cas aujourd'hui dans la zone euro. Reste la seconde interprétation. Que sait-on réellement du niveau des capacités de production, de leur réaction aux fluctuations de la demande ? En réalité, pas grand-chose. (...) Les économistes avancent deux hypothèses. La première met l'accent sur des « effets d'hystérèse » qui auraient réduit de manière permanente la capacité d'offre de nos économies, victimes depuis la crise d'un manque prolongé d'investissements et de main-d'œuvre productive. La seconde indique au contraire que la capacité d'offre ne se serait en réalité pas autant contractée qu'on ne l'estimait au cœur de la crise. Cela expliquerait mieux, rétrospectivement, la modération des tensions inflationnistes constatée ces dernières années. Les modèles utilisés par les banques centrales pour mesurer les capacités de production auraient surestimé la persistance des chocs qui ont frappé nos économies (...) ».

Vendredi 13, le Haut Conseil des Finances publiques publie un avis relatif aux prévisions macroéconomiques associées au programme de stabilité pour les années 2018 à 2022.

On y trouve à la fin le graphique intéressant suivant :



Et, en commentaires du HCFP :

« Les hypothèses de croissance retenues dans le programme de stabilité, qui se traduisent par un écart de production positif de 1,6 point de PIB en fin de période, conduisent à une composante conjoncturelle du solde public positive à partir de 2019 et atteignant 0,9 point de PIB en 2022. La composante conjoncturelle contribue donc significativement à l'amélioration du solde public sur la période. Le scénario de croissance effective n'a en revanche aucune incidence sur l'estimation du solde structurel. Cette notion est au cœur des règles européennes fixées par le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) de 2012. L'objectif de moyen terme, qui est déterminé dans les lois de programmation des finances publiques et constitue le principal engagement européen

de la France en matière de finances publiques, est fixé en termes de solde structurel. Le Haut Conseil relève que le scénario de référence de croissance du Gouvernement conduit à un solde des administrations publiques positif en fin de période et à une trajectoire de dette publique favorable. Il souligne que ce scénario de finances publiques repose sur une trajectoire de croissance optimiste. Il note que le solde structurel, qui n'est pas affecté par les hypothèses de croissance effective, demeurerait négatif sur toute la période, tout en s'améliorant sensiblement. Il rappelle qu'en tout état de cause, la réalisation du scénario de finances publiques nécessite un strict respect des engagements de maîtrise de la dépense publique ».

Le samedi 14, dans un entretien accordé au Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, le nouveau ministre allemand de finances Olaf Scholz suggère que les propositions de réforme de la zone euro du Président français soient étudiées avant les élections européennes en même temps, il précise d'ores et déjà les limites que son pays continue à mettre aux propositions françaises. Concernant l'union bancaire et la régulation des marchés de capitaux, O. Scholz dit clairement : « nous allons examiner ce qu'il est possible de faire sans surcharger les capacités des États membres ». Concernant la transformation du MES en FME, O. Scholz soutient le projet mais « il ne faudrait pas que survienne une situation injuste dans laquelle des pays membres apporteraient les fonds nécessaires à la sécurisation des dépôts tandis que d'autres ne respecteraient pas les normes requises ». Concernant la proposition de budget pour la zone euro, le ministre allemand des finances considère que « ces idées apportent un nouvel élan au projet européen dont nous avons besoin. Mais le président français sait aussi que toutes ses idées ne pourront pas être réalisées ». *On ne peut pas être plus clair. C'est dommage que, malgré une nouvelle majorité politique et les responsabilités importantes qu'O. Scholz a eues au SPD, l'Allemagne ne soit pas plus réactive et ouverte qu'auparavant. Ce type de déclaration remet en cause les espoirs que l'on pouvait mettre dans une réforme annoncée du fonctionnement de la zone euro.*

Le dimanche 15, Emmanuel Macron accorde une interview télévisée, longue et « musclée », à J.-C. Bourdin et E. Plénel. Sur les 2h45 d'entretien, à peine 5 minutes ont été consacrées à l'Europe, dans le tout dernier quart d'heure, suite à une question portant sur le problème que pose à la relance de l'idée européenne la position politique de certains pays de l'Europe de l'Est. E. Macron répond en opposant la démocratie « illibérale » qui caractérise ces pays à notre démocratie libérale, et cela le conduit à envisager une Europe à deux vitesses (« C'est maintenant que se joue le destin de l'Union. Nous avancerons avec ceux qui voudront bien avancer, ceux qui ne suivront pas devront accepter de rester aux marges de l'UE »). Il n'empêche que strictement rien n'a été dit sur la situation économique et sur la réforme de la zone euro.

Lundi 16, Henrik Enderlein, Professeur d'économie politique à la « Hertie School of Governance », directeur de l'Institut Delors à Berlin et partisan des propositions d'E. Macron pour relancer l'Europe, twitter que « tout le monde devrait maintenant avoir réalisé qu'il n'y aura pas de sitôt une réforme ambitieuse de la zone euro » ! Il craint « la fin de la lune de miel entre la France et l'Allemagne ».

Le hasard du calendrier apporte le même jour une preuve au désenchantement d'H. Enderlein : la CDU-CSU, qui soutiennent A. Merkel, souhaitent que le Bundestag adopte d'ici juin un texte qui permette au Parlement de participer et de contrôler la réforme de la zone euro, en particulier sur la transformation du MES en un FME. Notons que dès le lendemain, le mardi 17, par la voix de Carsten Schneider, le premier secrétaire de son groupe parlementaire au Bundestag, le SPD demande aux conservateurs de respecter l'accord de coalition concernant les propositions de réforme de la zone euro et pense que son pays a déjà beaucoup attendu pour prendre ses responsabilités en la matière. *Contrairement à ce que souhaite Paris, il n'est donc pas sûr du tout que le sommet européen de juin enregistre des avancées substantielles sur l'avenir de l'UE et sur la réforme de la zone euro.*

Mardi 17, le Président français, Emmanuel Macron, fait un discours devant le Parlement européen à Strasbourg (<http://www.elysee.fr/declarations/article/discours-du-president-de-la-republique-au-parlement-europeen/>)

Suite aux informations données et aux réflexions faites dans les lignes qui précèdent, ce discours est très attendu.

Nous en donnons ci-après plusieurs extraits :

Je suis très heureux et très honoré de répondre à votre invitation en cette journée, Monsieur le Président, pour pouvoir, comme vous l'avez rappelé à l'instant, échanger librement sur la situation de notre Europe dans un contexte tout particulier. Échanger librement parce que les propositions, les discours, je les ai faits il y a maintenant plusieurs mois, en particulier à La Sorbonne, et c'est ce temps d'échange qui me paraît aujourd'hui indispensable dans ce lieu où vous faites vivre chaque jour notre Europe dans ses sensibilités diverses, ses divergences et ses convergences, en construisant les indispensables compromis qui la font avancer. (...) Nous ne pouvons pas faire comme si, en quelque sorte, nos discussions étaient ordinaires. Et ce moment, c'est celui qui nous sépare des élections européennes à venir, où nous aurons à faire vivre nos combats pour les idéaux qui nous ont faits. Et je veux, pour amorcer notre discussion, simplement partager avec vous deux convictions fortes. La première, c'est que si nous décidons d'abandonner notre attachement à la démocratie et tout ce qu'elle emporte en Europe, ils feront fausse route. La deuxième, c'est que nous pouvons dans ce cadre, et nous devons construire, une nouvelle souveraineté européenne par laquelle nous apporterons la réponse claire, ferme à nos concitoyens que nous pouvons les protéger, apporter une réponse à ces désordres du monde. (...) Ce n'est pas le peuple qui a abandonné l'idée européenne, c'est la trahison des clercs qui la menace. Il faut entendre la colère des peuples d'Europe aujourd'hui. Ce n'est pas de pédagogie dont ils ont besoin mais d'un projet nouveau, d'une exigence d'efficacité au quotidien. Et ceux qui font commerce de cette colère qu'ils attisent proposent pour seul avenir la voie sans issue du retour au déchirement nationaliste d'hier. Nous en avons expérimenté toutes les voies et toutes les conséquences. Pour raviver l'Europe des peuples, nous devons donc accepter d'agir autrement en puisant à la source de la démocratie et regardons les choses en face : comment se satisfaire d'élections européennes auxquelles moins d'un citoyen sur deux se déplace pour voter ? Alors construisons dans l'année qui vient la réalité d'un débat structuré sur des convictions, des propositions. Nous ne pouvons pas aujourd'hui faire comme hier, c'est-à-dire refuser de parler d'Europe, répartir les places, accuser Bruxelles ou Strasbourg de tous les maux. Continuer à faire cela, c'est décider d'avoir un jeu de dupes qui sera peut-être plus confortable pour chacun d'entre nous mais qui nous conduira à ne résoudre aucun problème. Je crois comme vous à la noblesse et à la complexité du choix démocratique. (...) C'est la raison pour laquelle en amont des élections et du temps contraint des campagnes électorales, nous devons faire vivre le débat, créer cet espace public européen que bien souvent nous avons laissé en friche. C'est dans cet esprit d'essayer et d'innover que j'ai proposé des consultations citoyennes dès cette année. Je lancerai en France celles-ci cet après-midi même, un débat franc, ouvert, rugueux et difficile, mais indispensable pour savoir ce qui rassemble et sépare, pour sortir de l'alternative simpliste du oui ou non à une question généralement dont on n'examine pas ni les présupposés, ni les textes implicites. Mais d'avoir démocratiquement un débat critique sur l'Europe qui est la nôtre. Je me réjouis que tous les États membres aient accepté de partager cette démarche. (...) La deuxième conviction que je veux rapidement partager avec vous, c'est celle de la nécessaire souveraineté européenne. Défendre l'idée européenne, ce n'est pas défendre une idée abstraite, la dilution en quelque sorte de nos propres souverainetés, non, c'est acter du fait que face à ces grands bouleversements du monde, ces grandes transformations, ce moment que nous vivons, nous avons besoin d'une souveraineté plus forte que la nôtre, complémentaire et pas de substitution, qui seule permettra face aux grandes migrations, à l'insécurité planétaire, aux transformations économiques, sociales et environnementales d'apporter les bonnes réponses. C'est cela cette souveraineté européenne à laquelle je crois. (...) Le deuxième sujet, sera la taxation du numérique, (...) La réforme de l'Union économique et monétaire est un troisième front indispensable avant la fin de cette mandature, en définissant une feuille de route permettant d'avancer par étape sur l'union bancaire et la mise en place d'une capacité budgétaire favorisant la stabilité et la convergence dans la zone Euro. Enfin ce qui nous tient ensemble, ce n'est pas seulement une monnaie ou un traité, c'est un sentiment d'appartenance, autrement dit une culture et je pourrais évoquer car c'est essentiel la mise en place des universités européennes qui progresse réellement, ou le déploiement d'Erasmus, mais je veux ici insister sur l'un de vos travaux en cours, essentiel à mes yeux, celui du droit d'auteur, de la protection des créateurs, et de la création artistique. Ce foisonnement qui infuse nos sociétés est le bouillon de culture sans lequel l'Europe ne serait plus ce continent de diversité vitale et de génie créatif. Sur ces quatre fronts cette législature a une responsabilité particulière et vous avez compris quelle sera la position de la France. Mais au-delà il nous faut construire cette souveraineté européenne pleine et entière pour protéger nos concitoyens (...).

Sur la réforme de la zone euro, ce discours ne contient aucune nouveauté, mis-à-part le fait que, prenant acte des réticences des autres États membres, et spécialement de l'Allemagne, E. Macron révisé à la baisse ses prétentions. Son discours développe une notion qui lui est chère, et qui est selon nous très importante, celle de souveraineté européenne. E. Macron considère que cette souveraineté a plusieurs dimensions : économique et commerciale, sociale, climatique et énergétique, numérique, culturelle, santé et alimentation.

Pourtant, la réforme de la zone euro est urgente. Comme le dit le président du groupe des Libéraux au Parlement européen, Guy Verhofstadt, « les Américains, en 9 mois, quand la crise financière est survenue, ont répondu avec un plan de nettoyage des banques de 2500 milliards de dollars. Et nous, après 9 ans, on n'a pas encore nettoyé toutes nos banques. On n'a pas encore notre union bancaire. On n'a pas encore, disons-le, fait la nouvelle gouvernance de la zone euro. Et je crains fortement - je vais le dire ici très ouvertement - que l'Europe ne soit pas prête pour le moment si demain une nouvelle crise financière est déclenchée, en souhaitant naturellement que cela ne se passe pas ».

Comme il l'annonce dans son discours à Strasbourg, E. Macron lance dans l'après-midi même de ce 17 avril la 1^{ère} consultation citoyenne sur l'Europe. Cela se passe à Épinal, ville moyenne d'une région marquée par la désindustrialisation et qui a eu (entre mars 1983 et novembre 1997) comme premier

magistrat Philippe Seguin, homme politique relativement atypique et qui est resté dans les mémoires en particulier pour ses positions contre le traité de Maastricht.

Ce même mardi 17, la Commission européenne propose aux États membres d'ouvrir les négociations pour une adhésion à l'UE de l'Albanie et de la Macédoine.

On notera le paradoxe qu'il y a à poursuivre l'élargissement de l'UE comme si de rien n'était, alors que l'Europe est en proie à de multiples difficultés et que beaucoup pensent que l'on fait depuis de nombreuses années l'erreur d'élargir sans approfondir et qu'en tout état de cause, il faudrait approfondir avant d'élargir.

Le jeudi 19, E. Macron se rend à Berlin pour y rencontrer la chancelière A. Merkel.

Sur cette rencontre, « lepoint.fr » titre le soir-même : « Entre Merkel et Macron, le “charme“ menace de rompre ».

« (...) Il y a un an, en recevant à Berlin le jeune président français fraîchement élu sur un credo très pro-européen, la chancelière allemande avait cité à son propos l'écrivain allemand Hermann Hesse : "Au début de toute chose, il y a un charme".

Interrogé jeudi pour savoir si ce charme opérait encore, Angela Merkel a diplomatiquement répondu qu'elle avait dû "un peu conserver ce charme en le mettant de côté" ces derniers mois en raison de la crise politique dans son pays, "mais maintenant il revient".

Derrière les échanges de politesses, toutefois, la réalité paraît plus difficile entre les deux dirigeants. (...) "Sur le plan économique et monétaire, nous devons mieux réarticuler responsabilité et solidarité" entre États, a déclaré à la presse le chef de l'État français aux côtés de la chancelière allemande. En clair : ne pas seulement donner la priorité aux mesures punitives, comme le contrôle des déficits et de la dette, mais aussi à des mécanismes d'entraide et de soutien à la croissance.

"Aucune union monétaire ne subsiste s'il n'y a pas des éléments de convergence et donc ce sur quoi nous voulons travailler, ce sont des éléments plus incitatifs (...) qui permettent une bonne solidarité", a-t-il ajouté. Concrètement, la France appelle de ses vœux la création d'un budget autonome pour soutenir les investissements et la croissance ou la création d'un poste de ministre des Finances de l'Union monétaire. Après être restée largement silencieuse pendant des mois en raison de ses difficultés politiques intérieures, Angela Merkel se fait entendre sur le sujet depuis qu'elle est parvenue difficilement à constituer un gouvernement en mars. Et elle le fait pour marquer sa différence, alors qu'elle est sous pression croissante de son parti conservateur qui lui demande de ne rien lâcher. La chancelière a ainsi insisté jeudi à Berlin sur la nécessité pour les gouvernements de faire des "efforts nationaux", des économies budgétaires et des réformes pour rendre leurs économies plus compétitives. "Nous sommes d'accord qu'il y a besoin de solidarité en Europe mais aussi que la compétitivité est nécessaire", a-t-elle dit. "Je pense que nous apportons d'autres éléments" que ceux de la France dans la discussion, a-t-elle dit, "mais je pense que la somme de nos propositions pourra permettre au final d'arriver à un bon résultat".

Berlin et Paris ont en effet pour objectif de présenter une feuille de route commune pour des réformes de l'Europe post-Brexit en juin en vue d'un sommet européen sur le sujet. Un conseil ministériel franco-allemand préparatoire est programmé le 19 juin. Un des chantiers les plus immédiats porte sur l'Union bancaire en Europe, un projet de gestion commune des faillites des banques après la crise de la dette en zone euro, dont M. Macron a rappelé que la France souhaitait son accomplissement dès que possible. Mais Angela Merkel a réitéré le refus de son pays de mettre en œuvre dans l'immédiat le troisième et très important pilier de ce projet : la création d'un fonds européen de garantie bancaire des dépôts des particuliers. L'Allemagne reste ouverte à cette idée mais "pas dans un avenir proche", seulement "dans un avenir plus éloigné", a souligné la chancelière. "Il ne faut pas que l'épargnant allemand se retrouve garant des banques grecques et italiennes", a averti en clair cette semaine un des experts du dossier au sein de son parti conservateur, Eckhardt Rehberg ».

Sur le même site, on lit par ailleurs :

« (...) “Nous avons besoin d'un débat ouvert et, à la fin, d'une volonté de compromis“, a souligné la chancelière, qui vient de sortir de longs mois de tractations avec des partenaires de coalition, qui n'étaient pas toujours d'accord entre eux. Cette façon très allemande de vivre la démocratie pourra-t-elle servir de modèle à l'Europe ? “Nous avons beaucoup de travail“, promet Angela Merkel. Elle a donné trois axes de négociations :

1La politique d'asile. L'idée avancée par Emmanuel Macron devant le Parlement européen à Strasbourg, mardi, de débloquer des fonds européens pour venir en aide aux communes qui accueillent des réfugiés, a fait mouche en Allemagne, le pays qui en abrite le plus.

2La politique étrangère commune. À un journaliste qui lui demandait s'il n'avait pas été déçu que l'Allemagne ne participe pas aux frappes aériennes lancées le week-end dernier par la France, les États-Unis et la Grande-Bretagne, Emmanuel Macron a rappelé que la Constitution allemande ne permet pas à la chancelière d'agir spontanément. Pour envoyer ses soldats à l'étranger, elle doit auparavant obtenir l'aval du Parlement. Les frappes alliées en Syrie sont très critiquées en Allemagne où une forte majorité de la population s'oppose à toute « aventure » militaire de la Bundeswehr.

3L'approfondissement de la politique économique et financière européenne. C'est sur ce point-là que les avis divergent le plus. Car l'enthousiasme des Allemands s'arrête net quand le président français propose concrètement la création d'un budget commun pour les 19 pays de la zone euro et d'un superministère européen des Finances. Pour beaucoup d'Allemands, ces réformes ambitieuses vont trop loin. Elles comportent trop de risques. L'« union de transferts », la « communauté des endettés » et le « pipeline » par lequel les euros du contribuable allemand vont irriguer les économies délabrées des pays du sud de l'Europe... Pas question que l'Allemagne paie pour les projets généreux d'Emmanuel Macron. En début de semaine, les députés du groupe CDU-CSU au Bundestag ont d'ailleurs fait part ouvertement de leur

scepticisme. Ils veulent modérer les ardeurs de ce jeune président français et rappellent à Angela Merkel qu'elle n'a pas intérêt à trop succomber à cet enchantement si elle tient à conserver sa majorité au Parlement.

Les Allemands décrivent Emmanuel Macron comme un « homme pressé ». Les élections européennes de mai 2019 approchent à grands pas. Pas question donc pour lui de perdre davantage de temps. Il court. La dynamique à Berlin est tout autre : fidèle à son habitude et freinée par son propre parti, Angela Merkel avance à petits pas prudents. Sa marge de manœuvre est très limitée : il lui faut tempérer les ambitions européennes d'Emmanuel Macron, impopulaires en Allemagne, tout en faisant redémarrer le fameux moteur franco-allemand. Un exercice délicat ».

Le Président E. Macron a raison d'être un « homme pressé » parce que la relance de l'Europe et la réforme la zone euro pressent. Face à l'euroscepticisme ambiant, à la progression des populismes et à la montée des défis climatiques, migratoires et terroristes, et aux dysfonctionnements récurrents de la zone euro, on ne peut plus attendre. Rappelons encore ici que lorsqu'il était ministre de l'économie, E. Macron disait lui-même qu'une réforme était absolument nécessaire pour sauver la monnaie unique et que celle-ci pouvait disparaître si rien n'était fait.

Même si on estime que la politique actuellement menée par E. Macron en France est largement conditionnée par des règles ordolibérales, nous ne pouvons que regretter que son projet européen soit à ce point contrarié par le climat général que créent les déconvenues des élections en Autriche, en Allemagne et en Italie et qu'aggravent les réticences des pays d'Europe du Nord. Car, de toute façon, l'UE et la zone euro doivent bouger pour se sauver !

Suite à ces différents constats, je me permets une réflexion iconoclaste en faisant un parallèle, osé, entre la politique menée par l'exécutif français à Notre Dame des Landes et celle qu'il mène pour réformer la zone euro.

NDDL est un véritable fiasco puisque l'exécutif a décidé, contre ce qu'impliquaient les consultations démocratiques, les décisions des tribunaux et l'avis même du candidat Macron, de ne pas construire d'aéroport, pensant sans doute que cela suffirait aux « zadistes » pour qu'ils quittent les lieux et respectent l'ordre public ; mais ce n'est pas le cas et on va vers un compromis qui sera en définitive un aveu d'échec de l'État de droit.

De même, l'exécutif, le Président Macron en tête, mène depuis le début du quinquennat des politiques économiques et sociales coûteuses pour la population en creusant les inégalités et en multipliant les mécontentements, pour répondre aux attentes des partenaires européens, et plus spécialement de l'Allemagne et d'autres pays du Nord de l'Europe, pensant sans doute que cela suffirait à ces pays pour qu'ils soient sensibles aux propositions de réforme d'E. Macron ; mais ce n'est pas le cas puisque l'on peut même se demander si l'Allemagne ne durcit pas ses positions et que les points de vue de Paris et de Berlin s'écartent actuellement plus qu'ils ne se rapprochent.

Dans les deux cas, l'exécutif français fait un pari. Et dans les deux cas, le pari est en passe, hélas, d'être perdu. Reste à vérifier ce pronostic et, s'il se vérifie, à évaluer le coût des risques pris.

Le dimanche 22, Andrea Nahles est élue à la présidence du SPD

Le mardi 24, l'éditorial du journal Le Monde fait une analyse qui est particulièrement intéressante : nous en citons un large extrait :

« (...) Jamais un gouvernement allemand n'avait autant mis l'Europe au cœur de ses priorités. Intitulé « Un nouveau sursaut pour l'Europe », le contrat de coalition signé entre la CDU-CSU et le SPD est un vibrant plaidoyer pour une Europe de la « solidarité » et de la « justice ». En le lisant, les contempteurs de l'austérité pouvaient être rassurés, à commencer par Emmanuel Macron. Après des mois d'attente, le président français paraissait enfin trouver, en Allemagne, une réponse positive à son projet de « refondation européenne » exposé à la Sorbonne. Depuis, les portes se sont refermées. En recevant M. Macron à Berlin, jeudi 19 avril, Mme Merkel s'est contentée de propos très généraux sur la nécessité de « faire des compromis ». Et rien de concret sur la réforme de la zone euro chère au président français (...)

Un mois après son entrée en fonctions, le nouveau gouvernement allemand a-t-il déjà renoncé à tout volontarisme sur la scène européenne ? Un homme, en tout cas, semble le redouter très fort. Il s'agit de Martin Schulz. Dimanche 22 avril, l'ancien candidat malheureux du SPD à la chancellerie est brièvement monté à la tribune à la fin du congrès de son parti, à Wiesbaden (Hesse). Saluant la victoire d'Andrea Nahles, première femme élue présidente du SPD, il en a profité pour lancer une vibrante mise en garde. « Nous n'avons pas fait ces propositions pour l'Europe dans le contrat de coalition pour que les conservateurs s'assoient dessus quelques semaines après. (...) Or, sans une Europe forte, les populistes

gagneront. Et, s'ils gagnent, alors nous aurons la guerre, la torture et la mort », a-t-il martelé, salué par une ovation debout (...).

Jeudi 26, « Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour, le Conseil des gouverneurs de la BCE a 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 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs confirme que les achats nets d'actifs, au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros, devraient être réalisés jusque fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif (...).

Ce statu quo de la politique monétaire de la BCE est, une fois de plus, l'illustration de la stratégie des 3P que mène son président : « patience, persévérance et prudence ». Il faut dire que l'inflation de mars est à 1,3%, donc encore bien éloignée de la norme des 2%.

Selon M. Draghi, les différents gouverneurs ont « évoqué la situation de leur propre pays. Tous observent une forme de ralentissement ou de perte d'élan ».

D'ailleurs, dans les « Informations rapides » publiées le 27, l'INSEE constatera que la PIB a ralenti au 1^{er} trimestre 2018 : 0,3% de progression du PIB après 0,7% au 4^{ème} trimestre 2017. La demande intérieure, surtout à cause des investissements des entreprises, et les exportations sont en repli.

Ce même jeudi 26, le premier ministre bulgare dit lors d'un forum économique que son pays sera prêt d'ici un an à lancer la procédure pour l'entrée dans la zone euro en rejoignant le MCE II. Certes, la Bulgarie, qui est entrée dans l'UE le 1^{er} janvier 2007 et qui assure depuis janvier 2018 - et jusqu'en juin - la Présidence tournante du Conseil de l'UE, satisfait aux critères nécessaires mais elle doit encore faire des progrès parce qu'elle est toujours le pays le plus pauvre de l'UE (son PIB par tête est 49% inférieur à la moyenne des pays de l'UE), notamment à cause d'une corruption endémique.

Toujours le jeudi 26, la Commission européenne continue à s'intéresser de très près aux GAFAM. Après avoir lancé son projet de taxation le mois précédent, la Commission veut maintenant durcir les règles pour limiter leur position dominante.

Le vendredi 27, réunion à Sofia de l'Écofin et de l'Eurogroupe. Lors de la réunion de l'Écofin, le commissaire Moscovici confirme qu'il faut préparer soigneusement l'entrée de la Bulgarie dans la zone euro et ne pas se précipiter ; lors de la réunion de l'Eurogroupe, il considère que le 21 juin - date de la prochaine réunion de l'Eurogroupe à Luxembourg - « est le jour où nous devons prendre la décision qui conduit à la fin de ce programme » d'aide financière à la Grèce. Il confirme ainsi les déclarations faites à l'issue de la réunion par Mario Centeno, le président de l'Eurogroupe, qui a ajouté que les participants ont discuté de la proposition de la Commission européenne portant sur une meilleure supervision de la situation grecque après la fin du programme d'aide. Il faut aussi qu'au 21 juin soit bouclée la dernière revue du programme d'aide : les créanciers de la Grèce se rendront à Athènes le 14 mai pour faire le point sur les 88 nouvelles réformes nécessaires pour que la Grèce puisse aussi bénéficier d'un versement d'une douzaine de milliards pour lui permettre d'avoir un « matelas financier » pour « l'après ». Le point le plus délicat qu'il faudra traiter le 21 juin concerne les mesures d'allègement de la dette qui reste très lourde (près de 180% du PIB). La France propose un mécanisme automatique qui lierait le niveau de remboursement de la dette publique de la Grèce au rythme de croissance de son économie : certes, la BCE est favorable à cette proposition mais plusieurs pays, dont l'Allemagne qui est le principal créancier de la Grèce, y sont très réticents. Bref, les États membres sont très divisés sur l'ampleur à donner au rééchelonnement de la dette grecque.

À propos des GAFAM, il est à remarquer que, lors de cette réunion de l'Écofin, le projet de taxation des GAFAM a été en quelque sorte abandonné, au moins provisoirement, sous la pression des petits pays dont la fiscalité est particulièrement avantageuse comme Malte, Chypre, l'Irlande ou le Luxembourg, mais aussi sous celle de la Suède, du Danemark, du Royaume-Uni et de l'Allemagne, qui craint la réaction des États-Unis.

Il faut remarquer de surcroît d'une part que la taxation envisagée des GAFAM à hauteur de 3% de leur chiffre d'affaires n'est pas judicieuse quand on sait que de grandes sociétés française paient plus

de 40% d'impôts sur leurs revenus et que d'autre part il n'est pas a priori nécessaire que l'UE mette en place une telle taxation pour que la France puisse la décider de son côté.

Samedi 28, au cours d'une conférence commune donnée avec son homologue allemand Olaf Scholz, le ministre français de l'économie Bruno Le Maire déclare qu'il « croit fermement que nous serons en mesure de trouver un compromis entre la France et l'Allemagne pour le prochain sommet européen en juin. (...) Nous avons enfin trouvé une méthode de travail sérieuse, rigoureuse et efficace. (...) Nous allons dans la bonne direction. La France et l'Allemagne ont la même ambition ». Selon O. Scholz, « nous travaillons dur pour trouver des solutions et nous y arriverons ». *Il le faut parce que les divergences restent importantes : pas de parlement de la zone euro, pas de super-ministre de la zone euro, pas de budget important ; pas d'assurance européenne des dépôts bancaires non plus, à court terme. M. Bruno Le Maire a raison quand il dit que « l'Eurozone est vraiment à un croisement : ou nous sommes capables d'un agenda commun, ou nous n'y arrivons pas et ce sera difficile de donner un nouvel impetus à l'Europe ».*

Le vendredi 27, l'euro cote 1,2125 \$ après avoir coté 1,2283 le 6, 1,2328 le 13 et 1,2286 le 20.

• Mai 2018 ->

Le mercredi 2, la Commission européenne présente son projet de budget pour la période après Brexit, 2021-2027. On y lit en particulier que les fonds du budget seront conditionnés par le respect de l'État de droit et par l'accueil des migrants, et que les besoins de financement (compensation de l'effet-Brexit, augmentation du budget pour répondre aux nouveaux besoins avec aussi, si cela est accepté, une ligne réservée à la zone euro, pour 20 à 30 milliards d'euros) se traduiront par une augmentation des contributions des États membres mais aussi et surtout par des réductions des fonds structurels et du budget de la PAC. Ces réductions proposées vont évidemment soulever pour le moins des résistances... Et les discussions pourront-elles être terminées avant les élections européennes de mai 2019 ?

Remarque 1 : soulignons que les 20 à 30 milliards que propose pour la zone euro la Commission dans son projet de budget communautaire post-Brexit sont loin des milliers de milliards d'euros correspondant aux « plusieurs points de PIB » que souhaitait E. Macron dès l'été 2017 ; et que cette somme serait réservée au financement d'investissements publics.

Remarque 2 : pour bénéficier des fonds structurels régionaux, il faudra respecter les libertés publiques et l'indépendance du pouvoir judiciaire. Mais, de manière plus générale, les critères d'allocation changent : au PNB par tête se substituent le chômage des jeunes, leur niveau d'éducation, le taux d'immigration et la qualité de l'environnement. Si bien qu'alors que jusqu'à maintenant ce sont les États membres de l'Est qui en bénéficiaient le plus (la Pologne -77 Milliards - la Hongrie - 22 - la Slovaquie - 14), avec ces nouveaux critères ce seront plutôt les pays du Sud, y compris certaines régions françaises. Sur cette question de la « conditionnalité », comme aussi sur celle de la taxation des entreprises du numérique, Paris et Berlin divergent : alors que la France souhaiterait qu'un minimum de convergence fiscale et sociale soit nécessaire pour recevoir les fonds, l'Allemagne préférerait prendre comme critère l'adoption de réformes structurelles...

Le Journal Le Monde livre dans son édition du jeudi 3, entre autres, trois articles intéressants. Le premier est un encouragement à utiliser la période actuelle pour relancer l'Europe, le second est une mise en garde et le troisième est une critique de l'analyse que l'on fait habituellement de la situation grecque.

Le premier article est signé de Janis A. Emmanoullidis, directeur des études du European Policy Centre : il renvoie au contenu du rapport établi en novembre 2017 par le « New Pact for Europe », et intitulé « redynamiser le projet européen » (https://www.newpactforeurope.eu/documents/NPE_Executive_summary_FR_web.pdf?m=1518026711)

Et, à la fin de l'article, Janis A. Emmanoullidis considère que « Le rapport du New Pact for Europe démontre qu'un compromis ambitieux mais réaliste à 27 est possible. Il convient pour cela de traiter simultanément les grands défis européens actuels. Échouer à réformer l'Europe en 2018 pourrait conduire à de funestes regrets. Se satisfaire de l'éclaircie économique actuelle est un risque bien grand

pour l'Union. C'est aussi un oubli bien rapide des difficultés qu'elle a rencontrées lors de la dernière décennie ».

Le second article est signé par Lorenzo Bini Smaghi, président du CA du Crédit Agricole. Selon lui, « Alors que les règles budgétaires du pacte de stabilité et de croissance sont enfin respectées par tous les États membres de la zone euro, la France ayant franchi le seuil de référence de 3 % en 2017, il est paradoxal qu'un nombre croissant de voix laisse entendre que ces règles ne sont plus crédibles. Cette vision prône une réforme de l'union économique et monétaire qui réduirait le rôle du pacte de stabilité et de croissance et attribuerait aux marchés financiers la tâche de discipliner les gouvernements de la zone euro ». Et en conclusion, « Tout pris en considération, la zone euro n'avancera pas en déléguant le contrôle des politiques budgétaires aux marchés financiers. Ce serait non seulement inutile et potentiellement déstabilisant, mais aussi contraire au principe de responsabilité démocratique qui sous-tend l'Union européenne. Ce qu'il faudrait plutôt, c'est renforcer les engagements des États membres pour poursuivre des politiques économiques convergentes et réformer le cadre institutionnel pour permettre à la zone euro d'être plus résiliente et par là définitivement irrévocable ».

Le troisième article est signé par Didier Marteau, professeur à l'ESCP Europe. Sa conclusion est sans appel : « La leçon du dossier grec est qu'un emprunteur ne fait défaut que si ses créanciers refusent de lui prêter ce qu'il ne peut rembourser. Et le coût du défaut de la Grèce est tel que ce dernier devient en réalité improbable. C'est certainement ce que savent ceux qui affirment que la Grèce est sortie de la crise ». D'où le sous-titre de l'article : « l'optimisme officiel tient surtout à la résignation des créanciers face à une situation devenue insoluble ».

Le jeudi 3, Eurostat publie une « estimation rapide » du taux d'inflation pour avril en zone euro à 1,2% sur 1 an contre 1,3% en mars : il y a donc une baisse, qui concerne aussi l'inflation sous-jacente. Comment réagira la BCE ?

De son côté, le même jour, la Fed décide de ne pas modifier ses taux directeurs.

Également jeudi 3, Natixis publie un « Flash Économie » (n° 501), sous la direction de P. Artus, qui pose la question de savoir quelles sont les conséquences pour la zone euro du refus par les pays du Nord de la zone euro de toute mutualisation des risques.

Dans l'introduction, on lit :

« On a bien compris dans la période récente que les pays du Nord de la zone euro et une partie des conservateurs allemands rejetaient :

- La création d'un budget de la zone euro, avec des impôts dédiés et normalement des émissions obligataires de la zone euro, donc refusaient la mutualisation du risque cyclique et du risque souverain ;
- La création d'un système d'assurance des dépôts, donc refusaient la mutualisation du risque bancaire ;
- Et même, semble-t-il, la transformation de l'ESM - MES - en FMI de la zone euro, qui pourrait prêter en cas de crise de liquidité aux États et aux banques, donc refusaient la mutualisation du risque de crise.

Si aucun risque ne peut être mutualisé dans la zone euro, il faut craindre :

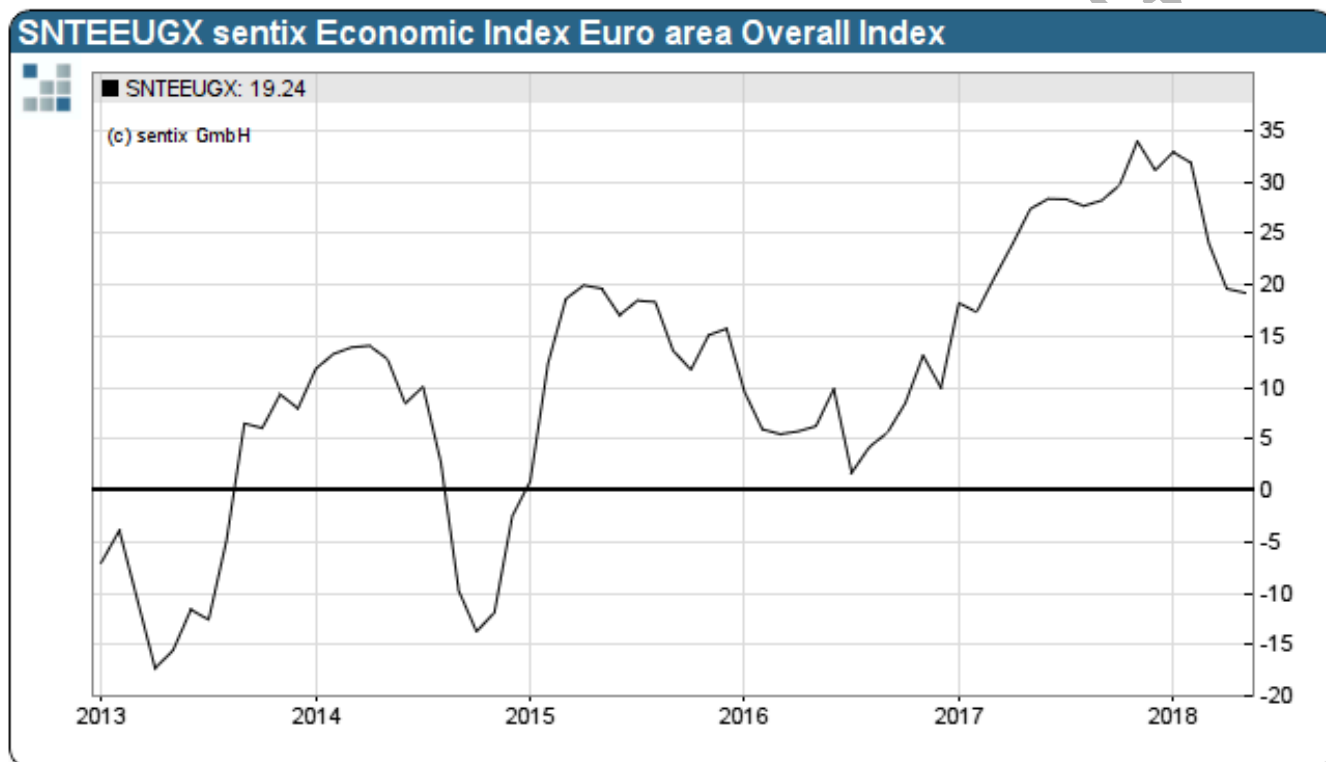
- La poursuite de l'absence de mobilité des capitaux entre les pays, puisque chaque pays peut être affecté de chocs que le reste de la zone euro ne l'aide pas à corriger, ce qui accroît le risque individuel de chaque pays ;
- Le maintien en conséquence de l'euro comme monnaie de réserve de second rang, donc sans affectation efficace de l'épargne ;
- Le maintien d'une corrélation forte entre le risque souverain et le risque bancaire dans chaque pays ;
- La persistance d'un risque de crise dans certains pays (souverain, bancaire, économique) puisqu'il n'y a aucun mécanisme de solidarité ;
- La difficulté à avoir une politique monétaire commune si les chocs restent spécifiques aux pays ».

Cette analyse importante reçoit en quelque sorte une confirmation le Dimanche 6, dans le journal allemand Handelsblatt qui se fait l'écho de l'opposition à plusieurs propositions de réforme de la zone euro émanant en particulier de la France que manifestent des responsables parlementaires de la CDU-

L'EURO

CSU, comme la mutualisation des dettes publiques européennes, les mesures budgétaires qui ne seraient pas contrôlées par les Parlements nationaux ou encore la nomination d'un ministre européen des finances. Cela ne peut que compliquer la tâche de la chancelière ; même si les membres de la CDU-CSU ont pu être rassurés lors de la présentation qu'a faite le mercredi 2 le ministre des finances Olaf Scholz du projet de loi budgétaire pour la période 2018-2022, qui est en tous points digne de la rigueur à laquelle nous a habitué son prédécesseur. A. Merkel a été accusée hier de trahir sa famille politique en nommant O. Scholz au ministère des finances et c'est O. Scholz qui est accusé aujourd'hui de trahison par sa propre famille politique...

Lundi 7, l'institut de conjoncture allemand Sentix publie une nouvelle valeur de son indice qui évalue le moral des investisseurs de la zone euro. Sa valeur, de 19,2, est la plus basse depuis février 2017 et accuse une baisse pour le quatrième mois consécutif (<https://www.sentix.de/index.php/en/sentix-Economic-Factsheets/euro-area.html>) :



On peut évoquer deux autres indices, qui sont autant d'indicateurs avancés pour apprécier comment se présentent les anticipations sur l'évolution à venir.

Le premier de ces deux indicateurs est « l'indicateur de sentiment économique » calculé par la Commission

européenne : (<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=teibs010>) :

Economic sentiment indicator

Index

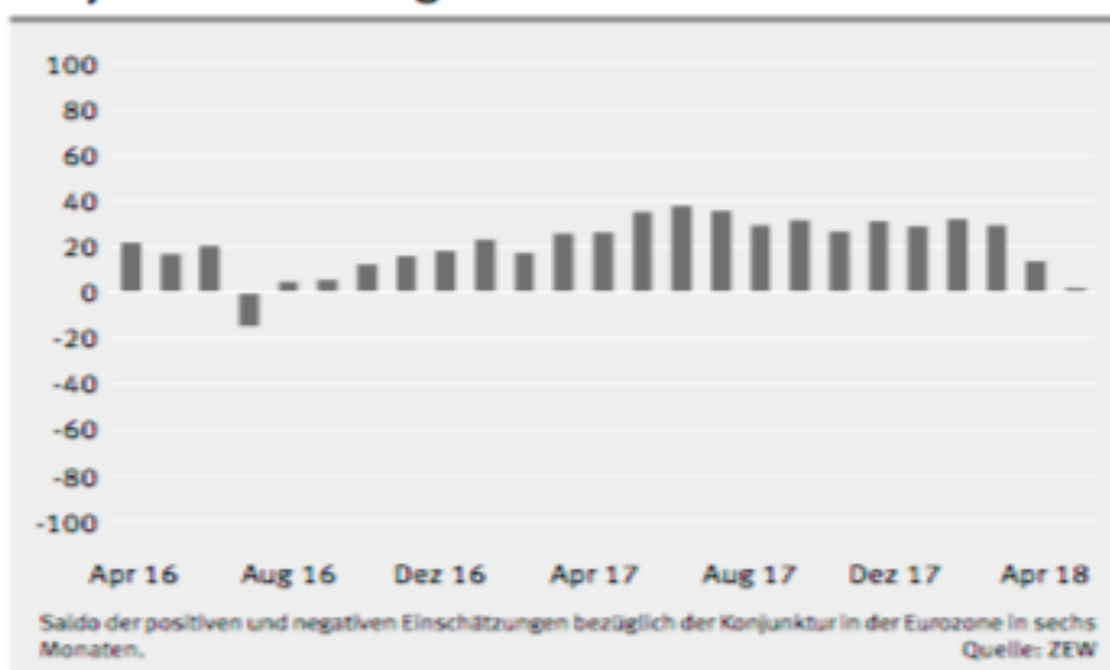
The Economic Sentiment Indicator (ESI) is a composite indicator made up of five sectoral ... [more](#)

Flags
 Codes
 Labels
 Codes & Labels
 1 234,56
 1.234,56
 1,234.56

geo	time	17M07	2017M08	2017M09	2017M10	2017M11	2017M12	2018M01	2018M02	2018M03	2018M04
Euro area (19 countries)		10.9	111.5	112.9	113.5	114.4	115.3	115.1	114.4	112.7	112.7
EU (28 countries)		111.7	111.5	112.8	113.6	114.0	115.2	115.0	114.5	112.6	112.3
Belgium		06.7	103.6	104.6	105.4	107.3	106.6	107.1	107.2	108.0	108.9
Bulgaria		06.8	108.4	108.8	109.9	110.2	108.1	111.6	111.1	110.5	111.7
Czech Republic		06.2	107.5	108.1	108.3	108.2	108.0	109.1	109.8	109.9	110.3
Denmark		10.0	104.0	105.1	107.7	110.3	112.7	106.8	111.3	107.5	106.3
Germany		12.0	111.4	112.4	113.5	114.2	115.1	116.0	114.6	112.2	112.2
Estonia		08.5	106.4	108.3	106.5	107.9	108.5	107.3	106.1	106.7	105.0
Greece		98.4	99.2	100.8	98.5	98.6	101.3	101.9	104.3	99.8	103.6
Spain		07.6	109.0	109.6	109.9	110.5	110.0	110.9	110.2	109.0	110.6
France		08.5	110.4	111.3	109.8	111.6	113.9	112.4	109.9	109.2	110.3
Croatia		15.2	115.6	113.7	114.0	114.6	115.5	118.5	118.8	114.8	115.6
Italy		05.1	108.8	110.6	111.7	111.8	111.8	110.1	111.6	109.8	109.4
Cyprus		14.6	109.1	111.7	116.0	116.7	115.7	117.8	117.8	114.8	116.6
Latvia		06.2	107.0	107.1	107.5	107.3	108.1	109.2	107.0	105.8	105.1
Lithuania		09.5	109.5	110.2	109.0	108.5	110.7	109.3	111.0	110.1	112.7
Luxembourg		111.3	113.6	112.7	114.7	113.6	112.5	113.4	111.9	109.1	:
Hungary		18.9	117.8	120.1	118.1	119.4	120.8	120.9	121.9	120.6	120.9
Malta		111.1	116.3	115.9	116.0	119.9	124.7	123.1	121.2	119.4	111.3
Netherlands		09.5	108.6	110.4	110.6	111.3	112.0	112.9	113.3	112.8	110.5

Le second indice que l'on peut citer ici est celui que calcule régulièrement à Mannheim en Allemagne le Center for European Economic Research – ZEW- (<http://www.zew.de/en/das-zew/>) :

Konjunkturerwartungen Eurozone



On constate une évolution récente plutôt négative des 3 indicateurs, ce qui correspond bien à l'essoufflement actuel de la conjoncture économique dans la zone euro.

Ce même lundi 7, LaTribune.fr fait paraître un article de l'économiste Michel Santi, intitulé « La BCE est-elle noyauté par les Allemands ? »

Le mercredi 9, à la télévision allemande ARD, le Président Macron déclare qu'une zone euro sans transferts financiers ne peut pas durer. Il revient ainsi sur la nécessité de remédier rapidement aux défauts d'architecture et de fonctionnement de la zone euro. « Si nous ne regardons pas en face notre présent et notre avenir, cette zone se démantèlera et l'Europe aussi. (...) La situation dans laquelle nous sommes aujourd'hui collectivement n'est pas durable. (...) Il faut que nous sachions collectivement sortir de nos égoïsmes et de nos tabous. L'Allemagne a aujourd'hui un tabou qui est celui des transferts financiers. Une zone euro sans transferts financiers ne durera pas ».

Mais on sait que de nombreuses propositions d'E. Macron constituent pour les Allemands des « lignes rouges ». D'ailleurs, ce même jour Les Échos publie un entretien donné par le Peter Altmeier, le ministre allemand de l'économie : il pense qu'un compromis sera trouvé entre Paris et Berlin mais il avertit que les Allemands « sont opposés à une harmonisation de la dette publique en Europe et à une union de transferts ».

C'est très dommage que Peter Altmeier soit aussi catégorique car c'est E. Macron qui a raison.

Le jeudi 10, Emmanuel Macron se rend à Aix-la-Chapelle pour y recevoir des mains d'Angela Merkel le prix Charlemagne pour sa défense de l'unité européenne.

Dans la foulée de son entretien sur ARD donné la veille, son discours renoue aussi avec la force du discours de La Sorbonne de septembre 2017. Nous en donnons ci-après quelques extraits, ceux qui sont centrés sur les problèmes de la zone euro :

« (...) La seule solution qui est la nôtre c'est l'unité ; les divisions nous poussent à l'inaction. Les divisions nous poussent à la guerre de position, celle-là même qui fit vivre à l'Europe l'un de ses pires martyrs il y a maintenant un siècle. Et je connais toutes ces représentations collectives qui nous inviteraient à ne pas bouger, y compris entre nos deux pays, chère Angela. Je connais tous ceux qui en France me disent : allez, allez-vous confronter à l'Allemagne, la solution est dans une crise avec l'Allemagne, l'Allemagne, elle est égoïste, elle est vieillissante, elle ne veut pas réformer l'Europe, elle veut l'Europe quand c'est à son avantage. Je sais que c'est faux et jamais nous ne céderons à cette tentation parce que j'ai vu une Allemagne qui, ces dernières années, a pris ses risques, a fait ses choix, qui, avant la crise financière, a su faire des réformes profondes que nous, nous avons pensé pouvoir faire attendre et j'ai vu encore ces jours-ci une Allemagne ambitieuse, aimant l'Europe, acclamant l'Europe, une jeunesse allemande qui attend presque tout de cette Europe parce qu'elle se souvient de son histoire ! Et de l'autre côté, j'entends aussi celles et ceux qui, en Allemagne, disent : ne cédon pas aux sirènes de cette France que nous connaissons trop bien. Ces gens-là ne sont pas sérieux, ils n'ont pas fait leurs réformes et la France nous demande une Europe qui serait à sa main en quelque sorte, elle veut une Europe pour elle, une Europe qui financera ses déficits, une Europe qui lui permettra de faire les réformes qu'elle ne sait pas faire. Mais réveillez-vous ! La France a changé, elle n'est plus la même et c'est le choix du peuple français qui a eu, il y a un an maintenant presque jour pour jour, un choix clair à faire dont je suis le dépositaire et rien de plus. Mais la France a fait ses réformes tant et tant attendues ; elle continuera de les faire. Elle s'est redressée, elle est là, la France lors des crises a payé sa part, tout comme l'Allemagne et la France souhaite une Europe pour l'Europe, pas pour elle-même. Et donc de part et d'autre, nous devons savoir là aussi dépasser les replis, les musiques qui nous conduisaient au pire pour acter d'une chose, c'est que l'unité entre la France et l'Allemagne est la condition de possibilité de l'unité européenne qui seule nous permettra d'agir ! (...) »

L'Europe qui est la nôtre ne fonctionne plus sur des hégémonies successives. Elle ne peut plus fonctionner sur des hégémonies successives. Elle ne peut se bâtir que sur une solidarité constante. Il y a la responsabilité indispensable que nous avons parfois perdue de vue avant la crise que nous avons rebâtie et chaque État a à mener ses réformes, sa part de responsabilité, ses propres décisions, mais nous avons aussi une solidarité entre nous, cette solidarité dont l'Allemagne au moment de la réunification a pu bénéficier et ce qui était le devoir de l'Europe, pour que l'Allemagne puisse passer ce pas, être plus forte et occuper le rôle qui est aujourd'hui le sien, cette solidarité que nous devons aujourd'hui avoir sur le sujet des migrations au sein de l'Europe, cette solidarité que nous devons avoir sur les sujets financiers au sein de l'Europe, à l'égard des pays qui aujourd'hui encore ont une jeunesse dont le taux de chômage atteint 30, 40, 50% : ces solidarités-là, nous devons les rebâtir ! (...)

Ne pas avoir peur, enfin de nous-mêmes, nous délivrer de nos propres tabous : c'est de ne pas avoir peur entre nous ; c'est ne pas avoir peur l'un de l'autre ; c'est ne pas avoir peur parfois de nos propres fétiches. En France, il ne faudrait plus changer les traités, il ne faudrait d'ailleurs parfois plus baisser la dépense publique et on a – chère Angela, je crois que tu le sais – classiquement une préférence pour la dépense publique plutôt que pour la norme, eh bien, acceptons de bousculer ces fétiches et n'ayons pas peur de dire : oui, pour avancer en Europe, nous devons un moment être prêts à bousculer les traités et les changer et prendre ce risque démocratique. Oui, je suis prêt à dire que nous devons faire des réformes en profondeur et des transformations pour baisser la dépense publique qui est la seule condition pour avancer dans cette Europe et davantage respecter la norme, construire ces règles communes mais de la même façon en Allemagne, il ne peut pas y avoir un fétichisme perpétuel pour les excédents budgétaires et commerciaux parce qu'ils sont toujours faits aux dépens de certains autres. Et donc n'ayons pas peur là maintenant de dépasser nos propres tabous, nos propres habitudes précisément parce que nous avons à nous battre pour quelque chose qui est plus grand que nous-mêmes ! Nous avons à

nous battre, non pas pour les intérêts de nos pays ou la préservation d'un état ponctuel de l'Europe, non ! Nous avons à nous battre pour forger une Europe nouvelle, plus forte et, avec elle, porter cette part d'universel qui aujourd'hui est dans les mains de l'Europe (...) ».

REFLEXION PERSONNELLE SUR L'EFFONDREMENT DE LA SOCIAL-DEMOCRATIE

C'est nous qui soulignons quelques lignes dans ce discours : elles sont en effet importantes pour l'avenir de la zone euro, même si elles contiennent une certaine contradiction en ce sens qu'E. Macron soutient en même temps qu'il faut que la France respecte les normes budgétaires européennes et qu'il faut savoir remettre en cause le fétichisme budgétaire. C'est bien cette contradiction que nous soulignons depuis qu'E. Macron a des responsabilités politiques, d'abord comme ministre de l'économie de F. Hollande puis comme Président de la République : en effet, nous prétendons depuis longtemps que les institutions européennes ont fait leur la stratégie ordolibérale qui pétrit la politique économique allemande depuis la fin de la seconde guerre mondiale et que cela s'ajoute gravement aux défauts congénitaux de la construction européenne pour expliquer les maux de la zone euro (reconnaissons cependant que l'idée de solidarité qu'E. Macron met souvent en avant peut être un contrepoids important à la rigueur ordolibérale). Cette thématique est abordée de manière encore plus éclairante dans la réponse qu'il fait à la première des questions posées par un étudiant de l'Université technique de Rhénanie-Wesphalie à Aix-la-Chapelle ce même 11 mai 2018, quand il rend ni plus ni moins hommage, en parlant des « valeurs » qui fondent la spécificité de l'Europe, à « l'économie sociale de marché ». Pour lui, elle est l'un des coins du « triangle magique » qui nous caractérise, avec la démocratie et les libertés. Or, l'économie sociale de marché est précisément le système juridico-économique mis en place en Allemagne, initialement en RFA, sous l'impulsion de l'ordolibéralisme.

Dans le présent historique de l'euro, nous évoquons à plusieurs reprises l'ordolibéralisme, spécialement en 2012, en citant – fin juillet – l'article de Cécile Barbier et dans l'annexe sur la situation de la zone euro fin 2012, passages auxquels nous renvoyons volontiers le lecteur.

En répondant à une autre question, il marque nettement son opposition à toute forme de dumping, qu'il soit fiscal, social, environnemental ou démocratique, et reconnaît que pour faire avancer l'Europe, il faut sans doute se lancer d'abord à quelques-uns, sans savoir a priori de quels pays il peut s'agir car en définitive cela dépend de « l'envie et de la capacité de faire ». Et il faut sortir de la logique selon laquelle un seul peut bloquer le fonctionnement du « club ». Macron défend donc la logique d'une Europe avec un noyau dur et plusieurs cercles.

Ce que répond E. Macron au premier étudiant d'Aix-la-Chapelle qui l'a interrogé révèle une bonne fois pour toutes son adhésion à l'économie sociale de marché et par conséquent à la logique ordolibérale, ce que je pressens depuis longtemps et ce que je conteste dans la mesure où cette logique détermine un type de politique économique et sociale dommageable pour la France au premier chef mais aussi pour d'autres États membres, et en définitive pour la zone euro tout entière. Il n'empêche que je recommande au lecteur d'écouter toutes les réponses qu'il fait aux étudiants de l'Université technique de Rhénanie-Wesphalie à Aix-la-Chapelle en allant sur le site de l'Élysée.

À la lumière de ce qu'a dit E. Macron à Aix-la-Chapelle lors de la remise de son prix et lors de son intervention devant les étudiants, je ne peux pas m'empêcher de me poser une question sur son hommage à « l'économie sociale de marché », et par conséquent sur son adhésion à l'ordolibéralisme (puisque celui-ci est le berceau de celle-là comme le dit Cécile Barbier) : s'agit-il de l'expression d'une conviction profonde ou – ce que je pensais jusqu'à maintenant – de la manifestation d'une stratégie dans le but de donner des gages à l'Allemagne puisqu'il sait que la zone euro est en danger et qu'il estime que le salut de celle-ci réside dans le volontarisme dont il faut que Paris et Berlin fassent preuve ensemble ? Il m'est difficile de privilégier une réponse plutôt qu'une autre, d'autant plus que dans le cas de l'une comme de l'autre on retrouve les principes chers à Emmanuel Macron de la pensée complexe et du « en même temps ». En effet, s'il a la conviction que l'économie sociale de marché est l'une des valeurs distinctives de l'Europe, beaucoup de ses comportements et de ses décisions prouvent qu'il est en même temps non seulement libéral mais aussi étatiste (en juin 2017, j'ai qualifié E. Macron de « libéral étatiste ») ; or, l'ordolibéralisme s'oppose à l'étatisme (et aussi

au keynésianisme), certes de manière moins radicale que le néolibéralisme autrichien mais, comme l'a dit Walter Eucken, le père économiste de l'ordolibéralisme., « l'État doit consciemment construire les structures, le cadre institutionnel, l'ordre dans lesquels l'économie fonctionne mais il ne doit pas diriger le processus économique lui-même ». De même, si la position d'É. Macron découle d'une stratégie par rapport à l'Allemagne, en même temps il accepte la rigueur budgétaire et prône la solidarité économique, financière et sociale entre les États membres, ce qui est difficile à concilier. En tant qu'intellectuel, É. Macron défend le principe de la pensée complexe et la conséquence qu'il en tire, en tant que responsable politique, est de mettre en œuvre son fameux « en même temps ». Dans les deux cas, il révèle une autre de ses caractéristiques personnelles : É. Macron fait des paris et prend des risques. En matière de réforme de la zone euro, le risque qu'il prend, s'il ne parvient pas à faire valoir la solidarité comme contrepoids à l'ordolibéralisme et quelle que soit d'ailleurs la réponse donnée à ma question, est de renforcer la logique ordolibérale qui préside depuis de nombreuses années à la construction de l'UEM, et par conséquent d'encourager encore davantage les populismes, les euro-sceptiques et tous ceux qui sont opposés au projet européen. De surcroît, et comme toujours, « il y a les mots et les choses ».

Que l'on me permette ici une réflexion que je reconnais être de caractère politique : ce que l'on appelle la montée des populismes en Europe est selon moi une conséquence de l'échec de la social-démocratie.

Il est d'ailleurs paradoxal de constater que les critiques et les déceptions ambiantes portent sur les excès du capitalisme financier et du néolibéralisme qui dirigent aujourd'hui notre monde, pas seulement dans les pays anglo-saxons mais également en Europe continentale et dans les instances bruxelloises, et que pourtant ce n'est pas vers la social-démocratie que l'on se tourne pour en espérer les corrections et régulations souhaitées.

L'explication de l'échec politique de la social-démocratie européenne tient selon moi dans une quintuple incapacité.

Premièrement, l'incapacité de ses représentants dans leur façon d'envisager l'avenir et dans les décisions qu'ils prennent - ou ne prennent pas - quand ils sont au pouvoir, de trancher entre une profonde réforme de l'euro parce que sa survie en dépend, alors même que ce sont eux qui ont institué des règles qui s'avèrent inappropriées, et la solution radicale du fédéralisme européen.

Deuxièmement, ils ont construit une Europe très éloignée de ses citoyens et ils se montrés incapables de la rapprocher d'eux, et ce n'est pas l'extension des pouvoirs du Parlement européen par le Traité de Lisbonne qui a pu effacer le ressenti technocratique du fonctionnement des institutions de l'UE et de la zone euro.

Troisièmement, la social-démocratie n'est plus crédible sur la question de la classe moyenne : la classe moyenne a d'abord été une cible - et une clientèle - privilégiée « de la gauche » pour qui elle personnifiait le progrès économique et social avec l'urbanisation, la montée du salariat, le développement de l'État-providence et l'avènement de la société des loisirs, mais « la gauche » s'est laissée contaminer par le virus libéral et s'est même montrée complice avec le néo-libéralisme : elle a vu alors dans les ressources de la classe moyenne le moyen de financer la lutte contre les inégalités et contre la pauvreté, qui est devenue sa préoccupation prioritaire, avec en parallèle une certaine

remise en cause de la protection sociale. Ainsi, la classe moyenne, ni assez pauvre pour bénéficier des aides sociales, ni suffisamment riche pour profiter des niches et autres réductions fiscales, est-elle délaissée aujourd'hui par « la gauche » dite moderne. On assiste même à un éclatement de la classe moyenne -sinon à sa disparition - en une classe moyenne supérieure qui s'est convertie au libéralisme même débridé et une classe moyenne inférieure qui souffre de déclassement et de frustration, et qui s'estimant trahie par la social-démocratie se réfugie dans les extrêmes.

Quatrièmement, la social-démocratie s'est avérée au pouvoir incapable de s'attaquer efficacement à la violence et à l'insécurité.

Cinquièmement, la chute du mur de Berlin et la revanche prise par le libéralisme économique à la Milton Friedman sur l'interventionnisme étatique à la J.-M. Keynes ont très atténué le clivage gauche-droite et anéanti les perspectives permettant de se projeter vers l'avenir, ce qui était l'apanage de la social-démocratie : celle-ci est devenue incapable de donner du sens, d'avoir une vision, d'élaborer un projet et, pour tout dire, de faire rêver.

Cette quintuple incapacité de la social-démocratie a conduit à l'immobilisme, à l'impuissance, voire à la trahison, et donc au désenchantement, au désaveu, à la défiance et à l'exaspération des citoyens ; d'où sa défaite, sa déroute.

Le vendredi 11, le Président de la BCE, Mario Draghi, fait une intervention lors de la conférence sur l'état de l'Union organisée comme chaque année à Florence par l'Institut universitaire européen.

Cette intervention est importante car elle esquisse, semble-t-il, un changement de doctrine du Président de la BCE.

La traduction des extraits les plus significatifs est la suivante :

« (...) Dans la littérature sur les zones monétaires optimales classiques (ZMO), l'appartenance à une union monétaire est un compromis : ce que ses membres perdent en termes d'outils nationaux de stabilisation est contrebalancé par de nouveaux mécanismes d'ajustement au sein de la zone monétaire. Ces mécanismes sont généralement considérés comme de la mobilité du travail et du capital, ainsi que comme des transferts fiscaux entre différentes parties de l'union. En d'autres termes, ils sont ex post et ont lieu après la récession. Aux États-Unis, qui est une union monétaire relativement efficace, l'ajustement ex post joue un rôle important. On estime que les transferts fiscaux par le biais du budget fédéral américain absorbent environ 10% des chocs, tandis qu'environ la moitié de la réponse à long terme à une augmentation du chômage se fait par la mobilité de la main-d'œuvre. Mais les résultats obtenus aux États-Unis ne sont pas sensiblement différents de ceux de la zone euro. Bien que la zone euro ne dispose pas d'un budget central important, les politiques budgétaires nationales peuvent encore assurer une stabilisation significative, à condition que les pays puissent utiliser librement la politique budgétaire. On estime que 49% d'un choc de chômage est absorbé par les stabilisateurs automatiques dans la zone euro, alors que le chiffre pour les États-Unis est de 32%. Des études ont montré une convergence progressive de la mobilité de la main-d'œuvre entre l'Europe et les États-Unis, reflétant à la fois une baisse de la migration interétatique aux États-Unis et une augmentation du rôle de la migration en Europe.

Là où la zone euro et les États-Unis diffèrent davantage, c'est en termes de partage ex ante des risques, c'est-à-dire de protection contre les chocs sur les marchés financiers. C'est un concept qui n'apparaît que plus tard dans la littérature sur les zones monétaires optimales. Mais il joue un rôle clé dans la stabilisation des économies locales dans une union monétaire, de deux manières. La première consiste à dissocier la consommation et le revenu au niveau local, ce qui se fait au moyen de marchés de capitaux intégrés. (...) La deuxième manière consiste à dissocier le capital des banques locales du volume de l'offre de crédit locale, ce qui passe par l'intégration de la banque de détail. Comme les banques locales sont généralement fortement exposées à l'économie locale, un ralentissement dans leur région d'origine entraînera des pertes importantes et les incitera à réduire leurs prêts à tous les secteurs. Mais s'il y a des banques transfrontalières qui opèrent dans toutes les parties de l'union, elles peuvent compenser les pertes subies dans la région touchée par la récession par des gains dans une autre, et continuer à accorder du crédit à des emprunteurs solides. (...) Globalement, on estime qu'environ 70% des chocs locaux sont lissés sur les marchés financiers aux États-Unis, les marchés de capitaux absorbant environ 45% et les marchés du crédit 25%. En revanche, dans la zone euro, le chiffre total est de seulement 25%. (...)

Les politiques dont nous avons besoin se divisent en deux catégories principales.

Tout d'abord, nous avons besoin de politiques qui rendent le système financier plus stable, à la fois en renforçant la résilience des banques et en complétant l'union bancaire et l'union des marchés de capitaux. La zone euro a déjà bien progressé sur ces fronts. Les réformes réglementaires post-crise ont considérablement renforcé le secteur bancaire. Les

L'EURO

ratios Common Equity Tier 1 des banques importantes sont passés de 8,7% en 2008 à 14,5% aujourd'hui. Au cours de la même période, les ratios de levier sont passés de 3,7% à 5,8%. [20] Et les banques disposent de liquidités et de financements beaucoup plus stables. La création de la surveillance bancaire européenne a également conduit à une approche plus uniforme de la surveillance des banques. Et le nouveau cadre de résolution de l'UE a fait passer le coût des faillites bancaires des souverains vers le secteur financier, ce qui crée un autre canal de partage des risques privés. (...)

Deuxièmement, un cadre incomplet pour la résolution des banques décourage également l'intégration transfrontalière. Lorsque la résolution n'est pas totalement crédible, elle peut inciter les autorités nationales à limiter les flux de capitaux et de liquidités afin d'avantager leurs déposants en cas de défaillance d'une banque. Mais lorsque le nouveau cadre de résolution de l'UE sera achevé et fonctionnera correctement, ces préoccupations concernant les déposants devraient être dissipées. La directive sur le redressement et la résolution des banques place déjà les déposants au sommet de la hiérarchie des créanciers dans la résolution. Et les nouvelles exigences minimales pour les fonds propres et les passifs éligibles devraient faire en sorte qu'il y ait une réserve suffisante de capacité d'absorption des pertes pour rendre la renflouement interne des déposants extrêmement improbable. Ce qui manque cependant, c'est un filet de sécurité pour le fonds de résolution unique. La résolution nécessite un financement, et le Fonds de résolution, qui est financé par les banques, veillera à ce qu'il soit financé par le secteur privé. Mais dans une crise très profonde, les ressources de ces fonds peuvent être épuisées. C'est pourquoi dans toutes les autres grandes juridictions, comme les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon, les fonds de résolution sont soutenus par l'autorité fiscale. (...)

Si nous voulons approfondir le partage des risques privés, le risque extrême de mauvais équilibres doit être éliminé et remplacé par des politiques qui conduisent à une convergence durable. Cela nécessite des actions à la fois au niveau national et au niveau de la zone euro. Aux yeux de nombreux observateurs, trois caractéristiques ont rendu les pays vulnérables aux spirales à la baisse : banques faibles, manque d'espace budgétaire et faible croissance. Stabiliser le secteur financier de la manière que je viens de décrire résoudrait une partie du problème. Mais le facteur commun qui unit les trois était la croissance. Des taux de croissance très faibles ont réduit l'espace budgétaire et nuï aux bilans des banques. Au niveau national, les réformes structurelles restent donc une priorité. Nous savons que les réformes structurelles stimulent la croissance : depuis les 15 à 20 dernières années, les pays de la zone euro dotés de structures économiques saines ont montré au départ une croissance réelle à long terme beaucoup plus élevée. Et nous savons qu'elles aident les pays à se remettre plus rapidement des chocs, ce qui empêche les récessions de laisser des cicatrices durables. Cela dit, alors que des politiques nationales saines sont essentielles pour protéger les pays de la pression du marché, la crise a montré que, dans certaines conditions, elles ne sont peut-être pas suffisantes. Les marchés ont tendance à être procycliques et peuvent pénaliser les États qui sont perçus comme vulnérables, au-delà de ce qui peut être nécessaire pour rétablir une trajectoire budgétaire durable. Et ce dépassement peut nuire à la croissance et, en fin de compte, aggraver la viabilité budgétaire. Cela crée le besoin d'une certaine forme de fonction de stabilisation commune pour éviter que les pays divergent trop en période de crise, comme cela a déjà été reconnu avec la création de deux mécanismes européens pour lutter contre les mauvais équilibres. L'un d'entre eux est les OMT de la BCE, qui peuvent être utilisés en cas de menace pour la stabilité des prix dans la zone euro et sont accompagnés d'un programme de gestion écologiquement rationnelle. L'autre est le MES lui-même. Mais la conditionnalité attachée à ses programmes en général implique également un resserrement budgétaire procyclique. Nous avons donc besoin d'un instrument budgétaire supplémentaire pour maintenir la convergence lors de chocs importants, sans avoir à surcharger la politique monétaire. Son objectif serait de fournir une couche supplémentaire de stabilisation, renforçant ainsi la confiance dans les politiques nationales. Il n'est pas conceptuellement simple de concevoir un tel instrument, car il ne devrait pas, parmi de nombreuses autres complexités, compenser les faiblesses qui peuvent et doivent être corrigées par les politiques et les réformes. Ce n'est pas juridiquement simple car un tel instrument devrait être compatible avec le traité. Et, comme nous l'avons vu dans nos discussions depuis longtemps, ce n'est certainement pas politiquement simple, quelle que soit la forme qu'un tel instrument pourrait prendre : de la fourniture de biens publics supranationaux - comme la sécurité, la défense ou la politique migratoire - à une capacité fiscale à part entière. Mais l'argument selon lequel le partage des risques peut contribuer à réduire considérablement les risques, ou par lequel la solidarité, dans certaines circonstances spécifiques, contribue à une réduction efficace des risques, est également convaincant dans ce cas, ainsi que notre travail sur la conception et le bon calendrier pour un tel instrument devrait continuer.

Cette année, la BCE fête ses 20 ans et l'année prochaine, nous serons en mesure de fêter les vingt ans de l'euro. Au cours de ces deux décennies, l'euro est devenu une caractéristique de nos vies et un symbole de notre identité européenne. Les trois quarts des citoyens de la zone euro soutiennent désormais la monnaie unique. Et quand on demande aux gens de nommer les éléments les plus importants de l'identité européenne, l'euro est le deuxième élément cité, après les valeurs de démocratie et de liberté. Les Européens ont appris à connaître l'euro et à faire confiance à l'euro. Mais ils attendent également de l'euro qu'il apporte la stabilité et la prospérité promises. Donc, notre devoir, en tant que décideurs, est de respecter leur confiance et de traiter les domaines de notre union que nous reconnaissons tous être incomplets ».

Nous soulignons dans cette déclaration les lignes qui nous semblent spécialement importantes, avec deux expressions-clés, nouvelles dans la bouche du Président de la BCE : une capacité budgétaire à part entière et une solidarité avec un partage des risques.

Mario Draghi se serait-il donc converti à la pensée macronienne ?

Le samedi 12, publication dans Le Monde d'un appel, signé par 420 personnalités issues de 30 pays, pour demander de repenser la place des salariés au sein des entreprises en vue de forger un nouveau modèle européen du travail ; autrement dit, pour remettre en cause la « suprématie actionnariale » qui est à l'œuvre en Europe depuis l'adoption en septembre 2002 des normes comptables IFRS2005.

D'ailleurs, l'une des réformes que propose cet appel est de ne pas laisser les règles comptables à l'organisme privé, l'IASCB (International Accounting Standards Board), qui produit ces normes IAS/IFRS en privilégiant la logique actionnariale. Parmi les autres réformes proposées, il y a le renforcement de la participation des salariés dans les entreprises. La suprématie actionnariale fait aussi l'objet de critiques fortes par P. Artus et M.-P. Virard dans leur dernier livre « Et si les salariés se révoltaient ? », paru fin mars chez Fayard. Le sous-titre du livre est évocateur : « pour un nouvel âge du capitalisme ». En effet, le problème posé va au-delà de la seule dimension comptable de la gestion de l'entreprise : la logique actionnariale imprime un style spécifique - et contestable - à la gouvernance des entreprises et influence - négativement - les politiques publiques, économiques et commerciales des pays occidentaux. Comme nous le montrons dans l'annexe à notre document « Marché et règles », consacrée à la libéralisation financière, et à laquelle nous renvoyons volontiers le lecteur, nous sommes passés au tournant des années 1970-1980 d'un capitalisme managérial à un capitalisme actionnarial. Comme le prouvent l'appel publié dans Le Monde et beaucoup d'autres manifestations, ce sont les excès du capitalisme actionnarial qui expliquent l'évolution actuelle de « l'esprit du capitalisme », pour reprendre l'expression de Luc Boltanski et Ève Chiapello.

Une preuve, parmi d'autres, de l'actualité de ce thème est la toute récente étude d'OxfamFrance (<https://www.oxfamfrance.org/actualites/justice-fiscale/cac-40-plus-profits-plus-dinegalites>), publiée le 11 de ce mois, dans laquelle on trouve en particulier l'information suivante :

Depuis 2009, sur 100 euros de bénéfices, les entreprises du CAC 40 ont en moyenne reversé 67,4 euros de dividendes aux actionnaires et seulement 5,3 euros sous formes de primes aux salariés.

CAC 40 : PRIORITÉ AUX ACTIONNAIRES

Depuis 2009, **sur 100 € de bénéfices**, les entreprises du CAC 40 ont en moyenne reversé :



#Loilnégalités #CAC40



En complément à cette statistique, on peut indiquer que l'écart de rémunération entre un dirigeant de ces entreprises du CAC40 et la moyenne de ses salariés est passé de 96 en 2009 à 119 en 2017. Le capitalisme actionnarial - et la financiarisation de l'économie - trouve donc son origine dans la révolution néolibérale (économique) ; et l'ordolibéralisme est une version particulière du néolibéralisme. Les populismes qui se propagent en Europe sont en grande partie une conséquence du rejet de « l'esprit du capitalisme » actuel (il suffit de penser à la situation politique en Italie : la version initiale - du 14 mai - du contrat de gouvernement entre la Ligue et le M5S contient des propositions explosives comme la sortie de l'euro pour retrouver la souveraineté monétaire, la renégociation des traités européens et l'annulation par la BCE d'une partie de la dette publique italienne).

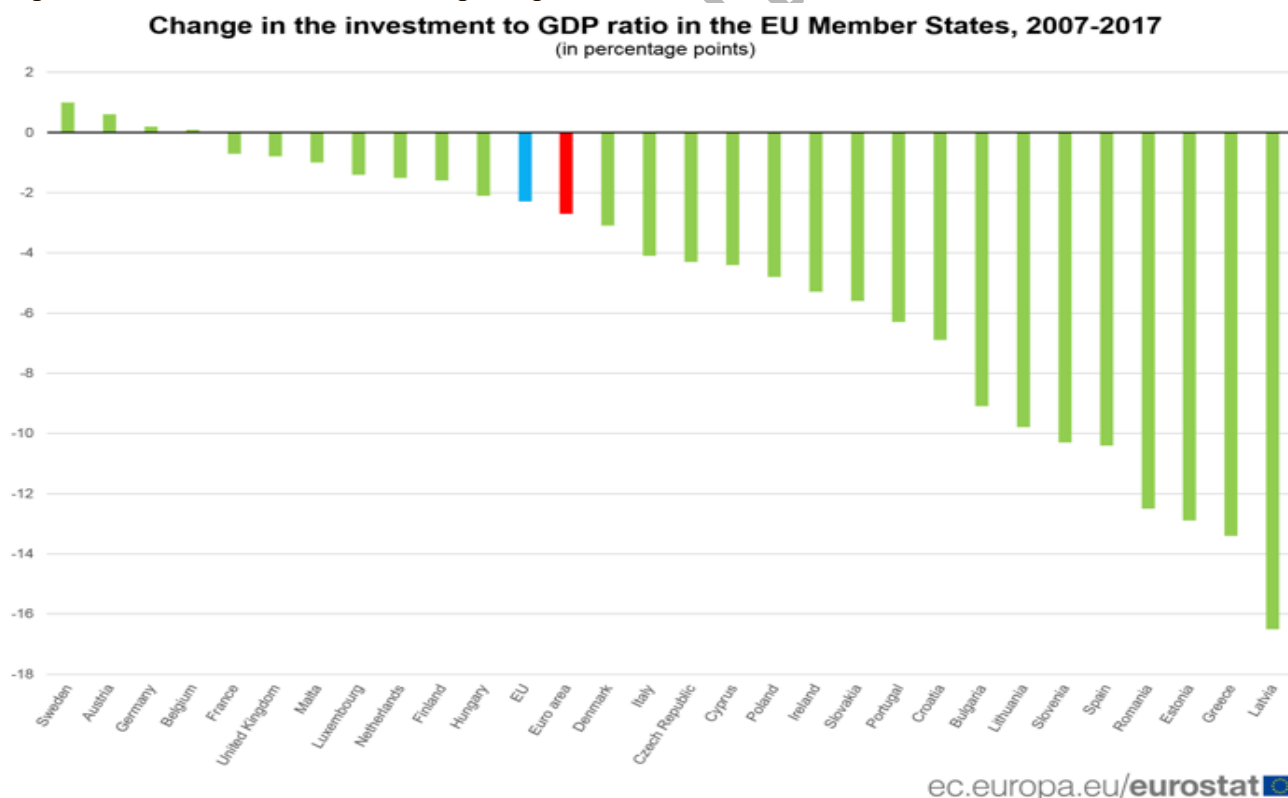
L'EURO

Le projet d'É. Macron pour l'Europe consiste peut-être à faire évoluer, certes de manière encore balbutiante, « l'esprit du capitalisme » : pour reprendre mon idée exprimée plus haut, il cherche à sa façon à accommoder et à amender au mieux l'ordolibéralisme qui domine en Europe en tentant d'amadouer le partenaire allemand. D'abord, É. Macron n'est pas sûr de réussir et ensuite, au risque de me répéter, la relance de l'idée européenne et le sauvetage de la zone euro nécessitent selon moi une stratégie plus radicale, une rupture avec le néolibéralisme, avec en particulier l'abandon de nombreux dogmes économiques et financiers et la concrétisation de nos principes de défense de la démocratie, des services publics, de la justice sociale et des visions de long terme.

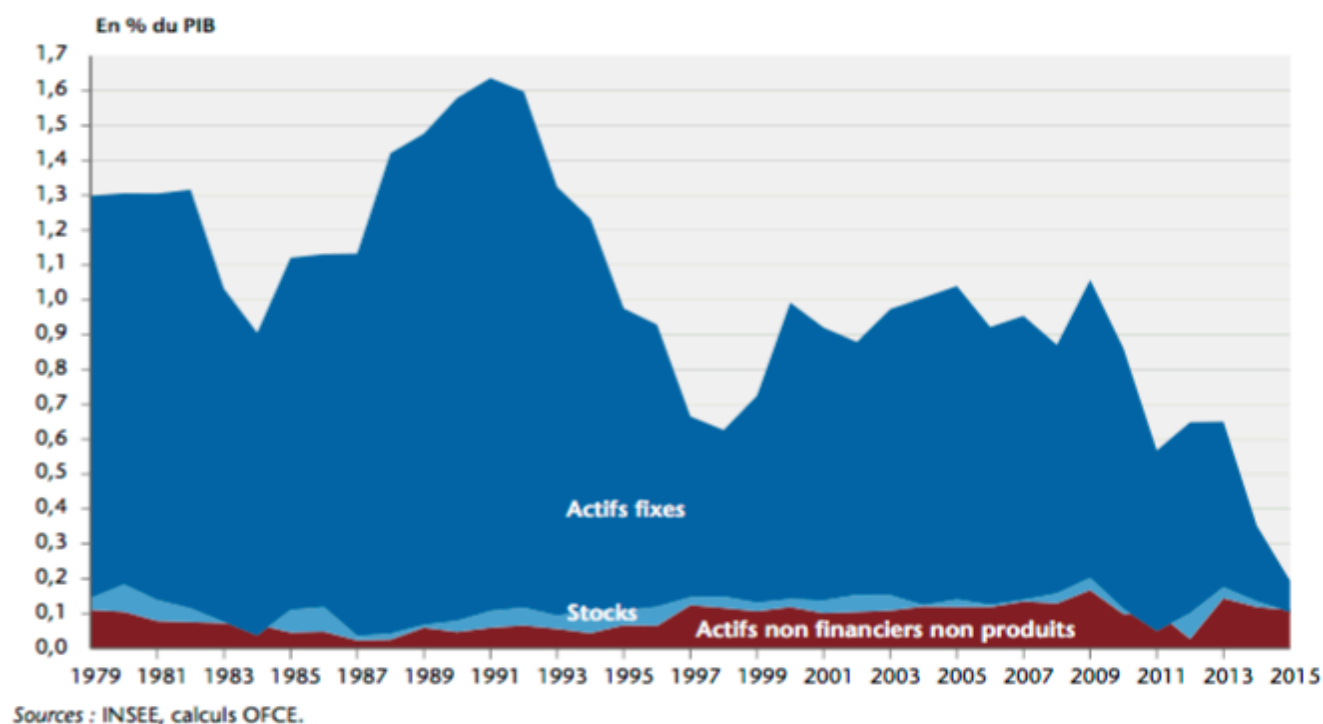
Deux indicateurs me semblent importants pour caractériser l'impact négatif sur longue période du néolibéralisme : le taux d'investissement et l'évolution des inégalités, qui est un marqueur de l'état de notre modèle social.

Concernant le taux d'investissement, voici ci-dessous trois statistiques.

- La première indique sur 10 ans (2007-2017) l'évolution (en points de pourcentages) du taux d'investissement total (public et privé) dans les pays de l'UE. Il saute aux yeux que l'évolution est globalement négative.
- La seconde indique l'évolution du taux d'investissement net des administrations publiques françaises entre 1979 et 2015 (l'investissement net est l'investissement brut, autrement dit total, diminué du montant de la dépréciation du capital : il permet donc de savoir si le stock de capital a augmenté ou non et dans quelle proportion). Suite à la crise de 2007-2008, le taux d'investissement public net connaît une véritable rupture. Cette rupture est telle qu'elle entraîne la chute de la valeur nette patrimoniale des administrations publiques.



Graphique 15. Flux net des actifs non financiers



Ce deuxième graphique est tiré de l'étude réalisée en 2016 par l'OFCE, intitulée « Investissement public, capital public et croissance » (<https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf-articles/actu/Rapport-FNTP-01-12.pdf>).

La conclusion de cette étude fait un rappel synthétique très utile des règles budgétaires européennes en vigueur et propose, comme alternative, une autre règle d'or budgétaire pour permettre à la fois une réduction de l'endettement public et une hausse de l'investissement public :

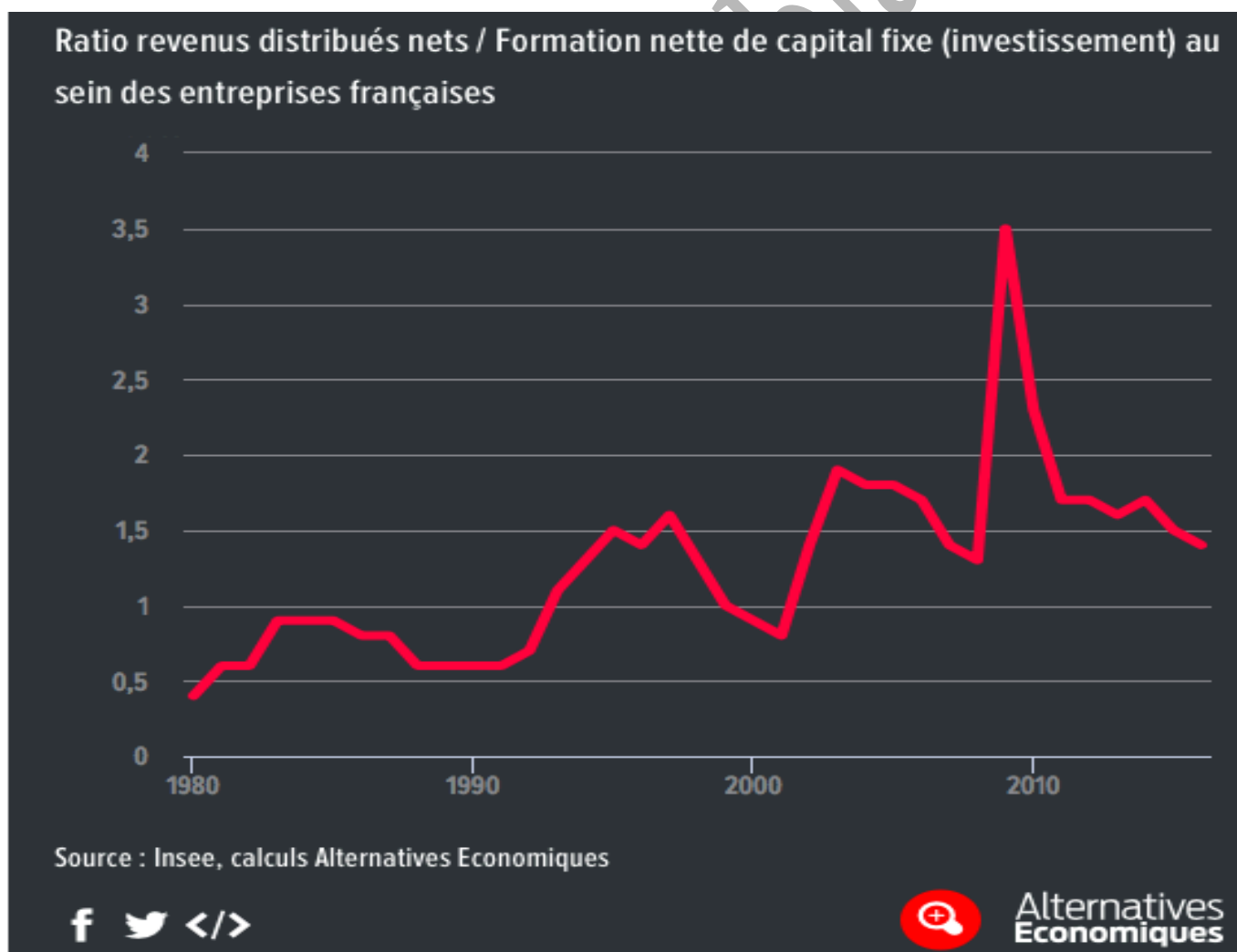
« (...) Outre les fameux critères de convergence portant sur le déficit public et la dette publique, (les deux premières règles), il faut sans doute rappeler que l'Union européenne s'est dotée de trois autres règles budgétaires. Ainsi, après l'augmentation sensible des ratios de dette sur PIB consécutive à la crise financière internationale, la révision du PSC intervenue en novembre 2011 a consacré la règle du retour de la dette publique au niveau de référence de 60 % du PIB à un rythme moyen d'un vingtième par an de l'écart de la dette par rapport à sa valeur de référence. Cette troisième règle est aussi inscrite dans le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) signé en mars 2012. Ensuite, pour les États membres en situation de déficit excessif, le solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles (le solde structurel), *déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires, doit s'améliorer chaque année d'au moins 0,5 % du PIB de manière à assurer la correction du déficit excessif.* Enfin, la cinquième et dernière règle budgétaire européenne à ce jour est la « règle d'or » selon laquelle tous les États membres doivent atteindre un budget équilibré, soit un déficit structurel à moyen terme d'au plus 0,5 % du PIB. Contrairement aux quatre règles précédentes, la règle d'or n'est inscrite que dans le TSCG, ratifié par 25 États membres (tous sauf la République tchèque, le Royaume-Uni et la Croatie) et entré en vigueur progressivement depuis le 1^{er} janvier 2013. Il reste à rappeler que la première et la cinquième règles peuvent ne pas s'appliquer, temporairement, en cas de circonstances exceptionnelles. (...)

Il existe cependant une autre « règle d'or des finances publiques » possible, moins allemande dans sa présentation : plutôt que de vanter les mérites de l'équilibre budgétaire ou ceux de la contrainte, cette autre règle d'or promeut l'investissement public et propose que l'équilibre budgétaire soit assuré au cours du cycle entre les dépenses de fonctionnement et les recettes fiscales et non fiscales. À ce titre, le déficit public ciblé par les règles budgétaires devrait exclure les dépenses d'investissement des administrations publiques qui seraient financées par des émissions d'obligations d'État.

Une telle règle d'or a au moins quatre avantages. Le premier est son caractère sensé : au lieu d'adopter une vision comptable du fonctionnement de l'économie et des effets que peut avoir l'État sur celle-ci, la règle d'or introduit l'idée que la politique budgétaire peut à la fois servir à stabiliser l'économie

(les dépenses sociales atténuent les ralentissements d'activité, mais doivent être compensées sur le cycle par les contributions sociales) et engendrer une augmentation et une amélioration des infrastructures publiques qui produisent un effet multiplicateur positif. Exclure les dépenses d'investissement du déficit ciblé à court terme, c'est aussi accepter l'idée, somme toute sensée, que le remboursement des dettes engendrées par ces dépenses le sera par les générations qui profiteront effectivement de leurs bienfaits : les générations futures. Le deuxième avantage est que cette règle d'or doit pouvoir influencer l'activité économique privée, donc avoir un effet d'entraînement. A court terme, la relance de l'investissement public produit une augmentation immédiate de la demande ; à plus long terme, elle produit une amélioration des capacités d'offre des entreprises. Elle a donc des effets bénéfiques sur la production potentielle. Le troisième avantage est d'octroyer des marges de manœuvre budgétaires aux États qui l'appliqueraient. Si la cible de déficit public restait de 3% du PIB mais excluait les dépenses d'investissement, les gouvernements disposeraient de deux marges de manœuvre : d'une part, leurs dépenses de fonctionnement pourraient augmenter du montant des dépenses d'investissement initiales, sans dépasser la limite des 3 % du PIB ; d'autre part, les dépenses d'investissement pourraient augmenter au-delà de leur montant initial, là aussi sans renoncer à la cible de déficit. Le quatrième avantage est de mettre fin à la disette d'investissement public à laquelle les États s'astreignent dès qu'ils sont contraints de limiter leurs déficits et leurs dettes publics pour correspondre à la vision comptable des finances publiques véhiculée par la Commission européenne (...) ».

- La troisième statistique se trouve dans une livraison d'Alternatives économiques.fr du 21 mai :



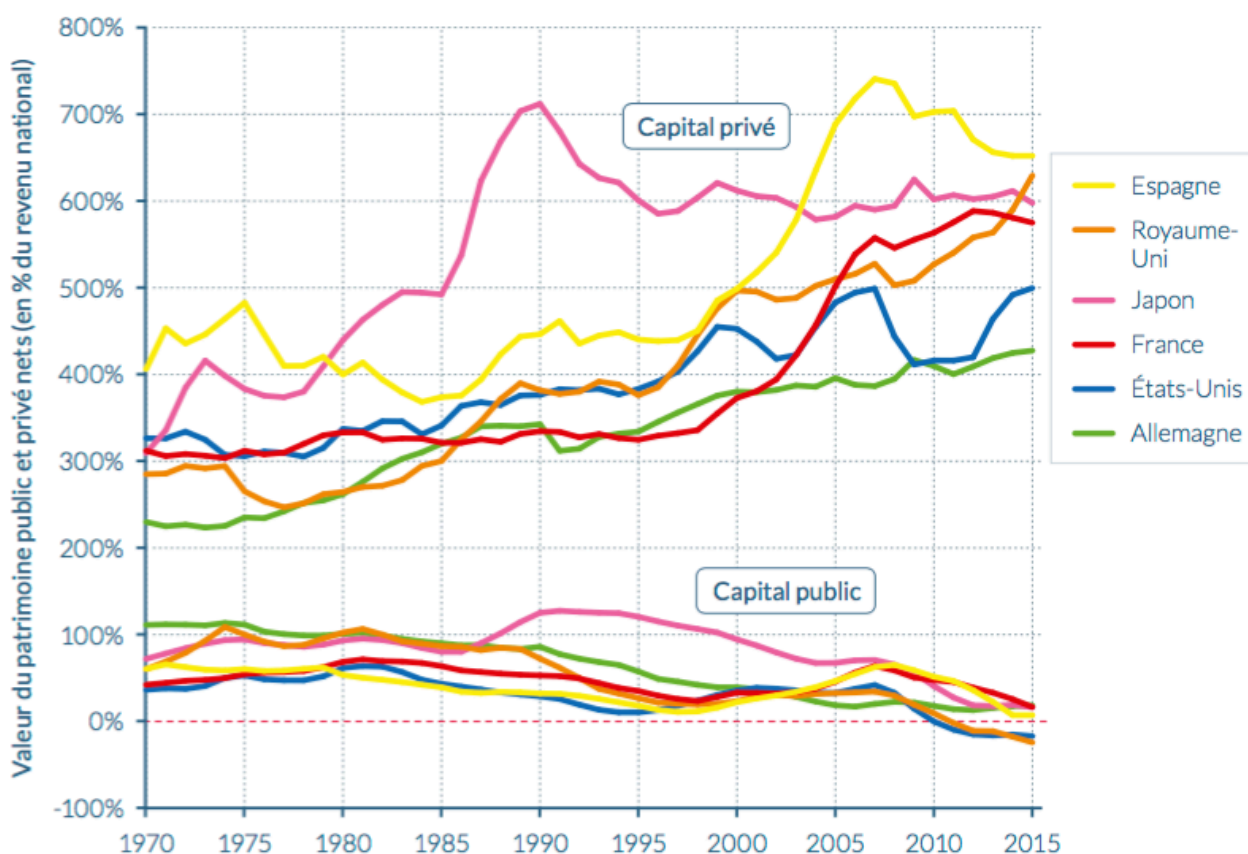
Ce graphique montre qu'en tendance, même si la situation s'améliore actuellement, les dividendes versés aux actionnaires ont commencé à partir des années 1990 à peser pour les entreprises françaises davantage que les investissements nets effectués.

Concernant le devenir de notre modèle social, anticipé au travers de l'évolution des inégalités, voici ci-dessous trois apports :

- D'abord, quelques résultats trouvés dans le « World Inequality Report 2018 » (<http://wir2018.wid.world/files/download/wir2018-summary-french.pdf>) :

« (...) Les inégalités économiques sont en grande partie le fait de l'inégale répartition du capital. Celui-ci peut être détenu soit par le secteur privé, soit par le secteur public. Nous montrons que, depuis 1980, de très importants transferts de patrimoine public à la sphère privée se sont produits dans presque tous les pays, riches ou émergents. Alors que la richesse nationale a augmenté de manière substantielle, la richesse publique est aujourd'hui négative ou proche de zéro dans les pays riches. Cette situation limite vraisemblablement la capacité d'action des États contre les inégalités, et elle a assurément des conséquences importantes pour les inégalités de patrimoine entre individus. (...)

Montée du capital privé et déclin du capital public dans les pays riches, 1970-2016



Source : WID.world (2017). Voir wir2018.wid.world pour les séries et les notes.

En 2015, la valeur du patrimoine public net (ou capital public net) aux États-Unis était négative (-17 % du revenu national net), tandis que la valeur du patrimoine privé net (ou capital privé net) s'élevait à 500 % du revenu national. En 1970, le patrimoine public net représentait 36 % du revenu national, contre 326 % pour le patrimoine privé net. Le patrimoine privé net est égal aux actifs privés (immobiliers, professionnels et financiers) moins les dettes privées. Le patrimoine public net est égal aux actifs publics moins les dettes publiques.

- Ensuite, les réflexions faites en janvier de cette année par J. Bontemps et A. de Castet dans « Les notes de l'Institut Diderot » (<http://www.institutdiderot.fr/wp-content/uploads/2018/01/Lavenir-de-notre-modèle-social-français.pdf>) :

« (...) le modèle social à la française, ici compris au sens large (protection sociale, dialogue social, politiques sociales), constitue le socle de notre cohésion nationale. Il est aujourd'hui fragilisé. Entre les tenants de sa conservation et ceux qui souhaitent son démantèlement progressif, nous affichons notre position : maintien et transformation de notre modèle social à l'aune de nouvelles solidarités. Cette transformation implique de faire face à de multiples défis, parmi lesquels la réduction de la fracture territoriale et des inégalités. De fait, de nombreuses inégalités subsistent en France : qu'elles soient sociales, intergénérationnelles, territoriales, elles sont souvent cumulatives et touchent particulièrement les femmes. Ainsi, les familles monoparentales (le plus souvent des femmes seules

avec enfants) sont particulièrement exposées au chômage et à la précarité. Avons-nous encore les moyens de notre modèle social ? Nous sommes à la croisée entre plusieurs logiques de protection sociale (assurance et assistance) et plusieurs modes de financement (cotisations et impôt). Il n'est plus possible d'augmenter le poids des dépenses sociales dans notre PIB, mais il est possible d'être plus efficace sans remettre en cause nos principes de justice sociale et de solidarité (...) ».

• Enfin, Le Monde publie dans son édition des 13-14 mai une réflexion intéressante sur la mesure du nombre de « travailleurs pauvres » en Allemagne et en France. Les chiffres réalisés par l'OCDE et par Eurostat n'aboutissent pas à la même conclusion parce que les méthodes utilisées ne sont pas les mêmes :

« En 2015, la part de travailleurs pauvres (vivant sous le seuil de pauvreté, à 50 % du revenu médian) était de 3,7 % en Allemagne, soit deux fois moindre que celle de l'Hexagone, à 7,1 %, selon les chiffres publiés, le 8 mai, par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). (...) Selon les données de l'office statistique de l'Union européenne, fréquemment citées sur le sujet, 9,5 % des travailleurs allemands étaient considérés comme pauvres en 2016, contre 7,9 % pour les Français. Soit un constat bien différent de celui de l'OCDE. Mais alors, qui dit vrai ? « Les deux, car ces données ne mesurent pas exactement la même chose », explique Stefano Scarpetta, directeur de la division emploi à l'OCDE. (...) Si l'on schématise, Eurostat regarde la part des travailleurs pauvres pris individuellement par rapport à l'ensemble des personnes en activité, tandis que l'OCDE mesure le pourcentage des personnes membres d'un ménage vivant sous le seuil de pauvreté, et où au moins l'un des adultes travaille. (...) Le taux de chômage est plus bas chez nos voisins (3,4 % en mars, contre 8,8 % chez nous), tandis que leur taux d'emploi, c'est-à-dire la proportion de personnes disposant d'un emploi parmi celles en âge de travailler, est à 75,6 %, soit 10 points de plus que le nôtre (65,2 %). Il y a donc beaucoup plus de ménages allemands où les deux adultes travaillent, ce qui explique que les chiffres de l'OCDE soient plus bas. D'autant que les Français font plus d'enfants. (...) « Ces chiffres éclairent surtout les différences de modèles choisis par nos pays », commente Patrick Artus, économiste chez Natixis. L'Allemagne a fait le choix d'inclure un maximum de personnes dans l'emploi, quitte à ce que certains métiers soient plus précaires. (...) C'est d'ailleurs la grande faiblesse du modèle français, car elle fait grimper les inégalités de revenus entre ceux inclus et ceux exclus de l'emploi. « Voilà pourquoi les inégalités de revenus avant redistribution sont plus élevées en France qu'aux États-Unis ou en Allemagne, mais elles sont largement corrigées, ensuite, par les transferts sociaux, ajoute M. Artus. Pour les réduire, nous avons intérêt à améliorer l'éducation et la formation pour faire revenir un maximum de personnes sur le marché du travail. »

Le chômage est incontestablement en France le problème économique et social majeur. Les politiques d'austérité menées depuis plusieurs années n'ont fait que l'aggraver, quantitativement et structurellement, et les règles budgétaires auxquelles on se plie compliquent excessivement son traitement.

Vendredi 18, en Italie, le Mouvement 5 Étoiles - M5S - annonce par Internet le programme finalement mis au point avec la Ligue pour gouverner l'Italie. Ce programme, de 58 pages, contient 30 points. Il n'est plus fait mention d'une sortie de l'euro mais il veut « revoir, avec les partenaires européens, le cadre de la gouvernance économique », y compris la monnaie unique, pour « revenir à la situation des origines dans laquelle les États européens étaient mus par une intention sincère de paix, de fraternité, de coopération et de solidarité ». Il y a une critique forte contre la politique d'austérité : « l'action du gouvernement visera un programme de réduction de la dette publique non pas par des recettes fondées sur les impôts et l'austérité, des politiques qui n'ont pas atteint leur objectif, mais plutôt via l'augmentation du PIB à travers la relance de la demande interne ». On retrouve dans ce programme deux promesses-phares de la coalition : une réforme fiscale « courageuse et révolutionnaire » (qui prévoit notamment le remplacement de l'IR progressif par une « flat tax ») et l'instauration d'un « revenu de citoyenneté ». Les mesures annoncées semblent très largement incompatibles non seulement entre elles mais surtout avec les principes européens. D'ailleurs, la coalition « gialloverde » prévoit une renégociation des traités mais en attendant le futur gouvernement

italien va entrer frontalement en conflit avec Bruxelles ; et faire monter les inquiétudes chez les partenaires européens et chez les investisseurs internationaux.

La situation est grave car l'Italie est à la fois l'un des pays fondateurs de la construction européenne et la 3^{ème} économie de l'UE et de la zone euro.

L'arrivée au pouvoir en Italie de cette coalition anti-système est une grosse épine supplémentaire dans le pied d'E. Macron pour faire avancer son projet européen. Le Président français apparaît peut-être comme le nouveau leader européen mais il est de plus en plus seul. L'avenir de l'UE et de la zone euro s'assombrit encore un peu plus.

Le samedi 19, le Journal Le Monde fait paraître une analyse importante sur « les promesses vacillantes de l'euro » où on peut lire notamment :

Le dimanche 20, lors d'une émission radio-télévisée, le ministre de l'économie français Bruno Le Maire déclare à propos de la situation politique en Italie que « si le nouveau gouvernement prenait le risque de ne pas respecter ses engagements sur la dette, le déficit, mais aussi l'assainissement des banques, c'est toute la stabilité financière de la zone euro qui serait menacée. (...) Les engagements qui ont été pris par l'Italie valent quel que soit le gouvernement. Je respecte la décision souveraine du peuple italien, mais il y a des engagements qui dépassent chacun de nous ». Immédiatement, les responsables italiens répliquent : dans un tweet, Matteo Salvini, le chef de La Ligue, répond qu'« un ministre français "avertit" le futur gouvernement : ne changez rien ou il y aura des problèmes. Encore une invasion de terrain inacceptable. (...) Je n'ai pas demandé les votes et la confiance pour continuer sur la route de la pauvreté, de la précarité et de l'immigration. Les Italiens d'abord ! ».

Suite à la mise en garde de B. Le Maire adressée aux nouveaux gouvernants italiens, je ne sais pas s'il faut en rire ou en pleurer. Il est en effet assez risible que notre ministre de l'économie soit un donneur de leçon à un moment où la France est encore soumise à une procédure pour déficit excessif, alors que la Grèce en est sortie en septembre dernier et que la France reste le seul pays de la zone euro, avec l'Espagne, à être soumis à cette procédure. Et il est bien triste de constater que B. Le Maire, responsable politique français depuis longtemps, n'ait pas conscience que ce qui arrive en Italie, c'est-à-dire un épisode de plus dans la montée des populismes en Europe, est le résultat de la politique économique inspirée de l'ordolibéralisme allemand, d'une technocratie bruxelloise qui défie la démocratie et de divers événements qui disqualifient sur le plan moral les élites européennes, tels que le double « juncker-gate » que constituent l'élection de J.-C. Juncker à la Présidence de la Commission et la nomination scandaleuse de son chef de cabinet, Martin Selmayr, comme secrétaire général. De tout cela, comme beaucoup d'autres, B. Le Maire est le complice.

L'exemple italien doit nous servir de leçon : il m'amène personnellement à me demander si en gouvernant au centre, c'est-à-dire en même temps à droite, plus ou moins, et à gauche, plus ou moins, on ne risque pas, si les électeurs sont trop déçus, de faire le lit des extrêmes. Car « les extrêmes se touchent et se confondent », comme on le lit dans Le Kybalion, et comme le prouvent en Italie les suites de l'échec de Matteo Renzi, le « Macron italien ».

Le mardi 22, dans la Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ), « Nous, 154 professeurs d'économie, mettons en garde contre l'édification d'une union monétaire et bancaire européenne se dirigeant encore plus vers une union de la dette ». Selon ces économistes réputés, les propositions d'E. Macron pour l'Europe « impliquent de grands risques pour les citoyens européens ».

Dans un contexte politique allemand qui pouvait laisser espérer que la nouvelle coalition ait moins de réticences face aux propositions d'E. Macron, cette déclaration conforte les déceptions déjà ressenties après les positions défendues par le nouveau ministre des finances. Et à cela s'ajoute la vision anti-système et anti-européenne de la nouvelle coalition italienne...

Mercredi 23, en Italie, après d'âpres tractations entre La Ligue et M5S et malgré les importantes critiques faites au sujet des malhonnêtetés que comporte son CV, Giuseppe Conte est nommé par le Président de la République comme Président du conseil et il est chargé de former le nouveau gouvernement.

Ce même mercredi, à Bruxelles, la Commission européenne propose que la France sorte de la procédure pour déficit excessif ouverte contre elle depuis 2009. Il va falloir que cette proposition soit prochainement entérinée par l'Écofin pour qu'elle devienne effective en juillet. L'Espagne restera encore pour plusieurs mois le seul État membre de la zone euro soumis à la procédure pour déficit excessif. Et reste à la France le soin d'avoir, conformément à l'article 3 du traité budgétaire européen, un déficit structurel de 0,5% du PIB maximum.

Jeudi 24, réunion de l'Eurogroupe. Le cas grec fait à nouveau partie des discussions. Après avis des créanciers de la Grèce et la présentation par gouvernement grec de sa stratégie économique post-programme d'aide, la Commission a établi un document de 90 points de réforme que la Grèce doit réaliser pour clore d'ici mi-juin dans de bonnes conditions le 4^{ème} et dernier examen du 3^{ème} plan d'aide qui doit se terminer le 20 août. Le gouvernement grec accepte : l'Eurogroupe s'en félicite et pense que cela est un facteur favorable pour envisager un allègement de la dette grecque lors de la prochaine réunion du 21 juin.

Vendredi 25, dans l'Œil du philosophe que publie régulièrement le journal Les Échos, Roger-Paul Droit termine ainsi sa chronique : « Aujourd'hui, le plus probable semble que l'Europe continue à vivoter comme bureaucratie réglementaire et finisse par péricliter comme organisation politique. Sans doute le volontarisme d'Emmanuel Macron pourra-t-il retarder l'agonie. Ou peut-être parviendra-t-il à transformer l'histoire. Mais par quel miracle ? Cette éventualité n'est pas à exclure, mais sa probabilité paraît bien faible, et les voies de cette résurrection européenne, très difficiles à concevoir. Car il ne suffira pas de paroles, fussent-elles belles et justes, ni "d'Hymne à la joie" si l'on veut éviter un requiem ».

On ne peut pas mieux dire !

Ce même vendredi se termine à Bruxelles la réunion de l'Eurogroupe : les ministres des finances français (B. Le Maire) et allemand (O. Scholz) annoncent qu'ils sont parvenus à un accord auquel se sont ralliés leurs homologues de la zone euro (la Grèce et l'Italie se sont abstenues) sur ce que les spécialistes appellent le « parquet bancaire » (renforcement de la liquidité bancaire, augmentation du capital que les banques doivent avoir pour absorber d'éventuelles pertes) Pour les Allemands et d'autres pays du Nord, ce « paquet bancaire » constitue un préalable pour aller vers davantage de solidarité entre les « États membres. « Cet accord marque une étape cruciale pour faire du secteur bancaire européen le plus robuste et le plus stable du monde » dit B. Le Maire. « Il s'agit d'un moment très important pour nos prochaines discussions sur l'Union économique et monétaire », considère O. Scholz. Et B. Le Maire rajoute : « Il s'inscrit dans le projet d'approfondissement de la zone euro porté par le président de la République et ouvre la voie aux propositions communes que feront la France et l'Allemagne en vue du Conseil européen [des 28 et 29 juin]. Nous sommes déterminés à réussir. C'est maintenant ou jamais ».

Le fait que ce soit presque systématiquement le « couple franco-allemand » qui définisse les enjeux, les « feuilles de route » et le calendrier peut entraîner des ressentiments chez les partenaires ; en particulier chez les Italiens...

C'est également ce vendredi 25 que le premier ministre français, Édouard Philippe, annonce la reprise par l'État de 35 milliards d'euros de la dette de la SNCF, dette qui est l'un des points de conflit entre la SNCF et ses salariés. Il est fort probable que cette décision ait des conséquences sur la trajectoire des finances publiques françaises.

Dimanche 27, en Italie, le président Sergio Mattarella refuse la nomination de Paolo Savona, proposé par Giuseppe Conte en tant que président du conseil au nom de la coalition entre La ligue et le Mouvement 5 Étoiles (M5S), et considéré comme très euro-sceptique, voire anti-euro, pour occuper le poste de ministre de l'économie. En conséquence, Giuseppe Conte renonce aussitôt à sa nomination comme Président du conseil, faisant entrer l'Italie dans une nouvelle crise politique. S. Matterella va proposer un « gouvernement du Président », c'est-à-dire un gouvernement « technique » pour conduire les affaires courantes en attendant de nouvelles élections.

Alors que la décision du Président de la République italienne est saluée en Europe, spécialement en Allemagne, elle est très fortement critiquée par la coalition La Ligue - M5S pour laquelle l'Italie devient « l'esclave de l'Allemagne et de la France ».

Comme en France en 2005, la situation italienne illustre l'opposition possible entre l'État de droit et le vote populaire. En France, c'était entre le referendum négatif sur le projet de Constitution européenne et le Parlement qui ratifie une reformulation du texte dans le traité de Lisbonne. En Italie, c'est cette fois-ci, entre le Président de la République et le résultat des élections législatives : car la décision de Matterella, tout-à-fait légale, entre en opposition avec le résultat des élections en faveur des partis populistes.

La décision du Président Matterella me pose d'emblée la question de savoir qui est Paolo Savona, lui qui a été ainsi au centre du jeu politique italien et à l'origine de la crise politique.

De ma bien modeste place, et ne connaissant que très imparfaitement le personnage, je viens de lire quelques citations de P. Savona qui me paraissent utiles pour mieux apprécier sa pensée sur l'Europe et sur l'euro.

Cet économiste, spécialisé en analyse monétaire, et homme politique, se présente comme un fervent soutien du projet européen mais ne veut pas d'un État supranational. Pour lui, l'euro est « une créature mal construite et c'est l'inquiétude de ma vie professionnelle ». « Il n'y a pas d'Europe mais une Allemagne entourée de peureux », « l'Allemagne a pensé et créé l'euro pour contrôler et exploiter les autres pays européens de manière coloniale ». « Berlin n'a pas changé de point de vue sur son rôle en Europe après la fin du nazisme, tout en ayant abandonné l'idée de l'imposer militairement ».

Sur le plan analytique, les conclusions de P. Savona méritent un vrai débat.

L'opposition radicale du Président Matterella à Paolo Savona signifierait-elle que le Président italien est lui aussi sous la charme de l'ordolibéralisme ? Mais, à sa décharge, il est assez évident que la coalition La Ligue-M5S ressemble au mariage de la carpe et du lapin...

Lundi 28, le Président italien Sergio Mattarella propose à Carlo Cottarelli, ancien fonctionnaire du FMI, réputé pour son orthodoxie financière (il est parfois appelé « Monsieur Ciseaux »), de former un gouvernement technique. Comme l'écrit aussitôt Yanis Varoufakis, l'ancien ministre grec des finances, « la formation d'un nouveau gouvernement technique sous la férule d'un ancien apparatchik du FMI, c'est un cadeau fantastique pour M. Salvini ».

Y. Varoufakis n'a sans doute pas tort car, par cette nomination, S. Mattarella donne l'impression de mépriser complètement l'avis exprimé par le peuple italien en en prenant l'exact contrepied.

Mardi 29, le journal Le Monde fait paraître un article des économistes J.-L. Gaffard et F. Saraceno, dont le titre est « La social-démocratie doit se rénover pour contrer le populisme ».

Comme je partage personnellement de nombreuses réflexions faites par les auteurs, qu'il me soit permis de citer celles qui me semblent particulièrement importantes :

(...) Chacun devrait, pourtant, se rendre compte qu'au nom d'une certaine lecture de la concurrence, prétendument libre et non faussée, et de l'orthodoxie budgétaire, singulièrement en Europe, la croissance a été bridée, la précarité s'est accrue, une fracture sociale et territoriale a pris place, toutes choses qui expliquent la montée du populisme autant sinon plus que le phénomène migratoire. Loin de l'émergence vantée d'une société ouverte et égalitaire, ce sont des sociétés fragmentées qui ont vu le jour avec en perspective, non pas le dépassement des États, mais le retour des conflits d'intérêts et l'instauration de formes despotiques si, d'aventure, le populisme finissait par l'emporter. (...) Ne serait-il pas temps, au contraire, pour cette social-démocratie de se préoccuper, comme elle l'a fait dans le passé, d'une instabilité récurrente des économies de marché, que seule peut contrarier une régulation publique, et de rechercher les nouveaux moyens de la mettre en œuvre dans un monde ouvert ? Au lieu de s'en tenir à invoquer la nécessaire solidarité sociale et humanitaire sans s'en donner les moyens économiques et politiques. Rechercher stabilité économique et cohésion sociale, c'est refuser des réformes qui se traduisent par une précarité accrue au sein des classes populaires. (...) Rechercher stabilité économique et cohésion sociale, c'est reconnaître que les États-nations jouent un rôle essentiel dans la conduite de la mondialisation en étant les pourvoyeurs des biens publics – du respect de la loi à la stabilisation macroéconomique – qui sont nécessaires au bon fonctionnement des marchés, ainsi que nous le rappelle l'économiste Dani Rodrik (« The Trouble with Globalization », dans The Milken Institute Review, 2017). Rechercher stabilité économique et cohésion sociale, s'agissant des entreprises, c'est, au lieu de relativiser leur objectif légitime de profit, reconnaître qu'elles constituent une coalition d'intérêts communs à long terme qui implique de faire une place significative aux salariés dans les modes de gouvernance, au lieu de prendre uniquement en compte le pouvoir des actionnaires. Rechercher stabilité économique et cohésion sociale, c'est reconnaître qu'il est nécessaire pour ces mêmes entreprises de disposer d'un capital patient (capital investi pour obtenir des gains pas essentiellement financiers ou sur le long terme) et concevoir en conséquence les réformes nécessaires de l'organisation bancaire et du pouvoir actionnarial au niveau national comme au niveau européen. Enfin, rechercher stabilité économique et cohésion sociale, c'est reconnaître qu'il est nécessaire pour les États, particulièrement en Europe, de retrouver le chemin de coopérations mutuellement avantageuses. C'est à cette fin qu'il

L'EURO

faut concevoir les clauses de sauvegarde à même de donner le temps aux acteurs de s'adapter aux évolutions sans coût social, qu'il faut refuser toute forme de dumping fiscal ou social, qu'il faut s'engager dans la voie du maintien et de l'extension géographique des dispositifs constitutifs d'un droit des sociétés, d'un droit social, d'un droit fiscal et d'un droit de l'environnement répondant aux objectifs de solidarité et d'efficacité. (...) ».



Les effets de la crise italienne sur l'évolution du cours de l'euro par rapport au dollar sont certains mais n'ont duré véritablement que deux jours comme le montre le graphique suivant :



Cela dit, la crise a bel et bien un impact important sur les Bourses mondiales et sur les spreads de taux, en particulier entre les obligations d'État italiennes et allemandes, parce que les marchés, s'ils

ont été un moment rassurés par le veto du président italien sur la nomination de Paolo Savona au ministère de l'économie et par la demande qu'il a faite à Carlo Cottarelli de constituer un gouvernement, sont bien conscients que l'Italie est entrée dans une crise politique, économique et financière grave.

Le mardi 29, lors d'une interview radiodiffusée, le commissaire européen Günther Oettinger prétend que « les marchés vont apprendre aux Italiens à bien voter ». Pour reprendre plus complètement son propos, il a dit : « Je suis inquiet et je m'attends à ce que dans les semaines à venir les développements pour l'économie de l'Italie pourraient être si drastiques que cela pourrait être un signal possible aux électeurs de ne pas choisir des populistes de gauche et de droite. » De toute façon, cette déclaration a déclenché immédiatement de très fortes réactions, en Italie d'abord, bien sûr, mais aussi de J.-C. Juncker lui-même qui a admis que « le sort de l'Italie ne saurait dépendre des injonctions que pourraient lui adresser les marchés financiers ». M. Oettinger s'est excusé en assurant qu'il « ne voulait pas manquer de respect aux Italiens ».

Lors de la deuxième moitié de la dernière journée du mois, donc du jeudi 31, coup de théâtre à Rome. Dans l'après-midi, les responsables des deux partis populistes italiens, Luigi Di Maio, de M5S, et Matteo Salvini, de La Ligue, annoncent un nouvel accord de gouvernement. Après cette annonce, M. Cottarelli, pressenti par le Président de la République Mattarella pour former un gouvernement d'experts après le refus présidentiel de voir Paolo Savona, réputé anti-euro, devenir ministre de l'économie et des finances, se retire. Très peu après, les deux partis de la coalition proposent - à nouveau - Giuseppe Conte comme Président du conseil. Lequel, propose au Président de la République la liste des membres du gouvernement qu'il souhaite former. Le Président Mattarella l'accepte. Luigi Di Maio et Matteo Salvini sont tous les deux vice premiers ministres, le premier comme ministre du développement économique et des politiques sociales, et le second comme ministre de l'intérieur. C'est Giuseppe Tria, professeur d'économie favorable à l'euro, qui devient ministre de l'économie et de finances. Paolo Savona est dans la liste des ministres, au poste des affaires européennes...

Cela étant, il est intéressant de savoir ce que pense Giuseppe Tria de l'euro. Pour cela, citons certaines de ses déclarations passées :

Dans le quotidien économique Il Sole 24 Ore du 8 mars 2017, il écrivait :

« À soixante ans du Traité de Rome, les conquêtes sur la voie de l'intégration européenne, l'Union européenne et la monnaie unique, apparaissent beaucoup plus fragiles et précaires qu'on n'aurait pu l'imaginer il y a quelques années. La croissance des mouvements anti-européens dans toute l'Europe est une réalité, même si avec des caractéristiques et un poids différents, dans les principaux pays de la zone euro. (...) Pour comprendre la portée du phénomène, il faut repartir des trois grands échecs de l'Union monétaire, auxquels s'ajoutent d'importants succès mais qui n'effacent pas les échecs.

L'échec du processus de convergence et d'élimination des déséquilibres macroéconomiques intérieurs.

L'échec de la coordination des politiques macroéconomiques, à savoir entre politique monétaire et politique fiscale.

L'échec de la correction des équilibres extérieurs ».

Et, lors d'un séminaire qui s'est tenu l'an dernier :

« L'excédent commercial de l'économie allemande montre que la politique d'expansion monétaire, sans une politique favorisant la convergence économique entre les différents pays, ne fait qu'alimenter le déséquilibre qui nous place en situation conflictuelle avec le reste du monde. (...) L'Europe à traction allemande n'a pas voulu délibérément comprendre, ce qui est une erreur, que l'excès de vertu (l'excédent des fourmis) fait plus de dommages que l'excès de déficit (des pays cigales). Et les mesures prises pour faire face à la crise qui en a découlé n'ont eu pour effet que d'aggraver la situation, plutôt que de la résoudre ».

Et, sur la question de savoir si l'Italie doit sortir de l'euro :

« Je considérerais une erreur de répondre oui et il faut répondre non à cette question, même s'il faut préciser. Nous devons créer les conditions pour la survie de l'euro et il faut aller dans la direction opposée au désagrègement. Mais il faut renforcer l'union monétaire. (...) Nous n'avons pas obtenu la consolidation fiscale, la dette publique de la zone euro a augmenté et maintenant personne ne respecte les règles, non seulement de la dette mais aussi du déficit. L'excédent commercial allemand n'est pas compatible avec la poursuite de la politique monétaire de la BCE. Il est

L'EURO

nécessaire de prévoir d'autres instruments d'équilibre pour renforcer la convergence. Les divergences feraient exploser l'euro ».

Voilà des réponses qui rejoignent beaucoup des réflexions faites tout au long de notre historique de l'euro.

C'est également ce jeudi 31 que la Commission européenne propose de créer deux nouveaux mécanismes pour le futur cadre budgétaire de 7 ans qui débutera en 2021. Le premier consiste en la création d'un embryon de budget européen (de 30 milliards d'euros), appelé « Mécanisme européen de stabilisation des investissements », pour soutenir financièrement un État membre si son économie est très affectée par un choc externe asymétrique (évalué essentiellement par l'évolution du taux de chômage). Le second consiste à inciter fortement les États membres à mettre en œuvre les réformes structurelles qu'ils doivent faire à partir des fonds européens, avec une enveloppe de 25 milliards d'euros. Ce plan doit être avalisé par les 27 États membres de l'UE.

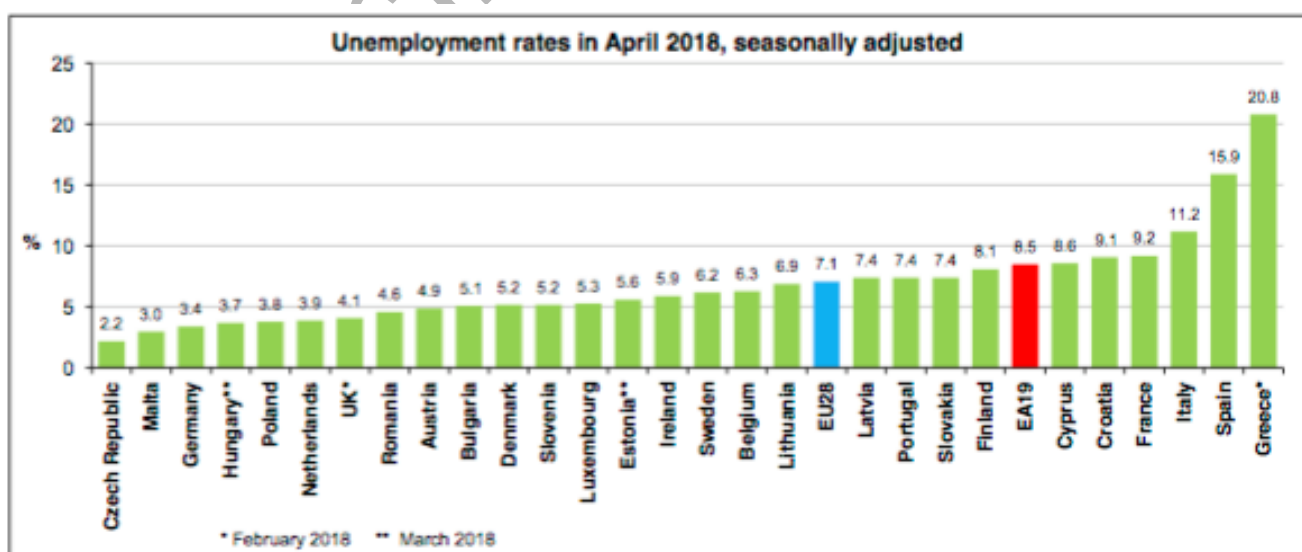
Avec ces deux mécanismes, la proposition bruxelloise tente de satisfaire à la fois Paris et Berlin, les pays du Sud et ceux du Nord ; et de fixer ainsi une feuille de route au cas où la France et l'Allemagne ne parviendraient pas en juin à établir la leur.

Ce 31 mai aussi, Eurostat publie les dernières statistiques disponibles pour le taux d'inflation et le taux de chômage en Europe :

Euro area annual inflation and its components, %

	Weight (%) 2018	May 2017	Dec 2017	Jan 2018	Feb 2018	Mar 2018	Apr 2018	May 2018
All-items HICP	1000.0	1.4	1.4	1.3	1.1	1.3	1.2	1.9e
All-items excluding:								
> energy	903.0	1.1	1.2	1.2	1.0	1.3	1.1	1.4e
> energy, unprocessed food	828.2	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.1	1.3e
> energy, food, alcohol & tobacco	707.3	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	0.7	1.1e
Food, alcohol & tobacco	195.7	1.5	2.1	1.9	1.0	2.1	2.4	2.6e
> processed food, alcohol & tobacco	121.0	1.5	2.2	2.5	2.3	2.9	3.0	2.6e
> unprocessed food	74.8	1.6	1.9	1.1	-0.9	0.8	1.5	2.5e
Energy	97.0	4.5	2.9	2.2	2.1	2.0	2.6	6.1e
Non-energy industrial goods	263.3	0.3	0.5	0.6	0.6	0.2	0.3	0.2e
Services	443.9	1.3	1.2	1.2	1.3	1.5	1.0	1.6e

e = estimate



Le taux de chômage de la zone euro, de 8,5%, est le plus bas depuis plus de 9 ans.

Le taux d'inflation annuel en zone euro, estimé à 1,9% en mai, contre 1,2% le mois précédent, correspond à une progression plus forte que prévue. On se rapproche significativement de la norme visée par la BCE.

L'EURO

Mais avec la crise en Italie, les difficultés également politiques en l'Espagne et les tensions commerciales internationales, la tâche de la BCE s'avère particulièrement compliquée. Il serait étonnant qu'elle accélère sa « normalisation monétaire », surtout que le risque de stagflation pourrait réapparaître si l'inflation poursuit sa hausse dans un contexte de croissance molle.

L'euro cotait 1,1650\$ le 25 du mois après avoir coté 1,1959 le 4, 1,1942 le 11 et 1,1770 le 18.

Pour terminer la rubrique de ce mois de mai, soulignons la parution au cours de ce mois, aux éditions De Boeck, du livre « **La gouvernance économique de la zone euro** ; Réalités et perspectives » sous les plumes d'A. Barbier-Gauchard, M. Sidiropoulos et A. Varoudakis, avec une préface de P. De Grauwe.

L'éditeur le présente de la manière suivante :

« L'ouvrage de référence pour comprendre les débats sur l'avenir de la zone euro.

Depuis la signature du Traité de Maastricht, le parcours de l'euro n'a pas été un long fleuve tranquille : critiques du rôle de la Banque centrale européenne, absence de politique budgétaire commune, crise de la dette souveraine, remise en cause des fondements de la monnaie unique... L'architecture de la zone euro pose des questions. L'UEM cherche un second souffle dans un contexte international instable.

Cet ouvrage permet de comprendre les difficultés auxquelles la zone euro est confrontée et les défis qu'elle doit relever pour se rapprocher d'une zone monétaire optimale. En abordant à la fois les problématiques monétaires, budgétaires, fiscales, financières et bancaires, il permet de cerner, de façon exhaustive, les différentes facettes de la gouvernance économique de la zone euro ».

La première ligne de la préface rejoint totalement notre propre analyse - et notre fondamentale inquiétude - : « La zone euro est affligée d'un certain nombre de défauts de construction qui, s'ils ne sont pas corrigés, conduira à sa désintégration ».

Et dans la conclusion de l'ouvrage, on lit : « le parcours de la monnaie unique n'a pas été un long fleuve tranquille : critiques du rôle de la BCE et de sa politique monétaire, absence de politique budgétaire commune, crise de la dette souveraine, remise en cause des fondements de la monnaie unique... La monnaie unique n'a pas encore fait preuve de sa capacité à contribuer à la prospérité de l'ensemble des pays qui l'ont adoptée, à travers une croissance suffisamment forte et harmonieuse, menant au plein-emploi, et de garantir des performances au moins égales à celles des autres économies avancées. La convergence entre les pays périphériques et ceux du centre de la zone euro avant la crise a été largement insoutenable, masquant des déséquilibres croissants et des vulnérabilités accrues des pays périphériques, qui ont ouvert la voie à la crise de la dette souveraine. Cette crise a constitué un revers majeur pour la zone euro, qui a vu certains de ses pays membres subir des pertes massives de revenu et d'emplois. L'architecture de la zone euro pose des questions. L'UEM cherche un second souffle dans un contexte international instable ».

Il faut étudier en particulier le 4^{ème} chapitre de la 2^{ème} partie, intitulé « Quelle union budgétaire européenne pour l'UE et l'UEM » où on peut lire : « Du point de vue de l'intégration budgétaire, à l'heure où les propositions se multiplient en faveur d'un budget pour la zone euro, il convient au préalable de se demander : de quoi l'UEM a-t-elle vraiment besoin ? En d'autres termes, que manque-t-il vraiment pour achever la gouvernance économique de la zone euro ? Plus généralement, il s'agit de se demander de quelle union budgétaire l'UE a réellement besoin ? La réponse à cette question exige de distinguer les enjeux auxquels l'UE dans son ensemble est confrontée, des difficultés que l'UEM doit arriver à surmonter. En effet, toute l'originalité du modèle européen repose sur la coexistence de différents stades d'intégration économique ».

Nous rejoignons ici notre propre conviction : pour sauver la zone euro en réparant son principal vice de construction, le fédéralisme monétaire doit être complété par un véritable fédéralisme budgétaire.

• Juin 2018 ->

Le vendredi 1^{er}, alors que le nouveau gouvernement italien prête serment, le gouvernement espagnol est renversé par une motion de défiance : Pedro Sanchez, le dirigeant du PSOE, succède à Mariano Rajoy, dont le parti, le PP, est accusé de corruption.

L'EURO

La majorité sur laquelle tentera de s'appuyer P. Sanchez est composite comme en Italie, mais on ne peut pas la qualifier de populiste ni d'euroscéptique. Il n'empêche que l'Espagne, comme l'Italie, entre dans une période d'incertitude et d'instabilité. Le sommet européen de juin, tant attendu par ceux qui en espéraient une relance de l'Europe et une réforme de la zone euro, risque d'être décevant. De surcroît, la situation nouvelle risque de mettre à mal les dispositifs, OMT, MES et QE, dont dispose la BCE pour éviter toute crise financière au sein de la zone euro : la monnaie unique entre à nouveau dans une zone critique.

C'est aussi ce 1^{er} juin que les mesures protectionnistes, annoncées depuis 2 mois par D. Trump, prennent effet. Une guerre commerciale entre les États-Unis et l'Europe semble donc déclarée. Une riposte de l'UE est attendue, à commencer par une saisine de l'OMC.

Également ce 1^{er} juin, la BCE fête ses 20 ans ! Inutile de dire, en fonction de ce qui précède, que l'anniversaire pourrait être plus joyeux ! Et on apprend que 47% des citoyens de la zone euro ne font pas confiance à la BCE...

Le samedi 2, le Président de la Commission considère que les « Italiens savent ce qui est bon pour leur pays et qu'ils feront le tri », et estime qu'il n'y a pas de risque d'une nouvelle crise de la dette souveraine dans la zone euro.

Le dimanche 3, lors d'une émission radio-télévisée, le ministre français de l'économie, B. Le Maire réitère en direction du nouveau gouvernement italien les avertissements qu'il avait déjà adressés lorsque G. Conte avait été désigné la première fois comme Président du conseil.

En ce qui me concerne, j'ajouterai une critique à celles que j'avais formulées ici en date du 20 mai : qu'ont fait les responsables français et luxembourgeois, et plus largement européens, pour aider l'Italie à régler de manière supportable le problème migratoire, qui est une cause essentielle de l'arrivée au pouvoir de la coalition entre la Ligue et le mouvement M5S ?

Notons par ailleurs que les risques de conflit entre Rome et Bruxelles peuvent compliquer la situation de la Grèce au moment où ce pays sort difficilement de son troisième plan d'aide et souhaite pouvoir à nouveau retourner sur les marchés financiers.

Le dimanche 3 également, dans le journal allemand Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, A. Merkel explique que si la solidarité entre les États membres est importante, cela ne doit pas conduire pour autant à « une union de la dette ». Mais elle fait malgré tout un pas significatif et remarquable en direction d'E. Macron : elle reconnaît que « nous avons besoin d'une plus grande convergence économique entre États membres au sein de la zone euro » et se déclare maintenant favorable « à un budget d'investissement » pour la zone euro, mais, certes, à condition qu'il soit « limité à deux chiffres en milliards d'euros », ce qui est bien inférieur aux « plusieurs points du PIB de la zone euro » que souhaite le Président français (rappelons ici ce que nous écrivions ici en février : des économistes estiment qu'un budget inférieur à 10% du PIB ne serait pas efficace ; il faut se souvenir que le budget fédéral américain pèse environ 40 % du PIB du pays). Par ailleurs et sans doute sous la pression de la situation italienne, elle détaille la proposition allemande d'un FME : « nous voulons nous rendre un peu indépendants du FMI. Ce FME intergouvernemental serait plus ambitieux que l'actuel MES : « À côté de cela, je peux imaginer la possibilité d'une ligne de crédit à plus court terme, cinq ans par exemple, (...) pour soutenir des pays confrontés à des difficultés d'origine extérieure », mais à condition que le FME ait un droit de regard sur les politiques menées par ces pays, qu'il puisse évaluer leur solvabilité et mettre en œuvre des « instruments adaptés » pour rétablir cette solvabilité en cas de besoin.

Les commentateurs considèrent que la chancelière allemande se rapproche des positions françaises de manière limitée à propos de l'euro mais de manière plus significative sur d'autres sujets, comme l'immigration, la défense et les institutions.

Cette prise de position d'A. Merkel, qui s'explique à la fois par sa fragilisation sur le plan intérieur et par la nouvelle donne politique en Italie équivaut à une certaine remise en cause de l'ordolibéralisme et peut laisser espérer un rapprochement des points de vue entre Berlin et Paris, mais d'abord, cela risque de fragiliser encore davantage la chancelière en renforçant les critiques de l'AfD. Ensuite, je partage la conclusion exprimée dans « atlantico.fr » le 4 juin par Bruno Alomar, ancien haut fonctionnaire à Bruxelles : « Pour ma part, j'ai tendance à penser que les défauts de

la zone euro, bien qu'il ne faille pas en surestimer les effets, ne peuvent pas être corrigés. Les États ont des intérêts et des conceptions monétaires trop éloignées. Tôt ou tard, je pense que l'Allemagne et l'Italie ne partageront plus la même monnaie. Ce ne devrait pas être un drame...mais cela le sera sans doute du fait de l'incapacité des élites soit de l'empêcher, soit de l'organiser ».

Comme le propos de B. Alomar rejoint l'analyse qui parcourt cet historique de l'euro depuis longtemps, j'en profite pour exprimer mon point de vue personnel sur la situation de la zone euro depuis l'arrivée d'E. Macron à l'Élysée :

ON EST ACTUELLEMENT, SELON MOI, EN PRESENCE DE TROIS PARIS POUR SAUVER L'EURO.

Pour la présentation des « tenants et aboutissants » de ces trois paris, je renvoie au document intitulé « Analyse personnelle des scénarios pour sauver l'euro ».

Le mardi 5, réunion des ministres de l'Intérieur de l'UE sur la crise migratoire : sur ce sujet brûlant, encore plus que sur d'autres, l'Europe manifeste sa totale division ; et sa double fragmentation Est-Ouest et Nord-Sud, avec comme seul mais inquiétant dénominateur commun la montée des populismes et des démocraties « illibérales », partout.

On lit dans la dernière livraison de l'European Stability Initiative – ESI- :

« En 2017, quatre pays - Allemagne, Italie, France et Grèce - ont reçu 509 000 demandes d'asile, soit 72% du total dans l'Union européenne. Ces quatre pays ont le plus grand intérêt à une politique d'asile européenne qui fonctionne. Mais Berlin, Rome, Paris et Athènes peuvent-ils s'entendre sur ce qu'une telle politique devrait viser à faire ? Sur quelles valeurs devrait-elle être basée ? Et quels instruments sont nécessaires pour mettre en œuvre ce qui est décidé ? Le débat politique actuel sur les migrations et l'asile dans les principales capitales européennes reste profondément confus à la fois sur les valeurs et les instruments. Sans clarté de pensée, aucune politique efficace et humaine ne pourra jamais émerger. (...) ».

Le jeudi 7, de Montréal où il participe à un G7 - occasion pour les Européens d'afficher leur unité face à D. Trump -, E. Macron se félicite que « L'Allemagne commence à venir vers nous et à esquisser des premières réponses. Nous allons ensemble travailler pour les compléter. (...) Alors que les extrêmes montent, que le doute s'installe dans plusieurs pays, nous avons aujourd'hui une responsabilité inédite (...) Le travail que nous conduisons pour une Europe plus solidaire sur le plan économique et financier au sein de la zone euro, une Europe plus solidaire en matière migratoire, c'est la clé d'une Europe souveraine qui choisit son destin ».

Le vendredi 8, Bruno Le Maire commente à son tour les positions prises dimanche par A. Merkel : « C'est une réponse courageuse qui va dans la bonne direction. Est-ce que c'est suffisant ? Non. Nous pensons qu'il faut aller plus loin et que c'est une occasion unique, historique, de faire une avancée très significative pour une meilleure intégration de la zone euro ».

Ces interventions d'E. Macron et B. Le Maire sont une manière d'intensifier la pression sur les responsables allemands avant les réunions des 28 et 29 de ce mois du Conseil européen et du sommet de la zone euro, qui seront eux-mêmes précédés d'une rencontre le 19 entre E. Macron et A. Merkel.

Le samedi 9, le G7, qui se tient depuis 2 jours au Québec se termine : alors que, après d'âpres controverses et de dures tractations, on est parvenu à un communiqué final, le Président Trump retire son soutien à ce communiqué dans l'avion qui le ramène et twitte : « En raison des fausses affirmations de Justin [Trudeau, premier ministre canadien] à sa conférence de presse, et du fait que le Canada impose des taxes massives sur nos agriculteurs, travailleurs et entreprises américains, j'ai demandé à nos représentants américains de retirer le soutien au communiqué, tandis que nous envisageons des tarifs douaniers sur les automobiles qui inondent le marché américain ! ». Trump traite par ailleurs J. Trudeau de « très malhonnête et faible » parce qu'il estime que « Le PM Trudeau du Canada s'est montré docile et modéré pendant nos réunions au G7, tout cela pour donner une conférence de presse après mon départ dans laquelle il déclare que 'les droits de douane américains sont presque insultants' et qu'il ne 'se laissera pas bousculer' ».

L'EURO

Le comportement de D. Trump, qui est le membre du G7 qui est resté le moins longtemps au Québec, arrivé le dernier et reparti le premier pour aller directement retrouver le président de la Corée du nord, Kim Jong-un, montre en quelle estime il tient ses alliés et plus spécialement les Européens. Les façons bien différentes dont il a reçu récemment E. Macron et A. Merkel montrent qu'il profite de la fragilité du vieux continent et du rapport de force favorable que cela lui donne. Pour lui, l'Europe, divisée, ne joue plus un rôle essentiel dans la course du monde, et ses centres d'intérêt, en liaison avec ses objectifs intérieurs, sont en Asie. Il faut dire que l'Europe ne fait rien pour l'en dissuader car elle est pratiquement inexistante ! Serait-elle même déjà morte ?

Dans « L'Obs » du 7 de ce mois, Jean Daniel termine ainsi son « édito » : « À ce point de mon long parcours, ce qui me chagrine le plus, vous l'aurez sans doute deviné, c'est le crépuscule de l'Europe, c'est-à-dire de l'une des plus magnifiques constructions de l'homme depuis qu'il a réussi à bâtir des associations de peuples et pour mieux dire encore des civilisations. Ce que nous devons redouter, c'est le renoncement de l'Europe. Son agonie serait la fin de notre monde ». On ne peut pas mieux penser ni mieux dire ! Surtout qu'il s'agit de la réflexion d'un grand témoin de notre temps, éclairé et engagé, dont il n'est pas besoin de démontrer l'intelligence et l'expérience - il va avoir 98 ans en juillet prochain !

De son côté, le Président français, lors de sa propre conférence de presse, indique sur la question de l'euro que « nous avons un gros travail à faire d'ici au Conseil de juin. (...) La chancelière Merkel a commencé à apporter des premières réponses ou des premiers éléments de réponse aux propositions que j'avais pu faire. (...) Nous aurons des échanges dans les prochaines semaines mais moi je veux un accord ambitieux pour juin et surtout je veux une projection à 5-10 ans. Et vous me connaissez, je serai tenace sur ce sujet ».

Ce même samedi 9, dans un entretien donné au Spiegel, le ministre allemand des finances, Olaf Scholz déclare : « Je suis en faveur de compléter les systèmes nationaux d'assurance chômage par une réassurance pour l'ensemble de la zone euro. Un pays en proie à une crise économique qui entraîne des pertes d'emplois importantes et impose une lourde charge à son système de sécurité sociale pourrait emprunter auprès de ce fonds de réassurance commun. Une fois la récession terminée, le pays remboursera les fonds empruntés. En même temps, tous les pays devraient faire des efforts pour que leurs filets de sécurité soient aussi préparés que possible à la crise.

SPIEGEL : Et l'Allemagne supporte le risque.

Scholz : Non, les réserves de l'Agence fédérale allemande pour l'emploi resteront intactes et aucune dette ne sera communautarisée. La stabilité financière de l'ensemble du système sera au contraire renforcée, sans inconvénients pour le système allemand d'assurance chômage. C'est comme cela que les choses fonctionnent aux États-Unis. (...)

SPIEGEL : Jusqu'à présent, la plupart des pays européens ont résisté avec véhémence à l'idée de permettre à l'UE de générer ses propres recettes fiscales. Voulez-vous briser ce tabou ?

Scholz : Si nous ne voulons pas simplement dire des mots vides sur la souveraineté européenne, nous devons en tirer les conséquences nécessaires. En Allemagne, nous bénéficions depuis longtemps d'un système fiscal fédéral dans lequel le gouvernement fédéral et les États décident ensemble de l'arrangement. Une taxe européenne sur les transactions financières pourrait constituer un premier pas vers un processus similaire en Europe.

Le dimanche 10, lors d'un entretien télévisé, la chancelière A. Merkel prévient que si elle ne dit pas que rien de ce qu'E. Macron propose ne sera fait, elle rappelle aussi que le Président français « sait depuis longtemps que ses propositions ne sont pas les bonnes selon moi ». *On ne peut guère être plus clair.* Indiquons que depuis samedi après-midi jusqu'à ce dimanche, durant 14h, les ministres allemand et français des finances se rencontrent dans un hôtel parisien : tous les points en suspens sont abordés mais aucun accord n'est obtenu.

Toujours en ce dimanche 10, le nouveau ministre italien de l'économie, Giovanni Tria, affirme dans un entretien donné au Corriere Della Sera que « la position de ce gouvernement est claire et unanime. Il n'y a aucune discussion sur une quelconque proposition de quitter l'euro ». Mais il estime que le fonctionnement de la zone euro doit être modifié.

N'oublions pas que l'Italie a été non seulement l'un des pays fondateurs de l'Europe économique - celle-ci est née avec le traité de Rome en 1957 -, et que le peuple italien a été très longtemps l'un des plus europhiles. Mais aujourd'hui, 40% des Italiens estiment que l'euro n'est pas une bonne chose pour eux, contre 25% des Français et 23% des Espagnols. Il faut dénoncer une fois de plus ici la responsabilité des instances européennes : leur comportement constant vis-à-vis des pays du Sud et leur frilosité d'aujourd'hui face au problème migratoire expliquent largement cette « eurodéception » qui monte. Cet « eurodésenchantement » ne concerne pas d'ailleurs que les Italiens, et comme le note Raffaele Marchetti, professeur à Rome, spécialiste des questions internationales, « si l'UE échoue à prendre en compte leur désarroi, elle court à sa perte ».

Ce même dimanche, paraissent dans Le Monde plusieurs articles sur l'avenir de la zone euro, dont deux retiennent plus particulièrement notre attention.

• D'abord, la chronique de Thomas Piketty, où il dit clairement, en parlant d'E. Macron et A. Merkel, « (...) Dans le fond, ces deux dirigeants ne veulent rien changer d'essentiel à l'Europe actuelle, car

ils sont victimes du même aveuglement : ils trouvent que leurs deux pays ne s'en sortent pas si mal, et qu'ils ne sont pour rien dans les errements de l'Europe du Sud. Ce faisant, ils risquent de tout faire exploser (...) »

• Ensuite, l'article de l'économiste belge Paul De Grauwe, professeur à la LES et grand spécialiste depuis longtemps des questions européennes. P. De Grauwe fait une analyse d'une qualité telle qu'on se permet de le citer abondamment : « (...) la crise politique italienne pose à nouveau la question de l'avenir de l'euro. Elle met en évidence deux problèmes fondamentaux qui n'ont toujours pas reçu de solutions et qui nécessiteront une révolution dans la gouvernance de la zone euro. Sans quoi cette monnaie n'aura pas d'avenir. Tout d'abord, dans une union monétaire, la perte de compétitivité d'un pays se traduit presque toujours par une réduction du niveau des salaires par rapport à ses partenaires. Ce mécanisme, que les économistes appellent une « dévaluation interne », est douloureux. Afin de réduire les salaires, les autorités des États touchés instaurent des politiques déflationnistes qui poussent ces pays dans la récession et le chômage, et un grand nombre de leurs habitants dans le désespoir. Avec les retombées politiques qu'on observe aujourd'hui en Italie. Le problème est que cet ajustement est asymétrique. Les pays en perte de compétitivité, et donc en déficit commercial, sont forcés à ces politiques et en subissent les coûts économiques et sociaux, alors que les pays en gain de compétitivité et en surplus commercial ont jusqu'à présent refusé de faire leur part de l'ajustement en stimulant la demande interne (par des investissements publics, par exemple) qui aurait entraîné une « réévaluation interne », c'est-à-dire une hausse plus rapide des salaires et des prix que dans les autres pays et donc une réduction du coût d'adaptation des pays en difficulté. Mais au nom d'une philosophie de rigueur, les pays en surplus ont fait le contraire. Ils se sont lancés eux aussi dans l'austérité et, ce faisant, ont créé une zone monétaire déflationniste qui maximise les coûts économiques et sociaux des ajustements. (...) Le deuxième problème existentiel provient de l'instabilité des marchés d'obligations d'États dans la zone euro. Les gouvernements des pays membres sont obligés d'émettre leur dette en euro, qui, du point de vue de chacun d'eux, est de facto une monnaie étrangère, sur laquelle ils n'ont aucun contrôle. (...) Cela pose un problème insoutenable de gouvernance de la zone. La BCE a le pouvoir de sauver un souverain en détresse, mais les souverains nationaux n'ont aucun pouvoir sur la BCE. Ou bien la zone euro fait un grand bond en avant et crée une union budgétaire dans laquelle un gouvernement fédéral émet une dette commune rendue possible par le pouvoir de taxation. Alors un tel gouvernement primerait sur la BCE en temps de crise. Ou bien la zone euro refuse d'aller de l'avant dans l'intégration politique, ce qui semble aujourd'hui être le choix le plus probable. Dans ce cas, une gouvernance insoutenable entraînera la désintégration de la zone euro ».

Quand je lis ces deux importantes contributions, inutile de dire que je me suis senti totalement conforté dans le point de vue personnel que j'ai exposé ici-même, quelques lignes plus haut.

Lundi 11, le Haut Conseil de stabilité financière français contraint les banques à accroître leurs capitaux propres en relation avec leurs activités de crédit.

On lit dans le communiqué de presse :

« (...) Le Haut Conseil constate aussi que, sur les marchés financiers, le risque d'une réappréciation des primes de risque augmente dans un contexte où les valorisations sur les marchés financiers continuent leur progression, indiquant un appétit pour le risque élevé.

Le Haut Conseil observe par ailleurs que l'endettement du secteur privé non financier continue de croître et atteint 130,2 % du PIB au 4^e trimestre 2017 (58,4 % pour les ménages et 71,8 % pour les sociétés non-financières, SNF). La dynamique observée ces dernières années contraste avec celle des autres économies de la zone euro et a conduit la France à un niveau d'endettement désormais supérieur à la moyenne de la zone euro comme à ceux de nos principaux partenaires.

Pour les SNF, la hausse de l'endettement est portée par la progression de la dette de marché mais aussi par le crédit bancaire qui continue d'augmenter (+5,1% sur un an en avril 2018). La progression du crédit concerne toutes les tailles d'entreprises.

Dans ce contexte, le HCSF a publié le 11 mai 2018 l'adoption d'une mesure macroprudentielle permettant de limiter à un niveau de 5 % de leurs fonds propres éligibles les expositions des banques systémiques françaises aux entreprises les plus endettées résidant en France. (...)

Le Haut Conseil a adopté, dans une logique préventive, la proposition du Gouverneur de la Banque de France d'un relèvement du taux du coussin de fonds propres bancaires contracyclique à 0,25% des actifs pondérés par les risques sur les expositions françaises. Les banques auront 12 mois à compter du 1er Juillet 2018 pour se conformer à la nouvelle exigence.

En lien avec sa nature contracyclique, le coussin de fonds propres ainsi constitué de façon préventive a vocation à être utilisé en cas de retournement de cycle, son relâchement permettant aux banques de mobiliser cette réserve de capital pour maintenir ultérieurement leur offre de crédit, notamment aux petites et moyennes entreprises qui sont les plus dépendantes du financement bancaire.

Ce projet de décision sera notifié à la BCE pour non-objection. Le cas échéant, il sera adopté avant le 1er juillet 2018 (...).

Autrement dit, le HCSF, comme tous les régulateurs financiers, est préoccupé par le niveau de risques : il demande donc aux banques de constituer des réserves supplémentaires quand tout va relativement bien pour être plus à l'aise quand le cycle se retournera.

Mardi 12, en fin d'après-midi, la version « dure » du Brexit voulue par Theresa May semble remise en cause par une fronde de certains parlementaires conservateurs pro-européens.

Mercredi 13, le premier ministre des Pays-Bas, Mark Rutte, se prononce devant le Parlement européen contre un budget de la zone euro comme le souhaite E. Macron, dans une version « lourde », et A. Merkel, dans une version allégée. Pour lui, « La promesse de base de l'euro, c'était que nous pourrions tous jouir d'une plus grande prospérité mais pas d'une redistribution de la prospérité (...) Si les 19 pays de la zone euro mettaient leurs budgets et leurs dettes publiques en ordre, ce serait suffisant en matière de stabilisation. Ça aussi, c'est un accord qui existe, au titre du pacte de stabilité et de croissance ». Et il considère que l'actuel MES est filet de sécurité suffisant.

Mais, ce même mercredi, le ministre allemand des Affaires étrangères, Heiko Maas - du SPD -, considère que sur la question européenne, l'Allemagne doit faire preuve de davantage d'audace que ce que propose la Chancelière : selon lui, « l'épargne est une vertu, mais l'avarice est un danger pour ce que nous voulons obtenir et construire, c'est-à-dire l'unité et la force de l'Europe » ; il considère qu'il faut répondre par un « grand oui » aux propositions d'E. Macron. Signalons que la veille A. Merkel avait subi l'opposition de son ministre de l'intérieur - Horst Seehofer, de la CSU - sur la question migratoire : alors que la chancelière fait une lecture critique du traité de Dublin, son ministre veut s'en tenir à la lettre du traité. *Tout cela aggrave l'affaiblissement relatif d'A. Merkel.*

Au travers de ces différentes déclarations et prises de position, on constate, une fois de plus, qu'il n'y a pas du tout consensus des Européens sur la voie à suivre : peut-on alors pour autant espérer une feuille de route franco-allemande dans quelques jours ?

Toujours ce mercredi 13, parce que l'économie des États-Unis se porte mieux et que la situation de l'emploi s'améliore encore, le FOMC de la Fed poursuit la remontée du taux directeur, avec désormais une fourchette entre 1,75% et 2%, mais considère que sa politique monétaire reste accommodante. Par ailleurs, son Président Jerome Powell a le désir de moderniser le fonctionnement de la Fed et annonce qu'il tiendra une conférence de presse après chaque réunion du FOMC à partir de janvier prochain.

Encore ce mercredi 13, le Prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz fait paraître sur le site de « Project Syndicate », organisation internationale de médias importante, un article intitulé : « L'euro au bord du gouffre », où il reprend en les actualisant un certain nombre des observations qu'il fait depuis longtemps, et que l'on trouve dans son ouvrage « L'euro, comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe », édité en français en septembre 2016.

En utilisant la traduction que propose sur le site P. Horovitz, on lit :

« (...) L'euro semble avoir été conçu pour échouer. Du fait de son existence, les États-membres ont perdu les principaux mécanismes d'ajustement dont ils disposaient (le taux d'intérêt et le taux de change). Mais plutôt que de créer de nouvelles institutions pour aider les pays de la zone euro en cas de difficultés, l'UE a imposé de nouvelles structures (souvent basées sur des théories économiques et politiques fumeuses) concernant le déficit, la dette et même les mesures structurelles.

L'euro devait apporter la prospérité à tous les pays-membres, ce qui devait renforcer leur solidarité et encourager l'intégration européenne. Mais il s'est produit exactement le contraire, car il a freiné la croissance et semé la discorde.

Le problème ne tient pas à un manque d'idées sur la manière de progresser. Dans deux discours (l'un en septembre dernier à la Sorbonne et l'autre en mai en Allemagne à l'occasion de la remise du prix Charlemagne qu'il a reçu pour son action en faveur de l'unité européenne), le président français Emmanuel Macron a présenté une vision claire pour l'avenir de l'Europe. Mais la chancelière allemande Angela Merkel a jeté un froid en suggérant un financement ridiculement insuffisant des investissements nécessaires dès maintenant. (...) Le problème essentiel d'une zone monétaire est de trouver le moyen de corriger l'inadéquation du taux de change, ce dont souffre l'Italie actuellement. La réponse allemande consiste à faire porter tout le poids de cette correction par les pays les plus faibles qui connaissent un chômage de masse et une croissance anémique. Nous savons où cela mène : plus de souffrance, plus de chômage et une croissance encore plus faible. Et même si la croissance revient, le PIB ne peut atteindre le niveau qu'il aurait eu avec une politique adéquate. Il faudrait au contraire que les pays les plus forts (où les salaires sont plus élevés et la demande plus importante grâce aux investissements publics) acceptent de financer une plus grande partie de l'ajustement nécessaire.

Mais l'on assiste à la répétition d'un scénario bien connu. Un nouveau gouvernement arrive au pouvoir, il promet de mieux négocier avec l'Allemagne pour mettre fin à l'austérité et conçoit un programme de réformes structurelles mieux adaptés. Or, même un revirement allemand ne serait pas suffisant pour redresser l'économie. L'hostilité envers l'Allemagne augmente alors, et tout gouvernement de centre-gauche ou de centre-droit qui suggère de faire les réformes indispensables est remercié. Les partis anti-establishment progressent et c'est l'impasse.

À travers la zone euro, les dirigeants politiques sont de plus en plus paralysés : les électeurs veulent rester dans l'UE, mais ils veulent aussi la fin de l'austérité et le retour de la prospérité. Les dirigeants leurs disent qu'ils ne peuvent avoir les deux. Espérant toujours un changement d'état d'esprit dans les pays du nord de l'Europe, ils restent inflexibles, et la souffrance de la population augmente.

Le Portugal avec à sa tête Premier ministre socialiste Antonio Costa constitue une exception. Son gouvernement a ramené le pays sur la voie de la croissance (elle était de 2,7% l'année dernière) et il est très populaire. En avril 44% des Portugais estimait que sa politique donne de meilleurs résultats que ce à quoi ils s'attendaient.

L'Italie pourrait devenir une autre exception, mais dans un sens très différent. L'hostilité à l'euro vient tant de la droite que de la gauche. Un parti d'extrême-droite, La Ligue, est maintenant au pouvoir. Son dirigeant, Matteo Salvini, un politicien expérimenté, pourrait mettre à exécution les menaces que des dirigeants néophytes ont hésité à mettre en œuvre dans d'autres pays. La taille de l'Italie est suffisante, et elle compte suffisamment d'économistes créatifs pour gérer un abandon *de facto* de l'euro en établissant un système souple à double devise qui aiderait à rétablir la prospérité. Ce serait une violation des règles de la zone euro, mais c'est Bruxelles et Francfort qui auraient alors à supporter le poids d'un départ *de jure* de l'Italie qui compterait sur la paralysie de l'UE pour empêcher une rupture définitive. Quel que soit l'aboutissement de cette manœuvre, la zone euro se retrouverait en lambeaux.²

Les choses pourraient se passer autrement. L'Allemagne et les autres pays du nord du continent peuvent encore sauver l'euro en faisant preuve de davantage d'humanité et de souplesse. Mais ayant vu si souvent le début du scénario qui se joue, je ne pense pas qu'ils vont changer d'attitude ».

Jeudi 14, dans la ligne des deux articles qui viennent d'être cités et des nombreuses réflexions précédentes paraît, également dans Le Monde, une chronique de Marie Carrel, dont il faut citer la conclusion :

« (...) la tragédie grecque est plus grave encore que le désastre social et financier qui a fait vaciller le pays. Elle est symptomatique de l'incapacité de la zone euro à offrir à ses citoyens – en particulier à ceux se résolvant aux plus lourds sacrifices – un horizon autre que celui des règles budgétaires. A leur proposer un projet suffisamment mobilisateur pour leur rappeler pour quelles raisons ils ont choisi, au fond, de lier leurs destins à ceux des autres peuples européens. »

Ce jeudi 14, c'est aussi le jour de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, à Riga en Lettonie. Lors de son communiqué, le Président Mario Draghi précise :

« (...) le Conseil des gouverneurs a pris aujourd'hui les décisions suivantes:

Premièrement, en ce qui concerne les mesures de politique monétaire non conventionnelles, nous continuerons à effectuer des achats nets au titre de l'APP au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros jusqu'à la fin septembre 2018. Nous prévoyons qu'après septembre 2018, sur la base de nos perspectives d'inflation à moyen terme, que nous réduirons le rythme mensuel des achats d'actifs nets à 15 milliards d'euros jusqu'à la fin du mois de décembre 2018, puis nous terminerons les achats nets.

Deuxièmement, nous avons l'intention de maintenir notre politique de réinvestissement des remboursements du principal des titres arrivant à échéance dans le cadre de l'APP pour une période prolongée après la fin de nos achats nets d'actifs et dans tous les cas pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un important niveau d'accommodement monétaire.

Troisièmement, nous avons décidé de maintenir inchangés les taux directeurs de la BCE et nous nous attendons à ce qu'ils restent à leur niveau actuel au moins jusqu'à l'été 2019 et en tout cas aussi longtemps que nécessaire pour que l'évolution de l'inflation reste alignée sur les attentes d'une trajectoire d'ajustement durable.

Les décisions de politique monétaire d'aujourd'hui maintiennent le large degré d'accommodement monétaire qui assurera la poursuite de la convergence soutenue de l'inflation vers des niveaux inférieurs, mais proches de 2%, à moyen terme. Des mesures importantes de relance de la politique monétaire restent nécessaires pour soutenir l'aggravation des tensions sur les prix intérieurs et l'évolution de l'inflation globale à moyen terme. Ce soutien continuera d'être assuré par les achats d'actifs nets jusqu'à la fin de l'année, par l'important stock d'actifs acquis et les réinvestissements associés, et par notre orientation à terme améliorée sur les taux d'intérêt clés de la BCE. En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster tous ses instruments de manière appropriée pour faire en sorte que l'inflation continue d'évoluer de manière soutenue vers l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. (...)

Afin de tirer pleinement parti de nos mesures de politique monétaire, d'autres domaines politiques doivent contribuer de manière plus décisive à accroître le potentiel de croissance à long terme et à réduire les vulnérabilités. La mise en œuvre des réformes structurelles dans les pays de la zone euro doit être considérablement renforcée pour accroître la résilience, réduire le chômage structurel et stimuler la productivité et le potentiel de croissance de la zone euro. En ce qui concerne les politiques budgétaires, l'expansion généralisée et continue appelle à la reconstitution des coussins budgétaires. Ceci est particulièrement important dans les pays où la dette publique reste élevée. Tous les pays auraient intérêt à intensifier leurs efforts pour parvenir à une composition des finances publiques plus favorable à la croissance. Une mise en œuvre complète, transparente et cohérente du pacte de stabilité et de croissance et de la procédure de déséquilibre

macroéconomique dans le temps et entre les pays reste essentielle pour renforcer la résilience de l'économie de la zone euro. L'amélioration du fonctionnement de l'Union économique et monétaire reste une priorité. Le Conseil des gouverneurs préconise des mesures spécifiques et décisives pour compléter l'union bancaire et l'union des marchés de capitaux ».

Dans les réponses que M. Draghi fait aux questions qui lui sont posées suite à son communiqué, on note des phrases qui s'adressent essentiellement aux nouveaux gouvernants de l'Italie :

« L'euro est la monnaie de 340 millions de personnes et jouit à présent d'un soutien à hauteur de 74% parmi les citoyens de la zone euro ; en outre d'autres pays veulent rejoindre l'euro dès aujourd'hui (...) On peut conclure ce que l'on veut mais l'une de ces conclusions est que (l'euro) est irréversible parce qu'il est fort, parce qu'on en veut et parce que personne n'a rien à gagner à discuter de son existence. Cela ne sert vraiment à rien de discuter de l'existence de quelque chose qui est irréversible. Cela ne peut faire que du mal ».

C'est ce que l'on appelle « prêcher pour sa propre paroisse ». Il n'empêche que les déclarations du Président de la BCE et le maintien d'une politique monétaire accommodante ont pour effet de faire baisser l'euro sur le marché des changes et de faire remonter les Bourses parce que les investisseurs et les marchés sont rassurés.

Les positions de la BCE méritent, une fois de plus, quelques commentaires.

Dans le premier point du communiqué, on a la confirmation que la BCE va commencer à sortir du QE.

Dans le second point, par ce qu'elle annonce, la BCE veut mettre un terme à l'alourdissement de son bilan.

Dans le troisième point, et comme le disent les spécialistes, la BCE passe d'une forward guidance « delphique » - qu'elle pratique depuis juillet 2013 - à une forward guidance « odysseenne ». Autrement dit, en prévenant que la hausse des taux directeurs n'interviendra pas avant l'été 2019, la BCE annonce clairement la couleur et la communication qu'elle organise pour influencer les anticipations que font les agents économiques sur l'évolution des prix passe d'une version souple et peu contraignante pour elle à une version plus prospective en donnant des indications relativement précises (d'où la référence au ligotage volontaire d'Ulysse pour résister aux chants des sirènes). En changeant ainsi de stratégie pour sa forward guidance, la BCE prend la même option que la Fed a prise en 2012.

Cela dit, la BCE reste bien entendu sur ses positions orthodoxes : la BCE est constante dans ses appels à la gestion rigoureuse des finances publiques et, surtout, les statuts sont déterminants dans la définition des stratégies des Banques centrales comme le montrent bien les différences entre la BCE et la Fed. Or, quand on compare les trajectoires des économies anglo-saxonnes (E-U et R-U) et de la zone euro, on est frappé de la différence des politiques menées pour promouvoir l'emploi et réduire le chômage. D'un côté, l'accent est mis sur la demande alors que de l'autre, l'accent est mis sur l'offre. Entre 2008 et 2018, la croissance de la demande a été de 36% aux E-U et de 30% au R-U ; et de 16% seulement en France (contre près de 50% entre 1998 et 2008...). En commentant les réflexions faites récemment par E. Macron sur les aides sociales, sur le site atlantico.fr, en date de ce 14 juin, Nicolas Goetzmann note : « au cours de ces 10 dernières années, l'emploi (industrie, construction et tertiaire marchand) a progressé de 0.48% en France (entre le T1 2008 et le T1 2018) alors qu'il avait progressé de 15.41% la décennie précédente. La France a créé plus de 2.2 millions d'emplois sur ces seuls secteurs entre 98 et 2008 alors que seuls 80 000 emplois ont été créés au cours de la décennie suivante. C'est un rapport de 1 à 27 sur les deux décennies. Il est difficile de faire porter la "responsabilité" de ce constat sur les épaules d'allocataires "déresponsabilisés". Parce que chercher un emploi n'est pas réellement une garantie de pouvoir en trouver un. C'est l'incapacité du pays à créer de l'emploi qui provoque ce besoin d'aides sociales, et non l'inverse ».

Par conséquent, E. Macron a non seulement tort d'adhérer à « l'économie sociale de marché » et aux principes ordolibéraux qui la sous-tendent (l'ordolibéralisme a une grande part de responsabilité dans le fonctionnement bancal de la zone euro) mais aussi de privilégier la politique macroéconomique de l'offre au détriment de celle de la demande. Comme je l'ai dit souvent ici, une économie équilibrée doit tenir sur ses deux jambes, celle de l'offre et celle de la demande, « en même temps » (sinon, l'économie est boiteuse) ; avec un rôle particulier donné à l'investissement, privé et public, puisqu'il s'agit à la fois d'un facteur d'offre et d'un facteur de demande, donc d'un puissant moteur de croissance. Les réformes à faire sont celles qui remettront d'aplomb la zone euro, bancaire, et l'économie européenne, boiteuse ; c'est grâce à elles que l'on pourra promouvoir « en même temps » l'économique et le social.

Le lundi 18, le Conseil fiscal européen (EFB – European Fiscal Board), organe consultatif indépendant de la Commission européenne, publie une évaluation de l'orientation générale de la

politique budgétaire dans la zone euro (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/20180603-june-report_-final_en.pdf).

Ce rapport énonce des recommandations orthodoxes, avant d'aller dans le sens des propositions budgétaires d'E. Macron : « (...) Les États membres de la zone euro dont le ratio dette publique / PIB est élevé doivent faire plus que simplement profiter des avantages budgétaires de l'expansion économique. Pour ne pas répéter les erreurs du passé et nous priver de marge de manœuvre lors de la prochaine crise, il est temps de s'orienter vers une orientation quelque peu restrictive de la politique budgétaire dans la zone euro. Il est également temps d'améliorer le cadre budgétaire de l'UE et de préparer une capacité de stabilisation conjointe pour la zone euro. (...) L'expansion actuelle est également une excellente occasion de progresser dans les plans visant à compléter l'architecture de la zone euro. La récente proposition de la Commission européenne d'établir une fonction européenne de stabilisation des investissements va dans le bon sens, mais la route est longue. En raison des contraintes politiques et budgétaires actuelles, la taille de l'instrument proposé est extrêmement modeste et certains des éléments de conception suggérés vont peser sur son efficacité ».

Mardi 19, au château de Meseberg, peu loin de Berlin, se tient comme prévu le Conseil des Ministres franco-allemands, avec la rencontre très attendue entre A. Merkel et E. Macron. Mais alors que cette réunion doit avoir comme principal thème de discussion la réforme de la zone euro, l'actualité fait de la crise migratoire le cœur des préoccupations. Il n'empêche que le Président français et la Chancelière allemande avancent dans le domaine économique, monétaire et financier comme le montre leur Déclaration commune, dont voici quelques extraits :

« (...) Afin d'ancrer notre coopération européenne dans une coopération bilatérale forte, la France et l'Allemagne finaliseront d'ici à la fin de 2018 un nouveau « Traité de l'Élysée » avec l'ambition de développer la convergence économique, sociale et fiscale entre elles, d'élaborer de nouveaux outils de leur coopération transfrontalière et de réaffirmer leur engagement de soutenir et de faciliter l'apprentissage de la langue de leur partenaire.

Au vu de ce qui précède, la France et l'Allemagne sont convenues aujourd'hui à Meseberg de ce qui suit :

(...)

Compétitivité, politique économique

Développer les liens entre les fonds structurels et la coordination des politiques économiques, et renforcer la convergence économique, sociale et fiscale.

Mettre en place, dans une perspective stratégique à long terme, un nouveau moyen de favoriser la croissance et l'emploi durables au niveau européen grâce à une législation en faveur de l'innovation, à l'approfondissement du marché unique de l'UE et à la défense de la compétitivité de nos industries au niveau mondial.

Réaffirmer leur attachement à l'ouverture des marchés, au multilatéralisme et à une politique commerciale européenne ambitieuse.

Soutenir la Commission européenne dans l'élaboration de solutions destinées à moderniser le système commercial multilatéral, notamment en vue de renforcer les disciplines en matière de pratiques de distorsion des marchés et de rétablir le plein exercice de la fonction de règlement des différends de l'OMC.

Fiscalité

Mettre en place une véritable convergence fiscale entre la France et l'Allemagne en ce qui concerne l'impôt sur les sociétés. Nos deux pays sont convenus d'une position commune sur la proposition de directive présentée par la Commission en vue d'instituer une assiette commune pour l'impôt sur les sociétés : nous agissons conjointement en ce sens afin de soutenir et d'accélérer le projet européen d'harmonisation de l'assiette de l'impôt sur les sociétés en Europe. Parvenir d'ici à la fin de 2018 à un accord de l'UE sur une taxation équitable du numérique.

UEM

Pour disposer d'une économie forte, l'Union Européenne a besoin d'une union monétaire forte. Cette monnaie est l'euro, ouverte à tous les États Membres et que presque tous les États Membres ont pour objectif d'adopter, conformément aux traités de l'UE. Partager une même monnaie implique des besoins spécifiques en termes de coordination économique et d'intégration.

En conséquence, la France et l'Allemagne ont décidé de proposer dans la feuille de route suivante des étapes majeures pour renforcer et approfondir davantage la zone euro, et la transformer en une véritable union économique.

Mécanisme européen de stabilité (MES)

Dans un premier temps, nous devons réviser le traité intergouvernemental sur le MES afin d'y inclure le backstop (filet de sécurité commun), de renforcer l'efficacité des instruments de précaution pour les États membres et de renforcer son rôle dans l'évaluation et le suivi des futurs programmes. Dans un deuxième temps, nous pourrions intégrer le MES dans le droit de l'UE en préservant les éléments clés de sa gouvernance.

Des travaux supplémentaires devraient être réalisés pour définir un cadre approprié pour le soutien de liquidité en résolution. La conditionnalité demeure un principe sous-jacent du traité MES et de tous ses instruments, mais doit être adaptée à chaque instrument. Nous rappelons que toute décision de fournir un soutien du MES à un État membre de la zone euro comprend une analyse de soutenabilité de la dette. Afin d'améliorer le cadre existant de soutenabilité de la dette et pour améliorer leur efficacité, nous devrions commencer à travailler sur l'introduction possible d'euroCACs

L'EURO

(clauses d'action collective) avec clauses d'agrégation simple. Dans les cas appropriés, le MES pourrait faciliter le dialogue entre ses membres et les investisseurs privés, suivant la pratique du FMI.

Le MES devrait jouer un rôle accru dans la conception et le suivi des programmes, en étroite coopération avec la Commission et en liaison avec la BCE, sur la base d'un compromis à trouver entre la Commission et le MES. Il devrait avoir la capacité d'évaluer la situation économique d'ensemble des États membres, en contribuant à la prévention des crises. Cela devrait se faire sans dupliquer le rôle de la Commission et dans le plein respect des traités.

Chaque fois qu'un État membre demande l'assistance financière du MES, il pourrait également demander une aide financière au FMI.

Le MES pourrait être renommé.

Ligne de crédit du MES

Nous devrions rendre les instruments de précaution existants plus efficaces pour garantir la stabilisation. Un tel soutien devrait inclure une conditionnalité.

La ligne de crédit de précaution du MES (PCCL) pourrait être développée en un soutien à la stabilité utilisé en cas de risque de manque de liquidités lorsque des membres du MES sont confrontés à un risque de perte progressive d'accès au marché, sans avoir besoin d'un programme complet.

Nous mettrons en place un processus pour finaliser les termes de référence d'ici décembre.

Union bancaire

En ce qui concerne l'Union bancaire, la feuille de route du conseil ECOFIN de juin 2016 a reconnu que des étapes supplémentaires devaient être franchies en termes de réduction et de partage des risques dans le secteur financier, dans l'ordre approprié, en ce qui concerne les prêts non performants, les régimes d'insolvabilité, le paquet bancaire et la lutte contre le blanchiment d'argent.

Backstop (filet de sécurité)

Le MES devrait servir de backstop au fonds de résolution unique. Il devrait être établi sous la forme d'une ligne de crédit. Sur la base d'une réduction des risques suffisante, son entrée en vigueur devrait être anticipée avant 2024.

La taille du backstop devrait être proche mais ne devrait pas être supérieure à la taille du fonds de résolution unique. Le backstop devrait remplacer l'instrument de recapitalisation directe.

La neutralité budgétaire à moyen terme sera assurée en particulier par le remboursement du backstop par des contributions extraordinaires ex post du secteur bancaire en trois ans avec une extension potentielle de deux ans.

À condition que des progrès suffisants soient réalisés dans tous les domaines pertinents de réduction des risques, à faire évaluer par les autorités compétentes (Commission, MSU et Conseil de Résolution Unique), l'entrée en vigueur du backstop devrait être anticipée avant 2024. En 2020, les autorités en charge fourniront un rapport sur la tendance des prêts non performants et la constitution de MREL subordonné. Sur cette base et si la réduction des risques est satisfaisante, la décision finale sur l'entrée en vigueur anticipée du backstop devrait être prise par l'Eurogroupe / ECOFIN / Conseil européen.

Nous évaluerons la taille du fonds de résolution unique dans le contexte de la revue de fin 2018 et la nécessité de revoir l'accord intergouvernemental pour anticiper le backstop.

Des termes de référence avec les caractéristiques précises du backstop devraient être élaborés en vue d'une approbation politique d'ici à décembre 2018, sur la base des travaux effectués jusqu'ici par le groupe d'experts existant.

EDIS

Nous réaffirmons l'importance du renforcement de l'Union bancaire en vue de son achèvement. Cela signifie, sur tous les éléments de la feuille de route du conseil ECOFIN de juin 2016, à la fois la réduction des risques et le partage des risques dans l'ordre approprié. Le travail sur une feuille de route pour entamer des négociations politiques sur la garantie européenne des dépôts (EDIS) pourrait commencer après le Conseil européen de juin.

Union des marchés de capitaux

Nous nous engageons à réaliser des progrès décisifs vers une Union des marchés de capitaux, sur tous les éléments agréés par nos ministres des Finances.

Budget de la zone euro

Nous proposons d'établir un budget de la zone euro, dans le cadre de l'Union européenne, afin de promouvoir la compétitivité, la convergence et la stabilisation dans la zone euro, à partir de 2021.

Les décisions sur le financement devraient prendre en compte les négociations sur le prochain cadre financier pluriannuel. Les ressources proviendraient à la fois des contributions nationales, de l'affectation de recettes fiscales et de ressources européennes.

Le budget de la zone euro serait défini sur une base pluriannuelle

Le but du budget de la zone euro est la compétitivité et la convergence, qui seraient assurées à travers des investissements dans l'innovation et le capital humain. Il pourrait financer de nouveaux investissements et venir en substitution de dépenses nationales.

Nous étudierons la question d'un Fonds européen de stabilisation de l'assurance chômage, pour l'éventualité de graves crises économiques, sans transferts. La France et l'Allemagne mettront en place un groupe de travail en vue de faire des propositions concrètes pour le Conseil européen de décembre 2018.

Les décisions stratégiques concernant le budget de la zone euro seront prises par les pays de la zone euro. Les décisions concernant les dépenses devraient être exécutées par la Commission européenne (...).

On notera en particulier des progrès significatifs en matière de budget de la zone euro, de fiscalité et sur le MES qui va sans doute devenir un FME. Cette convergence générale de vue entre la France et l'Allemagne a été rendue possible grâce à un gros travail en amont, réalisé par les experts et les ministres de l'économie des deux pays (les tractations ont duré plusieurs mois). Mais les détails techniques à mettre au point sur ces différents thèmes vont dépendre de discussions et

L'EURO

négociations au niveau de l'ensemble des membres de la zone euro. Déjà, sur le montant du budget de la zone euro, les Allemands et les Français ne semblent toujours pas d'accord : si E. Macron estime que cette Déclaration franco-allemande est « une avancée historique », il n'est pas sûr que la Chancelière ne soit pas obligée de reculer pour des raisons de politique intérieure...

En référence aux trois paris que j'ai présentés plus haut, il semble que le pari d'A. Merkel, celui de la révision, risque, encore une fois et peut-être pour longtemps encore, de l'emporter sur celui d'E. Macron, qui est celui de la réforme. Si tel était le cas, le risque d'implosion de la zone euro deviendrait de plus en plus grand à cause en particulier de l'aggravation des divergences économiques entre États membres et de l'incapacité encore importante de la zone euro à faire face à de nouvelles crises financières. Ne faut-il donc pas précipiter les événements pour engager le 3^{ème} pari, celui de la refonte de la zone euro ?

Je suis alors tenté de reprendre ici le titre d'un livre que le Professeur d'économie Alain Cotta fit paraître en juin 2010, chez Plon : « sortir de l'euro ou mourir à petit feu » ! Le fait de citer cet ouvrage renvoie nécessairement aux positions des uns et des autres sur le Traité de Maastricht. D'ailleurs, en 1992, Alain Cotta publia chez Fayard un livre dont le titre annonçait déjà la couleur : « Pour l'Europe, contre Maastricht ». D'autres auteurs, d'horizons divers et de points de vue différents mais tous dignes de foi, font également partie, comme je le suis personnellement depuis le début, des opposants à ce traité et/ou des critiques de l'euro tel qu'il a été conçu et mis en œuvre : J. Sapir, E. Todd, H. Sterdyniak, F. Lordon, J. Nikonoff et les Prix Nobel d'économie C. Pissarides, P. Krugman, M. Friedman, A. Sen, J. Stiglitz.

Envisager ici et maintenant la question des « paris » que l'on peut faire pour rendre viable l'union économique et monétaire européenne qui est actuellement très malade, sinon en danger de mort, me renvoie à l'excellent article qu'avait publié au cours du premier trimestre 2014 Robert Boyer : « Sept scénarios pour l'avenir de l'Union européenne » (voir dans cet historique des extraits et ce que nous en disons, fin mars 2014). Le scénario actuellement à l'œuvre, l'ordolibéral, est présenté en second. Le scénario fédéraliste et démocratique que je défends est l'avant-dernier. Je suis plus optimiste que R. Boyer sur sa faisabilité, surtout quand il termine en écrivant : « Faudra-t-il que survienne un épisode aussi dramatique que celui de la Seconde Guerre mondiale pour que le scénario fédéraliste apparaisse à nouveau comme un horizon désirable et atteignable ? ».

Le mercredi 20, de nombreuses personnalités se félicitent de la « Déclaration de Meseberg », parmi lesquelles on a le Premier ministre français E. Philippe, le Président de la commission J.-C. Juncker, le Commissaire P. Moscovici, ...

De Sintra, au Portugal, le Président de la BCE se félicite également de l'initiative franco-allemande. M. Draghi participe à une conférence à laquelle participent d'autres banquiers centraux, en particulier ceux de la Fed, de la BoJ et de la Reserve Bank australienne. Tous s'alarment des risques de guerre commerciale dans la mesure où celle-ci les place potentiellement dans un dilemme : comme les mesures protectionnistes peuvent à la fois ralentir la croissance et augmenter le taux d'inflation, leur faudra-t-il plutôt baisser ou au contraire élever leurs taux directeurs ?

Mais le jeudi 21, de Luxembourg, le ministre néerlandais des finances, W. Hoekstra pose la question, et y répond : « En ce qui concerne une capacité fiscale ou un budget pour la zone euro, une question se pose : quel genre de problème cela résout-il ? Ça n'est pas clair pour nous et nous n'y sommes pas favorables ».

Le même jour, le chef de cabinet du Président polonais considère que « si les pays de la zone euro décident de dépenser plus pour contribuer à ce budget, c'est leur affaire interne. Si par contre cela

devait se faire au détriment de leur contribution au budget général, alors ce serait effectivement la fin de l'UE ; cela signifierait de facto que la zone euro s'en va et veut opérer en dehors du cadre général de l'Union ».

Dans la nuit du jeudi 21 au vendredi 22, est signé par les ministres des finances de la zone euro (Eurogroupe) à Luxembourg, après plus de 6 heures de réunion, un accord « historique » sur la fin des plans de sauvetage - avec le versement de la toute dernière tranche d'aide, de 15 milliards d'euros - et de l'austérité en Grèce. Cet accord prévoit pour le 20 août la fin de la tutelle qu'exercent les créanciers sur la Grèce et un certain allègement de la dette publique grecque sous la forme d'un allongement de 10 ans des échéances de remboursement, question qui a provoqué une certaine résistance de l'Allemagne, laquelle a exigé la poursuite des dernières réformes. À partir du 20 août, la Grèce pourra donc recommencer à se financer directement sur les marchés. Toutes les parties prenantes se félicitent du résultat obtenu : la « crise grecque » est finie et comme le dit le premier ministre grec Alexis Tsipras, « une nouvelle page est en train de s'écrire mais nous ne devons pas pour autant détruire le chemin fait sur les réformes et sur les efforts budgétaires ». D'ailleurs, Christine Lagarde, directrice générale du FMI, estime qu'à moyen terme la dette grecque est soutenable « mais sur le long terme, nous avons des réserves ».

Par ailleurs, sur la question de la réforme de la zone euro, plusieurs « frondeurs » de l'Eurogroupe, conduits par le ministre des finances des Pays-Bas, expriment au Président Mario Centeno leurs désaccords sur le relevé des débats.

Le vendredi 22, « Le Journal International » fait paraître un article où, sous la plume de Filippa Chatzistavrou, juriste et politiste à Athènes, on lit : « (...) la crise a constitué un moment idéal pour renforcer le caractère disciplinaire et punitif des politiques budgétaires et fiscales en Europe, surtout au détriment des États périphériques. Néanmoins, je ne pense pas que l'Allemagne soit un Hégémon, ni même un Hégémon réticent. Car un Hégémon selon les préceptes théoriques est censé distribuer des biens publics afin que le régime puisse être pérenne ou au moins l'objectif d'y parvenir dans les dans le futur. Ce n'est pas le cas de l'Allemagne. Je pense que l'Allemagne a réussi, et ce depuis les années 1950, à européeniser sa vision contemporaine de projet sociétal. Il s'agit d'une domination civilisationnelle. Une volonté qui s'est accrue après la réunification dont celle-ci a constitué le moteur pour consolider sa position. Ce que je veux dire par là, c'est qu'il ne s'agit pas seulement de questions fiscales et budgétaires mais bien d'imposer un système de valeurs spirituelles, philosophiques, morales et politiques. La France, bien qu'elle représentait une autre voie, n'a pas su s'imposer (...) ». *L'auteur de cet article rejoint à sa façon le propos souvent tenu ici sur le pouvoir qu'exerce l'idéologie ordolibérale dans toute l'Europe et sur l'incapacité de la France à lui résister ; au contraire même, l'actuel président français semble y souscrire quand il rend hommage à « l'économie sociale de marché ».*

Dimanche 24, à la suite du « coup de force » fait par le ministre de l'intérieur italien, Matteo Salvini, qui a refusé que l'Aquarius accoste en Italie, un « mini-sommet » se tient à Bruxelles sur la question migratoire à la demande de la Chancelière Merkel et organisé rapidement par la Commission. Rien de précis ni d'important n'en sort. Aucun consensus n'est obtenu bien que les pays du groupe de Visegrad en soient absents.

Mardi 26, dans un entretien donné au FT (Financial Times), le ministre français de l'économie B. Le Maire considère que la proposition franco-allemande d'un budget pour la zone euro faite dans la Déclaration de Meseberg « n'est pas négociable ».

Le même jour, Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE, juge « utile » l'idée franco-allemande de créer un budget de la zone euro afin que celle-ci soit renforcée comme elle en a impérativement besoin. Selon lui, ce budget est aussi « un symbole politique, celui de l'intérêt commun des pays de la zone euro ». À côté de la question du budget, il considère que le renforcement du marché unique, le parachèvement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux sont également des priorités dans la mesure où ce sont des facteurs de stimulation de la croissance, de l'investissement et de l'innovation.

L'opinion de B. Cœuré est plus modeste et aussi plus réaliste que celle de B. Le Maire.

Le vendredi 29, Le Monde publie deux articles bien différents sur l'euro.

Celui de Mario Centeno, président de l'Eurogroupe, est béat de satisfaction et d'optimisme (son titre est : « L'euro est sorti plus fort encore de la crise ») ; même si, en pleine contradiction avec tout le

développement, il reconnaît dans la conclusion que « nous devons également être conscients des coûts de l'inaction. Si nous n'arrivons pas à offrir un euro plus fort où tous nos pays peuvent prospérer, cela ne sera pas durable ».

L'article de l'économiste et coprésident de la Fondation Copernic, Pierre Khalfa, est une sorte de réponse à l'article précédent, à partir du cas de la Grèce. La conclusion est claire : « Face à l'étranglement financier du pays consciemment organisé par la Banque centrale européenne (BCE) et l'Eurogroupe, Alexis Tsipras a refusé de les affronter et n'a pas pris les mesures unilatérales qui lui auraient permis de desserrer l'étau. Il a choisi de capituler, espérant pouvoir négocier au mieux l'avenir de son pays. Alors qu'un plan de reconstruction et d'investissements massifs était nécessaire, la Grèce est condamnée aujourd'hui au mieux à périliter, au pire à continuer à s'enfoncer dans la pauvreté et le dénuement. Une leçon pour toute la gauche européenne ».

L'analyse de Pierre Khalfa rejoint celle de Yanis Varoufakis.

Lors du Conseil européen tant attendu, commencé la veille, intervient, vers 4h 1/2 de ce vendredi 20, après 9 heures de négociation, un accord sur la question migratoire (<http://www.consilium.europa.eu/media/35943/28-euco-final-conclusions-fr.pdf>). C'est le résultat d'un compromis, qui est concrètement beaucoup moins satisfaisant que semblent le dire les responsables qui l'ont adopté. On lit notamment dans le relevé de conclusions :

- « (...) Afin de casser définitivement le modèle économique des passeurs et d'empêcher ainsi des pertes tragiques de vies humaines, il est nécessaire de supprimer l'incitation à entreprendre des voyages périlleux. Cela nécessite une nouvelle approche, fondée sur des actions menées en commun ou de manière complémentaire entre les États membres, à l'égard du débarquement des personnes secourues dans le cadre d'opérations de recherche et de sauvetage. Dans ce contexte, le Conseil européen invite le Conseil et la Commission à examiner sans tarder le concept de plateformes régionales de débarquement, en coopération étroite avec les pays tiers concernés ainsi que le HCR et l'OIM. Ces plateformes devraient fonctionner en distinguant entre les situations individuelles, dans le plein respect du droit international et sans créer de facteur d'appel.

- Sur le territoire de l'UE, les personnes secourues, conformément au droit international, devraient être prises en charge sur la base d'un effort partagé, par un transfert dans des centres contrôlés établis dans des États membres, uniquement sur une base volontaire, où un traitement rapide et sûr permettrait, avec le soutien total de l'UE, de distinguer les migrants en situation irrégulière, qui feront l'objet d'un retour, des personnes ayant besoin d'une protection internationale, auxquelles le principe de solidarité s'appliquerait. Toutes les mesures dans le contexte de ces centres contrôlés, y compris la relocalisation et la réinstallation, s'entendent sur une base volontaire, sans préjudice de la réforme de Dublin (...) ».

Notons que quelques heures plus tard, le Président Macron précise que la France « n'ouvrira pas de centres » ...

Tous les participants à ce sommet disent à qui veut les entendre que la solution au problème des migrations ne peut être qu'européenne : alors, à la lecture des conclusions de ce Conseil européen, on est en droit de se demander quelle est cette solution européenne ? !

Le Conseil européen poursuit sa journée du 29 en étudiant - à 27 - le dossier du Brexit, qui, à vrai dire, est au point mort. Selon Ch. De Marcilly, directeur du bureau bruxellois de la Fondation Robert Schuman, « Les Brexiteurs vont tenter de passer en force pendant un ultime sommet, quelques jours avant le Brexit effectif. Pendant une réunion de la dernière chance, à 4 heures du matin, Theresa May pourrait faire plier les 27 autres ».

Comme à l'occasion de tous les Conseils européens, se tient un « Sommet de la zone euro ». Pour ce qui nous concerne ici, les conclusions de ce sommet revêtent une importance cruciale (<http://www.consilium.europa.eu/media/36001/29-euro-summit-statement-fr.pdf>)

On y lit, in extenso :

« Dans le prolongement du programme des dirigeants et des résultats de la réunion qu'il a tenue en décembre 2017, et accueillant favorablement les contributions nationales, y compris celle présentée par la France et l'Allemagne, le sommet de la zone euro est convenu ce jour de ce qui suit :

1. L'accord intervenu au Conseil sur le paquet bancaire devrait permettre aux colégislateurs d'adopter celui-ci avant la fin de l'année tout en préservant l'équilibre global. Dans le

respect de tous les éléments de la feuille de route de 2016 dans l'ordre approprié, il convient de commencer les travaux sur une feuille de route pour que soient entamées des négociations politiques sur le système européen d'assurance des dépôts.

2. Le MES servira de filet de sécurité commun au Fonds de résolution unique et il sera procédé à son renforcement en travaillant sur la base de tous les éléments d'une réforme du MES énoncés dans la lettre du président de l'Eurogroupe. L'Eurogroupe élaborera les termes de référence du filet de sécurité commun et arrêtera, d'ici décembre 2018, des modalités de fonctionnement relatives à la poursuite du développement du MES.
3. L'Eurogroupe examinera de manière plus approfondie toutes les questions mentionnées dans la lettre du président de l'Eurogroupe.
4. Le sommet de la zone euro reviendra sur ces questions en décembre 2018.

Le sommet de la zone euro se félicite de la déclaration faite par l'Eurogroupe le 21 juin 2018 sur le versement de la dernière tranche de l'aide financière accordée par le MES à la Grèce et sur les mesures d'allègement de la dette à moyen terme, qui permettent de clore avec succès le programme d'assistance financière dont fait l'objet la Grèce ».

*Soulignons d'emblée que le mot de « budget » ne figure pas et que seules les questions du paquet bancaire et du MES sont mentionnées. Les Français ont pourtant fait le maximum pour que les conclusions de ce Sommet soient plus ambitieuses mais le poids de Paris n'est pas suffisant pour contrebalancer une douzaine de pays qui sont opposés ou au moins très sceptiques sur l'intérêt d'un budget propre à la zone euro. Même si le Sommet de la zone euro dit accueillir favorablement les propositions contenues dans la Déclaration de Meseberg et s'il demande à l'Eurogroupe d'étudier les questions proposées par son Président, quelle déception ! C'est d'ailleurs sans doute le sentiment qu'ont ressenti les trois eurodéputés, réputés en matière d'économie européenne, qui ont écrit un article dans *Le Monde* paru le lendemain samedi, qu'ils concluent ainsi : « La fenêtre d'opportunité pour finaliser l'union économique et monétaire et l'union bancaire est ouverte : tous les chefs d'État et de gouvernement au Conseil européen doivent être conscients qu'elle ne le restera pas très longtemps. L'Union européenne ne peut se permettre de ne rien faire en attendant les futures crises. Parce que cette réforme est la plus importante depuis le traité de Maastricht, chacun au Conseil se doit désormais de faire preuve d'ambition et de courage politique ».*

Décidément, l'UE et la zone euro sont très malades et, à cause d'un manque évident de leadership, leur avenir s'annonce très sombre. On court à la catastrophe économique, sociale et politique généralisée !

Notons que dans le journal Le Monde du mercredi 11 juillet paraîtra un article signé par 14 économistes allemands et français, réputés sur les questions européennes, intitulé « Dans la zone euro, des tabous restent à briser ». Les auteurs reconnaissent que certains tabous sont brisés par la déclaration de Meseberg et par le Sommet qui vient d'avoir lieu, en particulier ceux qui permettent de réaliser enfin une véritable union bancaire et de renforcer le MES. Mais « (...) Pour autant, le compte n'y est pas. Trois éléments-clés sont toujours manquants.

Premièrement, les dirigeants de la zone euro doivent parachever le travail commencé en 2012 et briser une bonne fois pour toutes le cercle vicieux qui fragilise simultanément les banques et les gouvernements nationaux. Pour cela, il faut briser un autre tabou important : l'excessive concentration des dettes souveraines détenues par les banques nationales. La réglementation bancaire devrait pénaliser non pas la détention de dettes publiques en général, mais l'excès de concentration sur un pays particulier. La création d'un actif zone euro « sans risque » serait aussi une piste pour stabiliser le système bancaire.

Deuxièmement, ni la déclaration du sommet ni la lettre du président de l'Eurogroupe ne proposent de révision des règles budgétaires. Or les règles actuelles sont illisibles, difficiles à appliquer et déstabilisantes, incitant les gouvernements à couper dans les dépenses en phase de récession et à distribuer des cagnottes en phase de croissance. De nombreux observateurs, dont notre groupe, proposent d'évoluer vers des règles plus simples de contrôle de la dépense publique, avec pour objectif une stabilisation de la dette à long terme. Plutôt que d'improbables sanctions par Bruxelles, il faut renforcer l'indépendance et les moyens des conseils budgétaires nationaux (tel le Haut Conseil des finances publiques en France) et redonner un rôle, limité mais essentiel, au marché, avec l'émission d'obligations junior lors d'éventuelles violations des règles budgétaires.

Troisièmement, la déclaration du 29 juin est muette sur la question de la stabilisation macroéconomique. Le manque de stabilisation budgétaire pendant la crise de la zone euro a fortement

aggravé la crise dans un certain nombre de pays. L'Eurogroupe évoque la possibilité d'introduire un régime d'assurance-chômage qui pourrait remplir une telle fonction de stabilisation. Un tel système pourrait jouer un rôle important et être mis en place sans créer de transferts permanents entre pays, la fameuse « union de transfert » que rejettent absolument l'Allemagne et d'autres pays du nord de l'Europe. Cependant, le sujet n'est visiblement pas mûr politiquement. Les économistes ont devant eux un important travail de persuasion (...) ».

En cette fin de mois de juin, l'euro cote 1,1684 \$ après avoir coté 1,1659 le 1^{er}, 1,1768 le 8, 1,1609 le 15 et 1,1654 le 22.

« Le taux d'inflation annuel de la zone euro est estimé à 2,0% en juin 2018, contre 1,9% en mai, selon une estimation rapide publiée par Eurostat, l'office statistique de l'Union européenne.

S'agissant des principales composantes de l'inflation de la zone euro, l'énergie devrait connaître le taux annuel le plus élevé en juin (8,0%, comparé à 6,1% en mai), suivie de l'alimentation, alcool & tabac (2,8%, comparé à 2,5% en mai), des services (1,3%, comparé à 1,6% en mai) et des biens industriels non énergétiques (0,4%, comparé à 0,3% en mai) » (Communiqué de presse d'Eurostat du 29 juin).

Ainsi, la norme que se fixe la BCE est atteinte, et c'est la 1^{ère} fois depuis février 2017.

• Juillet 2018 ->

Le 1^{er} juillet, la Présidence du Conseil européen est prise pour 6 mois par le chancelier autrichien Sebastian Kurz. Ses idées sur la zone euro sont proches de celles de l'Allemagne. Il reconnaît qu'il faut renforcer la zone euro mais « le plus important est de respecter les règles existantes ».

Le mercredi 4, paraît dans Le Monde un long entretien donné par Hélène Rey, professeure à la London Business School et spécialiste des politiques monétaires.

Concernant la situation de la zone euro et de la monnaie unique, on retiendra les réflexions suivantes : « il reste beaucoup à faire pour terminer l'union monétaire » ; « il faut se débarrasser de la limite rigide d'un déficit de 3% du PIB et installer des règles calculées sur l'ensemble du cycle économique » ; « je crois que l'Union européenne est une réussite formidable » ; « l'architecture de l'euro peut et doit être améliorée. Mais les populations ne veulent abandonner l'euro ».

Ces réflexions sur l'euro, avec lesquelles tout « européeniste » ne peut qu'être d'accord, se trouvent en fin d'entretien.

Le début de l'intervention d'H. Rey offre une analyse du pouvoir monétaire de la Fed qui est très intéressante :

« Votre thèse est que les cycles financiers sont devenus tellement puissants que les banques centrales ont perdu le pouvoir... »

Je ne suis pas aussi excessive que cela. Mais il est vrai qu'il y a un cycle financier international, qu'on voit les flots financiers – bancaires, dettes, investissements... – qui se déplacent ensemble. Les prix des actifs risqués fluctuent violemment. Au cœur de ce phénomène, on retrouve un facteur qui les explique largement : la Fed, avec sa politique monétaire.

La Fed serait-elle devenue presque toute-puissante ?

Oui, sa politique a un impact sur l'ensemble des marchés financiers internationaux, y compris pour les pays qui ont un taux de change flexible. C'est une idée nouvelle. Jusqu'à récemment, les économistes pensaient que l'influence de la Fed se transmettait d'un pays à un autre uniquement si le taux de change était fixe. C'était logique : avoir un taux de change adossé au dollar revenait à lier la politique de la Fed à son économie. C'est ce que fait Hong-Kong par exemple. Mais on pensait qu'un régime de taux de change flexible permettait de se protéger de cela, et de conserver une politique monétaire autonome. Dans mon travail, j'ai montré que cela n'est que partiellement vrai. Même les pays avec des taux de change flexibles, comme le Royaume-Uni, sont largement influencés par la politique de la Fed et les cycles financiers mondiaux. Cela signifie que les banques centrales ont besoin d'outils supplémentaires, en plus du taux d'intérêt, pour agir (...) ».

Dans sa chronique parue dans l'édition du 5 juillet de « L'Obs », et intitulée « La prochaine crise européenne sera la dernière », l'économiste Daniel Cohen fait en quelque sorte écho à l'opinion personnelle que j'ai exprimée plus haut, fin juin, où je dis que l'UE et la zone euro sont très malades et que l'on court à la catastrophe. En effet, on lit dans cette chronique :

« (...) les crises économiques favorisent toujours la montée des égoïsmes, tant individuels que nationaux. Mais l'Europe y a aussi contribué. À force d'autoriser des aménagements à la carte, elle a fini par perdre son âme. On ne peut réformer Schengen d'un côté et l'euro de l'autre. Au lieu de s'ajouter, les volontés se soustraient. Or, les problèmes à gérer forment un tout. L'euro et la libre

circulation des personnes sont complémentaires. C'est la leçon centrale de ce que les économistes appellent la théorie des unions monétaires optimales. (...) La seule voie cohérente, celle d'un "noyau dur" qui intègre tous ces éléments à la fois, a été écartée au nom d'une Europe intégrée à venir. Elle n'est pas venue. (...) Il est devenu impossible d'imaginer aujourd'hui la constitution d'un noyau dur. Cela reste pourtant la seule option possible, qu'il faudra reprendre lorsque (si ?) la tension actuelle retombera, avec l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne... Si elle reste constamment au milieu du gué à gérer ses propres compromis, l'Europe sera engloutie par la prochaine crise ».

Les vendredi 6, samedi 7 et dimanche 8 se tient à Aix-en-Provence la 18^{ème} édition des Rencontres économiques, à l'initiative du Cercle des économistes. Le thème général est « les métamorphoses du monde ». Comme il est dit dans la Déclaration finale, « cinq enjeux urgents se posent auxquels nous avons essayé d'apporter des réponses novatrices, réalistes, et qui portent essentiellement sur la volonté de renouer les fils du dialogue à tous les niveaux ». Les deux premiers enjeux nous concernent plus spécialement ici : « (...)

1. Prendre l'initiative d'une alliance multilatérale

- **Fédérer un ensemble de pays volontaires, ceux qui croient au multilatéralisme, au sein d'une initiative, impulsée par l'Europe, appelée « Alliance Multilatérale » (AM)** qui aurait pour rôle central de maintenir un dialogue au niveau mondial et de représenter un poids suffisant face aux nations qui le remettent en cause, notamment les États-Unis. Cette initiative aurait un statut clair, un budget, un agenda formalisé, un périmètre d'intervention et évidemment les moyens de son fonctionnement.
- Rendre le fonctionnement de l'OMC plus efficace et plus simple, notamment en ce qui concerne l'Organe de Règlement des Différends (ORD). Il faut refonder l'OMC, s'assurer de la pleine participation des pays émergents aux initiatives qui pourraient être prises, et sanctuariser les préférences accordées aux Pays les Moins Avancés à l'occasion de la renégociation du statut des pays en voie de développement à l'OMC.

2. Reconstruire l'Europe

Il faut reconstruire l'Europe autour de ses valeurs fondamentales avec ceux qui les partagent tout en conservant le socle économique et financier. Nous sommes conscients que cela pourrait remettre en cause le fonctionnement des organisations existantes. C'est la raison pour laquelle il nous paraît essentiel de consolider les dispositifs financiers et fiscaux existants.

- Finaliser l'union bancaire, accélérer le calendrier de l'union des marchés de capitaux et faire monter en puissance le Mécanisme européen de solidarité pour le doter d'une action de réaction, mais aussi de prévention des crises. Créer des dispositifs confortant la BCE dans son rôle d'assurance de la liquidité et créer un « actif sûr » européen.
- Réformer le Fonds Européen d'ajustement à la Mondialisation (FEM) en améliorant le recueil des données sur les perdants de la mondialisation et en révisant les règles du programme pour augmenter son utilisation et ses capacités d'intervention.
- Renforcer notre politique de la concurrence avec une régulation adaptée qui exclut et sanctionne plus fermement les monopoles. Ceci concerne en premier lieu les entreprises du secteur technologique installées en Europe. Par ailleurs, il faut régler le problème de leur fiscalité, et les taxer, selon la proposition française, en se basant sur leurs profits mondiaux et en les ventilant entre États à l'aide d'une clé de répartition non manipulable, à savoir le montant des ventes réalisées dans chaque pays (...).

Pendant les trois jours de débat, l'Europe est souvent au cœur des discussions. Elle est même le sujet entier de deux sessions, l'une intitulée « Et si l'Europe était une solution ? », avec deux intervenants : Christine Lagarde, directrice générale du FMI, et Jean-Dominique Sénard, Président du groupe Michelin, et co-auteur avec Nicole Notat du rapport sur « Entreprise et intérêt général », remis en mars, l'autre, intitulée « Comment l'Europe va-t-elle inspirer le monde ? ». Dans les discussions de ces deux sessions et des autres, il y a consensus pour dire que l'avenir de la zone euro tient en une réforme de son fonctionnement, avec en particulier « une capacité budgétaire commune et centralisée » pour reprendre l'expression de Christine Lagarde et du FMI. Laurence Boone, du Cercle des économistes, indique d'ailleurs que cette capacité budgétaire présenterait l'avantage d'apporter de la transparence dans le fonctionnement financier de la zone euro et donc de servir le besoin de démocratie. Notons par ailleurs que l'intervention de J.-D. Sénard est très remarquée et appréciée au point d'être évoquée lors de nombreuses autres sessions. Il fait en effet de justes et graves réflexions sur les dérives du capitalisme actionnarial et sa notion de « capitalisme responsable » me renvoie personnellement à la notion d' "esprit du capitalisme" développée en 1999 par L. Boltanski et E. Chapiello : rappelons que ces deux auteurs montrent comment le capitalisme s'approprie les critiques qu'on lui adresse pour se reconfigurer en conséquence et, bien sûr, à son avantage. D'une certaine façon, J.-D. Sénard propose des solutions pour que le capitalisme donne un nouveau ressort à son dynamisme et à sa dynamique.

Les dimanche 8 et lundi 9, successivement, les ministres britanniques David Davis, chargé du Brexit, puis Boris Johnson, ministre des Affaires étrangères, démissionnent du gouvernement de Theresa

May. Partisans d'un divorce dur entre le RU et l'UE, ils n'admettent pas la nouvelle stratégie définie par la Première ministre en faveur d'un divorce à l'amiable, avec le maintien d'une Union douanière. Le mardi 10, le Président Macron fait un discours devant le Congrès réuni à Versailles, dont le but est de mettre l'accent sur le « social ».

Nous relevons notamment que, selon lui, « (...) Les Français doivent reconquérir leurs parts dans le capital des sociétés françaises. L'utilisation de leur épargne, mais aussi leur association plus étroite au capital des entreprises dont ils sont salariés sont la clé d'un capitalisme populaire retrouvé. Cela passe ainsi par l'implication directe des salariés dans la réussite de l'entreprise à travers un nouvel élan de la participation et de l'intéressement préparé par le Gouvernement et qui vous sera soumis pour entrer en vigueur en 2019. Je n'aime ni les castes ni les rentes ni les privilèges et je crois qu'il existe des réussites qui ne se traduisent pas par l'enrichissement pécuniaire, mais la création de richesse, la prospérité d'une nation sont le socle de tout projet de justice et d'équité. (...) Toutes les sociétés qui ont propagé l'idée que la prospérité devait nécessairement se traduire par des inégalités croissantes le paieront, je le crois, au prix fort. Certaines ont déjà commencé à le payer lorsque les classes populaires et les classes moyennes se sont réveillées pour rappeler à leurs dirigeants que le compte n'y était pas. Mais ne nous y trompons pas, nous aussi, nous avons des inégalités croissantes. Il y a une voie française vers l'inégalité. Elle progresse depuis plus de 30 ans. Il ne s'agit pas, comme chez nombre de nos voisins, d'une inégalité de revenus, même si elle existe. Non, ce qui s'est installé avant tout en France, ce sont les inégalités de destin. (...)

Et pour moi, c'est cela qui m'obsède, le modèle français de notre siècle. Le réel modèle social de notre pays doit choisir de s'attaquer aux racines profondes des inégalités de destin, celles qui sont décidées avant même notre naissance, qui favorisent insidieusement les uns et défavorisent inexorablement les autres sans que cela se voie, sans que cela s'avoue. Le modèle français que je veux défendre exige que ce ne soient plus la naissance, la chance ou les réseaux qui commandent la situation sociale, mais les talents, l'effort, le mérite. Oui, à mes yeux, le cœur même d'une politique sociale, celle que nous devons porter n'est pas d'aider les gens à vivre mieux la condition dans laquelle ils sont nés et destinés à rester, mais d'en sortir. Le pilier premier de la politique sociale à laquelle je crois est une politique de l'émancipation de chacun qui libère du déterminisme social, qui s'affranchit des statuts. (...) La priorité de l'année qui vient est simple : nous devons construire l'État Providence du XXe siècle. Un État-providence émancipateur, universel, efficace responsabilisant, c'est-à-dire couvrant davantage, protégeant mieux, s'appuyant aussi sur les mêmes droits et les mêmes devoirs pour tous (...) ».

Notons que dans Le Monde du 13 juillet, l'économiste Bernard Baudry critique la notion de capitalisme populaire telle que la présente E. Macron : « (...) Ce capitalisme populaire "macronien" serait donc un compromis vertueux entre le capital et le travail, en associant les salariés au partage des profits et à la gestion de l'entreprise. Nous proposons une autre lecture de ce projet présidentiel, projet qui conforte une certaine vision, à la fois managériale et financière, du fonctionnement de l'entreprise. Il s'agit en réalité de reporter sur les salariés un double risque économique et financier, le premier lié à la variabilité de leur rémunération totale, le second lié à l'instabilité des placements issus de la participation et de l'intéressement. Sans accroître pour autant leur rôle dans la gestion de l'entreprise (...) Ce capitalisme "populaire" prôné par le président Macron conforte, tout compte fait, la place des investisseurs institutionnels qui gèrent les PEE, et donc de la finance, sans augmenter la participation des salariés à la gestion de l'entreprise. On est bien loin d'un réel rééquilibrage entre le capital et le travail, qui supposerait une vraie réforme de la gouvernance des entreprises ».

Également en date du 10 juillet Olivier Blanchard, ancien chef économiste du FMI et actuellement économiste au Peterson Institut de Washington, qui a assisté lui aussi aux rencontres économiques d'Aix-en-Provence, accord un entretien qui est lui aussi une preuve de ce nouvel « état d'esprit » : il dit carrément que « les élites politiques et économiques sont coupables de ne pas s'être assez préoccupées de la montée des inégalités. Elles ont trop fait confiance au capitalisme et au « consensus de Washington », selon lequel le marché serait toujours bon. Mais ses effets collatéraux n'ont pas été corrigés par la redistribution ou l'aide à la reconversion pour les salariés, par exemple. L'ouverture totale des économies, sur le marché des biens comme sur le marché des capitaux, n'est peut-être pas la meilleure des options : si l'on ne s'en préoccupe pas, les populistes le feront, avec les conséquences que l'on sait ».

Décidément, on assiste depuis quelque temps à l'évolution du discours des élites politiques, entrepreneuriales et économiques orthodoxes : elles se plaisent maintenant à dénoncer les excès du capitalisme parce qu'elles se rendent compte que ces excès nuisent au système lui-même - donc à eux-mêmes par la même occasion - et lui font perdre les atouts qu'elles lui reconnaissaient souvent béatement. Elles osent alors des analyses que les économistes hétérodoxes - dont beaucoup sont même « atterrés » par les tenants et aboutissants du néolibéralisme ambiant - font depuis longtemps, mais en les exprimant non pas sous forme de critiques radicales mais sous forme de préconisations à suivre pour éviter au système d'aggraver ses contre-performances et pour lui permettre de trouver de nouvelles capacités de rebond. Pour cela, elles se sentent acculées à reconsidérer jusqu'à leurs objectifs et à redéfinir le contenu des politiques économiques et sociales.

Le hasard veut que dans Le Monde du jeudi 12 juillet paraisse un article de trois enseignants-chercheurs en sciences de gestion et spécialistes du système comptable. En effet, cet article confirme le « nouvel état d'esprit » qui se développe actuellement chez les élites à propos du capitalisme.

Dans la deuxième partie de cet article, on lit :

« (...) Contrairement à la croyance populaire, la comptabilité ne donne pas une information neutre et objective du fonctionnement des entreprises. En effet, la manière dont les chiffres comptables sont construits et présentés reflète en réalité les croyances et valeurs sous-jacentes d'une idéologie managériale qui justifie la prédominance d'une vision actionnariale de la firme. Au fil du temps, la logique comptable pure semble avoir peu à peu disparu au profit d'une logique plus boursière, plaçant l'actionnaire et la recherche de dividendes au centre des préoccupations des entreprises, négligeant de fait les autres acteurs de l'entreprise. L'obligation pour les sociétés cotées européennes d'appliquer les normes comptables internationales (IFRS) depuis 2005 n'a fait que renforcer la primauté donnée à l'investisseur. Le normalisateur comptable international (IASB) ne cache d'ailleurs pas sa préférence lorsqu'il indique que les informations issues du système comptable doivent être en premier lieu utiles pour les actionnaires. Ce modèle d'influence anglosaxonne est en opposition avec une vision partenariale de l'entreprise qui donnerait une place plus importante aux préoccupations sociales et environnementales, et semble en contradiction avec l'ensemble des développements récents sur la responsabilité sociale des entreprises ».

Cette pertinente réflexion rejoint celle qu'ont depuis longtemps, grâce à leur hauteur de vue, des théoriciens de la comptabilité comme mon ami le Professeur Bernard Colasse. Et aussi ce que nous disons ici en date du 12 mai de cette année.

Le mercredi 11, réunion à Bruxelles du « Sommet de l'OTAN ». Elle est marquée par un climat particulièrement lourd, causé par une pluie de critiques du Président américain D. Trump à l'encontre de ses alliés. Ces critiques visent plus spécialement l'Allemagne et le R.-U.

Comme à propos du Brexit, on peut se demander si le comportement anti-européen de D. Trump ne donne pas une chance supplémentaire aux Européens de consolider leur cohésion et leur solidarité.

Ce qui se passera à Helsinki le lundi 16 entre D. Trump et V. Poutine va encore plus loin que le Sommet de l'OTAN et la guerre commerciale ouverte par les États-Unis, spécialement à l'égard de l'UE : tout se passe comme si une révolution géostratégique était en ce moment à l'œuvre, avec la formation totalement imprévue et improbable de deux axes : un axe EU-Russie et, en réaction, un axe UE-Chine.

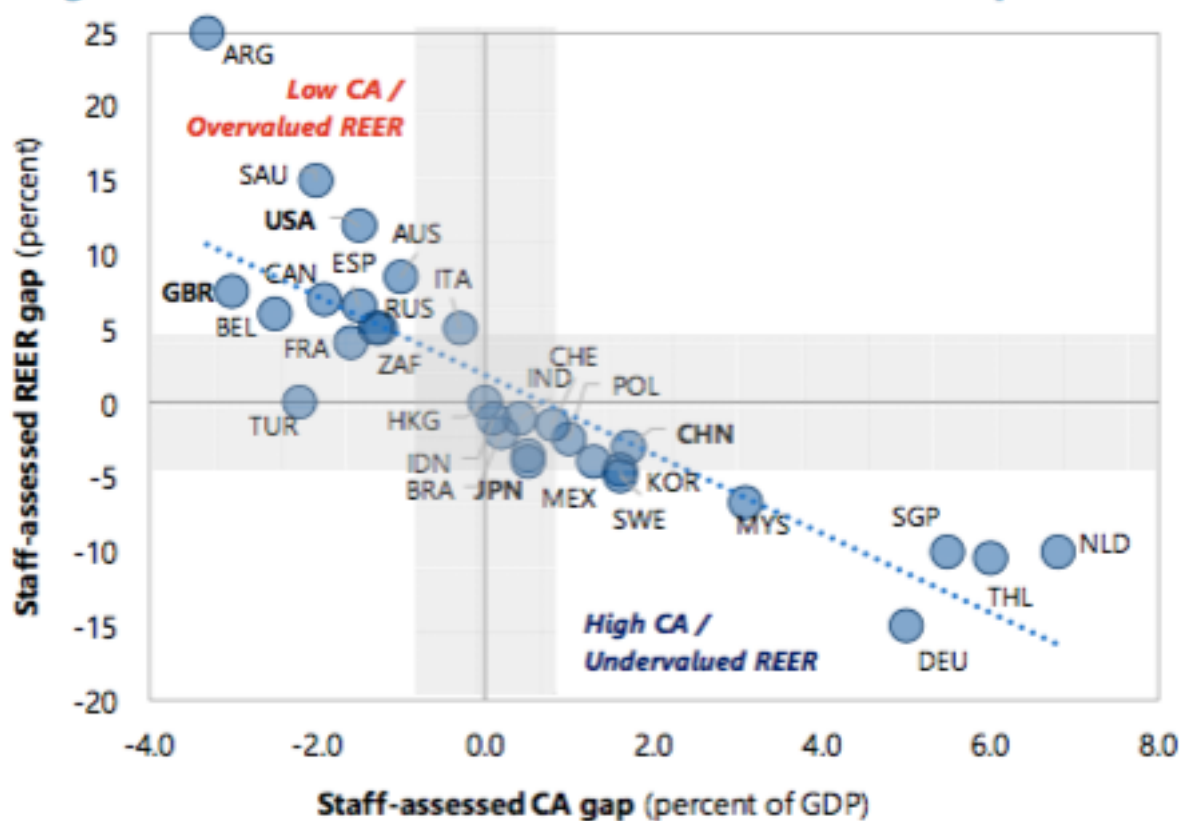
Le jeudi 19, la Commission européenne appelle les États membres à intensifier leurs préparatifs en vue du Brexit, y compris en intégrant l'hypothèse d'une rupture brutale, étant donné l'instabilité politique dont souffre Londres.

Également le 19, et comme chaque année au mois de juillet, le FMI publie son « External Sector Report ». Parmi les très nombreuses informations contenues dans ce rapport, on extrait le graphique suivant qui permet de savoir, en fonction des calculs faits par le FMI (qui estime de manière générale que les pays dont les soldes courants sont supérieurs - inférieurs - à ceux simplement garantis par les fondamentaux et les politiques souhaitables, ont des taux de change sous-évalués - surévalués -) quelles sont les économies qui ont affaire à un taux de change plutôt surévalué et celles qui ont affaire à un taux de change plutôt sous-évalué (notons que le « REER » correspond au taux de change réel effectif). On lit alors, pour les économies européennes référencées, que celles du Nord, en particulier

celle de l'Allemagne, bénéficient d'un euro sous-évalué alors que celles du Sud, en particulier celle de la France, souffrent d'un euro surévalué.

La différence entre les avantages de change pour les uns et les désavantages de change pour les autres est importante. Ce constat donne une preuve supplémentaire de la divergence entre les économies qui composent la zone euro, divergence d'ailleurs croissante comme le montrent les rapports successifs du FMI. Cette différence favorise aussi les écarts importants de compétitivité et accentue le phénomène de polarisation des activités économiques.

Figure 7. Staff-assessed Current Account and REER Gaps, 2017 ^{1/}



Source: IMF staff calculations.

^{1/} Gray bands depict broadly-in-line ranges for CA and REER gaps. REER gap based on 2017 average REER.

Le mercredi 25, le Président Trump reçoit le Président de la Commission européenne, J.-C. Juncker. Ils signent une sorte d'armistice. Pour D. Trump, c'est « aujourd'hui un grand jour pour le commerce libre et équitable ». Même si l'accord reste assez flou, le risque de guerre commerciale est peut-être écarté (l'administration américaine reste toujours opposée à l'ordre commercial multilatéral) et il semble se dessiner un front UE-EU contre la Chine.

Le jeudi 26, réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE sur la politique monétaire.

On lit dans le communiqué de presse :

« Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour, le Conseil des gouverneurs de la BCE a 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 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

S'agissant des mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs continuera de procéder à des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros jusqu'en fin septembre 2018. Le Conseil des gouverneurs prévoit que, après septembre 2018, si les données lui parvenant confirment ses perspectives d'inflation à moyen terme, le rythme mensuel des achats nets d'actifs sera réduit, à 15 milliards d'euros, jusqu'en fin décembre 2018, date à laquelle les achats nets arriveront à leur terme ».

Par conséquent, pas de changement depuis la réunion de juin : la BCE poursuit normalement la politique monétaire qu'elle a mise en place.

Le hasard veut que ce même jeudi 26 paraisse dans Le Monde, sous la signature de Marie Charrel, un article intitulé : « L'indépendance des banques centrales irrite », avec comme principaux indices de ce climat le comportement de la Banque centrale turque, les réactions de D. Trump aux décisions de la Fed, celles de nombreux « populistes » ici et là, et les prises de position de certains économistes italiens en faveur de la souveraineté monétaire de leur pays. L'essentiel de l'article consiste alors à lister les dangers que peut présenter la non-indépendance des Banques centrales, dont le principal est la pression que ne manqueraient pas alors d'exercer sur elles les pouvoirs exécutifs en place, en particulier pour le financement de leurs dépenses publiques ; avec le risque inflationniste que cela peut comporter.

Dans son édition des dimanche 29 et lundi 30, le journal Le Monde publie un article du philosophe allemand Jürgen Habermas - dans la traduction de F. Joly - qui attribue une grande responsabilité de la montée des populismes en Europe au manque de courage des responsables politiques européens. Cela lui donne l'occasion de vanter les mérites du plan proposé par E. Macron pour relancer l'Europe et réformer la zone euro :

« (...) une zone euro démocratique ne devrait pas seulement être conçue pour résister à toutes les tempêtes spéculatives – avec une union bancaire controversée et sa procédure de règlement des passifs, avec une garantie commune des dépôts protégeant les avoirs des épargnants et un fonds monétaire contrôlé au niveau européen. Une zone euro démocratique devrait surtout être dotée des compétences et des moyens budgétaires nécessaires pour que cessent de se creuser les écarts économiques et sociaux entre États membres. Il n'est pas seulement question ici de stabilisation en matière fiscale mais de convergence. C'est dire que les États membres les plus puissants sur les plans économique et politique doivent se montrer décidés à honorer enfin ce à quoi ils s'étaient engagés : mettre en place une monnaie unique menant à la convergence des situations économiques respectives des États membres. (...) Une Union européenne capable d'agir politiquement ferait du cœur de l'Europe – actuellement en pleine désagrégation – la seule force susceptible de lutter contre la destruction de notre modèle social si vertueux. Dans sa constitution actuelle, l'Union ne peut qu'accélérer ce dangereux processus de déstabilisation. Si l'Europe se désagrège – répondant en cela au désir d'un Trump –, c'est parce que les peuples européens ont parfaitement conscience, de façon toujours plus vive, et ô combien réaliste, qu'il manque la ferme volonté politique d'enrayer cette logique délétère. (...) La crise italienne est peut-être la dernière occasion de réfléchir à cette situation obscène, où est imposé à l'union monétaire européenne, au seul bénéfice de ses membres économiquement les plus puissants, un système de règles rigides, excluant toute marge de manœuvre et toute compétence susceptible d'autoriser un agir conjoint dont la souplesse viendrait compenser de telles règles. (...) D'un point de vue historique, le passage à une Union européenne capable d'agir politiquement s'inscrit dans la continuité d'un processus d'apprentissage qui fut déclenché par l'apparition de la conscience nationale au XIXe siècle. Cette conscience nationale, ce sentiment d'appartenir à une communauté nationale transcendant celles du village, de la ville et de la région, ne relève pas d'un processus de génération spontanée. Elle a toujours été le fruit d'un travail, celui d'élites influentes soucieuses d'adapter les rapports fonctionnels qui existaient déjà entre leurs États et leurs économies nationales modernes respectives. Aujourd'hui, les populations nationales sont ébranlées par les impératifs fonctionnels politiquement incontrôlables d'un capitalisme mû par des marchés financiers échappant à toute régulation. La bonne réponse ne saurait consister en un repli effaré derrière les frontières nationales ».

Le vendredi 27, l'euro cote 1,1659\$ après avoir coté 1,1746 le 6, 1,1684 le 13 et 1,1718 le 20.

Le mardi 31, Eurostat publie plusieurs statistiques intéressantes sur la zone euro :

Le taux de croissance du PIB de la zone euro est de 0,3% pour le 2^{ème} trimestre 2018 (0,4% pour l'UE). Cela confirme un certain tassement de la croissance puisque ce taux était de 0,4% au 1^{er} trimestre et 0,7% pour chacun de deux derniers trimestres de 2017.

Le taux de chômage de la zone euro est de 8,3% en juin 2018 (6,9% pour l'UE). C'est la même valeur qu'en mai, et cela correspond au taux le plus faible depuis décembre 2008. La croissance de l'économie française subit le même revirement : après des taux de 0,6%, 0,5%, 0,7% pour les trois derniers trimestres de 2017, on passe à 0,3% pour le 1^{er} trimestre de 2018. Cela ne facilitera pas l'élaboration du prochain budget. De plus, les résultats du commerce extérieur français sont mauvais. Par contre, l'Allemagne bien évidemment mais aussi l'Espagne, le Portugal et l'Italie font bien mieux et sont moins sensibles à l'actuel ralentissement du commerce mondial.

Le taux annuel d'inflation dépasse la norme pour la BCE des 2%, en étant estimé pour juillet à 2,1%, contre 2,0% en juin. En juillet 2017, le taux était de 1,3%.

• Août 2018 ->

Le jeudi 2, le Monetary Policy Committee (MPC) de la Banque d'Angleterre (BoE) vote à l'unanimité l'élévation de 25 pb (points de base) son taux directeur, pour le porter à 0,75%. Cette décision s'explique par une inflation supérieure à la norme de 2M%, à une croissance soutenue et à une

situation favorable du marché du travail. Les issues possibles du Brexit n'ont pas eu d'impact. Pour la première fois, la BoE fait une prévision pour le niveau d'équilibre de long terme de son taux d'intérêt : celui-ci est estimé à 2-3% (la moyenne historique de ce taux sur les années d'avant-crise a été de 5%).

Le lundi 6, le MES approuve le versement à la Grèce des 15 milliards d'euros qui termine le 3^{ème} plan d'aide. Cela n'a pas empêché le FMI, quelques jours auparavant, de douter à nouveau de la soutenabilité de la dette grecque à long terme ; ce qui va compliquer le retour de la Grèce sur les marchés financiers internationaux à partir du 20 de ce mois.

Vendredi 10, le livre turque perd 20% par rapport au dollar, et vaut maintenant 6 contre le billet vert, ce qui est un record historique. La chute de la livre turque ne date pas d'aujourd'hui : après avoir valu longtemps moins de 2 \$, elle passe au-dessus en 2014 puis en vaut 3 en 2016 après le putsch manqué. La baisse actuelle date elle-même de plusieurs semaines à cause des tensions avec les États-Unis et de la mauvaise situation économique du pays, dont une inflation galopante. De plus, la politique monétaire menée par la Banque centrale, aux ordres du pouvoir politique, inquiète les marchés : il n'y a pas de hausse des taux d'intérêt contrairement à ce qu'ils attendent, et ils se demandent de plus en plus si la crise peut devenir systémique. Comme de nombreuses banques européennes sont exposées au risque turc, la BCE elle-même est inquiète et l'euro atteint son plus bas depuis un an, à 1,1414 \$. D'où la question : la BCE va-t-elle alors remettre en cause son projet de réduire le soutien à l'économie d'ici la fin de l'année ?

Dimanche 12 :

En date du 3 juin, j'ai fait une analyse personnelle des scénarios possibles pour sortir l'Europe en général et la zone euro de leurs crises. C'est ce que j'ai appelé les « trois paris » : le pari de la révision de Merkel, le pari de la réforme de Macron et le pari que je permets de formuler, celui de la refonte. Pour celui-ci tout particulièrement, j'indiquais que « pour que des pays européens se rassemblent pour former une fédération viable, la condition sine qua non est leur adhésion aux mêmes valeurs fondamentales ». Dans l'édition du journal Le Monde des dimanche 12 et lundi 13, le philosophe Claude Obadia donne un point de vue intéressant sur les valeurs fondamentales auxquelles devaient tous adhérer les pays décidés à former ensemble une Europe fédérale : « L'Europe n'existera que lorsque les peuples européens se reconnaîtront dans l'idée de l'Europe. C'est à cette condition sine qua non qu'ils parviendront à s'affirmer européens. Considérer que l'identité européenne n'est qu'une disposition à s'ouvrir à toutes les identités, loin de fonder la possibilité de l'Europe, nous condamne en vérité à la défaire ! (...) Si le choix est celui de l'Europe, alors il se doit d'être celui du culot dont fit preuve en son temps Benda. Il se doit aussi d'être celui du courage : celui d'affirmer que l'Europe est le nom d'un ensemble de valeurs héritées de son histoire et, en l'occurrence, de l'influence conjointe de la culture gréco-romaine et de la spiritualité judéo-chrétienne. (...) Si nous voulons construire l'Europe, nous devons affirmer haut et fort notre attachement à ces valeurs. Pratiquement, cela consiste à promouvoir ce que l'on pourrait appeler les « maximes du sens commun européen ». Première maxime : être fier, à l'aune des sources historiques de l'Europe, d'être démocrate et laïque. Deuxième maxime : être fier de croire à la dignité de la personne humaine sans distinction de sexe, de religion ni d'opinion. Troisième maxime : oser affirmer que ces valeurs ne sont pas négociables. Car ce n'est pas en oubliant notre identité que nous pourrions nous ouvrir à la diversité et permettre aux Européens de se reconnaître dans l'Europe. C'est en la cultivant. Alors seulement les peuples européens pourront avoir envie de l'Europe ! »

Note : plus haut dans son article, C. Obadía cite une phrase de Julien Benda qui date de 1933 : « l'Europe ne sera pas le fruit d'une simple transformation économique ou politique. Elle devra d'abord accomplir une révolution dans l'ordre intellectuel et moral ».

Lundi 13, la crise monétaire turque (la livre turque a perdu 40% par rapport au billet vert en 3 mois), qui laisse penser à certains que la guerre commerciale pourrait se doubler d'une guerre des monnaies, rejaillit non seulement sur les « petites monnaies », celles des pays émergents, mais aussi sur les monnaies internationales, à commencer par l'euro : en tout début de journée, celui-ci tombe à 1,1365 \$, son plus bas depuis mai 2017.

Lundi 20, comme prévu, la Grèce retrouve officiellement son autonomie financière puisqu'elle sort de la tutelle de ses créanciers et de 8 ans de politique d'austérité contrainte. Il n'empêche que le pays n'est pas réellement sorti de ses difficultés, non seulement économiques et financières d'ailleurs mais aussi sociales et politiques. En effet, le fait que le gouvernement grec ait obtenu que le remboursement du gros de sa dette (180% du PIB) soit reporté de 10 ans – donc à partir de 2032 – est en soi une bonne nouvelle mais il peut s'agir d'un véritable « boomerang ». Le commissaire européen Pierre Moscovici reconnaît que la Grèce « est un pays totalement libre, mais il y a une surveillance renforcée » ! L'économiste Charles Wyplosz a donc raison de dénoncer le « cynisme spectaculaire » des responsables européens : « les problèmes ne sont pas résolus mais on fait semblant de croire qu'ils le sont ».

De plus, le cas grec est d'une certaine façon l'arbre qui cache la forêt : le problème des dettes publiques concerne d'autres pays et pas des moindres, comme l'Italie, l'Espagne et la France. La crise grecque a imposé des réformes des dispositifs anti-crise (création du MES) mais on est loin du compte pour faire face, par exemple, à une crise de l'économie et des finances italiennes. On a déjà écrit souvent ici que l'une des tares de la zone euro est que s'accroissent de plus en plus dangereusement les divergences entre ses États membres. Ces divergences prennent depuis quelque temps une dimension supplémentaire : il y a d'un côté les pays dont les dettes publiques sont parfaitement soutenables tandis que d'autres sont de plus en plus vulnérables, et de plus en plus gravement parce que la gestion de leurs dettes passe par les marchés financiers. Cette divergence financière se prolonge alors naturellement dans une divergence politique : il y a ceux qui prônent l'orthodoxie, coûte que coûte, et ceux qui revendiquent la solidarité. Ces divergences accumulées se surajoutent aux tares congénitales de l'euro : au lieu d'être le facteur de stabilité que l'on nous a promis, l'euro devient de plus en plus chaotique et la zone euro tout entière s'expose à un risque grandissant d'éclatement.

Il n'est alors pas étonnant que le contexte italien d'aujourd'hui (gouvernement populiste anti-européen, fragilité des banques, effondrement du pont Morandi à Gênes et donc nécessité d'investissements publics) rende très pessimiste l'économiste Charles Gave, qui est lui aussi sceptique sur la viabilité de la zone euro depuis des années : « alors que les nombreuses tragédies grecques de ces dernières années suggéraient que la zone euro pouvait être au bord du précipice, ma conviction profonde a toujours été que l'Italie finirait par provoquer sa disparition ».

De surcroît, l'Europe est plus absente que jamais sur les plans politique et diplomatique. Nous évoquons plus haut, en date du 11 juillet, « l'axe EU-Russie ». Depuis, l'alliance objective entre Trump et Poutine pour faire éclater l'Europe devient encore plus évidente. Non seulement directement, de Washington et de Moscou, à coups de décisions et de déclarations diverses (ainsi, D. Trump avait-il le mois dernier classé l'Europe au rang des « ennemis » des États-Unis et aujourd'hui-même il déclare : « je pense que la Chine manipule sa monnaie, absolument. Et je pense que l'euro est aussi manipulé »), mais aussi de l'intérieur avec d'un côté l'installation à Bruxelles de Steve Bannon, ancien conseiller de D. Trump, de son « Mouvement » dédié à l'éclatement de l'UE par la promotion des partis populistes dans la perspective des élections européennes de mai 2019, et avec de l'autre côté la participation de V. Poutine au mariage de Karin Kneissl, ministre autrichienne des affaires étrangères (l'Autriche est actuellement en charge de la Présidence tournante du Conseil de l'UE) ; on n'a entendu aucun dirigeant européen réagir... !

Du 23 au 25, à l'invitation de la Fed, rencontre annuelle - c'est la 32^{ème} - à Jackson Hole au Wyoming des principaux banquiers centraux (Mario Draghi est cependant absent), accompagnés d'économistes de renom, pour parler de politique monétaire. Le thème central de ce symposium est « Changement des structures de marché et implication pour la politique monétaire ». On notera en particulier que Jerome Powell, président de la Fed, persiste à penser, malgré les pressions dont il fait concrètement l'objet de la part du Président Trump, que sa politique de remontée des taux directeurs doit être poursuivie. Pour justifier sa position et sa décision de relever cette année vraisemblablement encore deux fois les taux, il fait - à l'intention du Président Trump - une sorte de leçon de politique monétaire dans son discours intitulé : « Politique monétaire dans une économie en mutation », en se fondant essentiellement sur les grandeurs macroéconomiques que met en scène la règle de Taylor. Et, de

manière amusante, il reconnaît que « Naviguer grâce aux étoiles peut sembler simple. La politique de guidage par les étoiles dans la pratique a toutefois été assez difficile récemment, car nos meilleures évaluations de la localisation des étoiles ont considérablement évolué » (J. Powell fait allusion aux variables U^* , r^* et π^*).

Une question est au centre des préoccupations : elle porte en quelque sorte sur la validité aujourd'hui de la relation de Phillips puisqu'actuellement on remarque qu'il y a en même temps peu d'inflation et peu de chômage. Parmi les explications avancées, en particulier du fait que le faible taux de chômage n'ait pas pour effet de pousser à la hausse les salaires, donc les prix, il y en a une qui inquiète : c'est le rôle que jouent dans l'économie mondiale des entreprises de plus en plus grosses, parce que la concurrence s'en trouve pervertie et que cela peut avoir des conséquences négatives sur la dynamique de l'innovation., et donc sur les perspectives de croissance.

Mardi 28, l'Italie doit payer 3,2% d'intérêt sur ses obligations à 10 ans, ce qui est un plus haut depuis 2014. Sachant que l'Italie est l'un des pays de la zone euro qui a les besoins de financement les plus importants, les mesures de politique économique annoncées par le gouvernement italien inquiètent de plus en plus de très nombreux investisseurs, au point qu'ils se demandent s'il ne faut pas envisager un « Ital-exit ».

En cette fin du mois d'août 2018, après ses vacances, le Président Macron reprend ses déplacements en Europe pour tenter, en vue des prochaines élections au Parlement européen, de conforter l'opposition entre les populistes et les progressistes.

Au cours de son séjour au Danemark, il fait deux déclarations qui méritent ici un court commentaire. La première est « le vrai Danois n'existe pas, il est déjà européen. C'est vrai aussi pour les Français ». Pour une fois, il faut regretter que le Président français n'applique pas son principe du « en même temps », car, comme nous l'écrivions plus haut (3 juin), les citoyens peuvent avoir plusieurs appartenances, en l'occurrence nationale et européenne. La seconde est l'opposition qu'il fait entre le peuple français, ces « Gaulois réfractaires au changement », et le peuple danois, ce « peuple luthérien ». En dehors du fait que cette déclaration en rejoint d'autres également faites à l'étranger, ce qui est proprement inadmissible, elle est très critiquable, d'abord parce que la France est plurielle et que peu de Français ont des Gaulois pour ancêtres, ensuite parce que la France accumule d'années en années des réformes, dans tous les domaines, et fait même preuve d'une inflation législative, enfin et surtout parce que l'on sait que la thèse wébérienne sur le lien entre protestantisme et capitalisme est très discutée, et que les études d'E. Todd sur les structures familiales aboutissent aussi à de tout autres conclusions. En réalité, ce compliment qu'E. Macron adresse aux peuples luthériens s'inscrit dans la droite ligne de l'hommage qu'il a adressé à l'économie sociale de marché, autrement dit à l'ordolibéralisme, dans son discours d'Aix-la-Chapelle le 11 mai.

Le jeudi 30, la Commission européenne révèle qu'en ce mois d'août, et pour la huitième fois consécutive, le « sentiment économique » s'est dégradé dans la zone euro. Se dégrade également - depuis février - l'indice qui mesure le climat des affaires.

Ce jeudi 30 aussi paraît chez Oxford University Press un livre de Ashoka Mody : « EuroTragedy ; A Drama in Nine Acts ». Voici la présentation qu'en fait l'éditeur :

« La promesse de la poursuite européenne d'une union sans cesse plus étroite a créé un formidable espoir quant au fait que la guerre était le passé et que la paix était l'avenir. L'enthousiasme suscité par l'intégration économique et l'union monétaire, par le biais de l'euro, a renforcé la confiance dans le fait que les différences entre pays pourraient être surmontées.

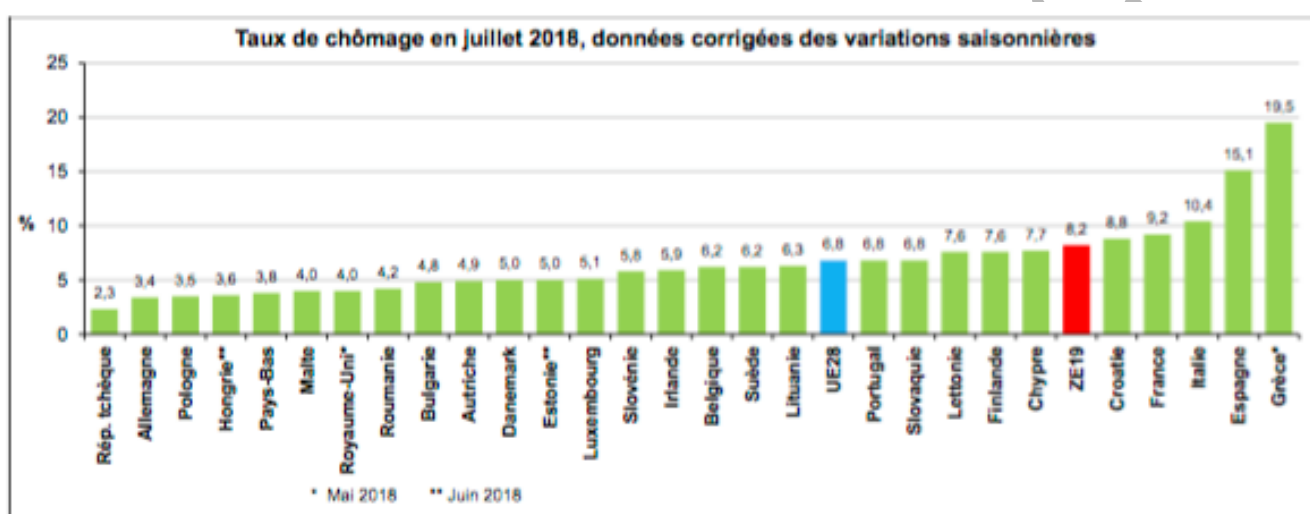
Dans cet aperçu dynamique et incisif du projet européen depuis ses débuts, Ashoka Mody démontre de manière convaincante que les tensions et les failles du projet européen ont été à la fois intégrées et prévues dès le départ. Il se concentre sur les personnalités pour lesquelles leurs efforts ambitieux et incessants en faveur de l'intégration les ont amenées à choisir des faits et des analyses cohérents avec leurs visions et à écarter les avertissements de turbulence. Ils ont ainsi jeté les bases de la déception. Mody examine les moments clés où les contradictions ont été masquées, compromettant l'intégrité de l'intégration. Et tout au long de son exposé, il montre comment les dirigeants politiques et économiques croyaient au fait qu'ils se racontaient l'inévitabilité

d'une Europe unie en tant que fondement de la paix, de la prospérité et des idéaux démocratiques, même face aux avertissements lancés dès le début, qui semblaient être des piliers politiques forts, les assises économiques étaient faibles.

Mody montre de manière convaincante que l'union monétaire a compromis l'intégration européenne au lieu de la renforcer. Les conditions économiques des pays européens ont toujours été très différentes et la monnaie commune a accentué les divergences au lieu de les aplanir, comme l'avaient averti de nombreux analystes à l'époque. Les pathologies économiques, financières et politiques de l'euro étaient présentes dès le début, même si le boom économique mondial les a cachées. Faisant bénéficier les élites politiques et économiques, ils pourraient ignorer le mécontentement grandissant de ceux qui ont souffert et l'antipathie grandissante du projet européen dans les régions centrales. Lorsque la crise a inévitablement frappé, les dirigeants ont nié, retardé et pris des demi-mesures qui n'ont fait qu'aliéner davantage de gens. Et si l'impossibilité de tenir les promesses économiques a aggravé les handicaps politiques, le fractionnement politique rend plus difficile la mise au point d'une réponse économique ».

Les lecteurs de cet ouvrage seront sans doute surpris de la proximité des thèses avancées avec celles qui traversent notre Histoire de l'euro.

Le vendredi 31, Eurostat publie en particulier les statistiques suivantes :



Taux d'inflation annuel et de ses composantes (en %) dans la zone euro

	Poids (‰) 2018	Août 2017	Mars 2018	Avr 2018	Mai 2018	Juin 2018	Juil 2018	Août 2018
Ensemble de l'IPCH	1000,0	1,5	1,3	1,3	1,9	2,0	2,1	2,0e
Ensemble hors:								
> énergie	903,0	1,2	1,3	1,1	1,4	1,3	1,4	1,3e
> énergie, aliments non transformés	828,2	1,3	1,3	1,1	1,3	1,2	1,3	1,2e
> énergie, alimentation, alcool & tabac	707,3	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	1,1	1,0e
Alimentation, boissons alcoolisées & tabac	195,7	1,4	2,1	2,4	2,5	2,7	2,5	2,5e
> aliments transformés y compris alcool et tabac	121,0	2,0	2,9	3,0	2,6	2,6	2,4	2,4e
> aliments non transformés	74,8	0,6	0,8	1,5	2,4	2,9	2,6	2,5e
Énergie	97,0	4,0	2,0	2,6	6,1	8,0	9,5	9,2e
Biens industriels hors énergie	263,3	0,5	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,3e
Services	443,9	1,6	1,5	1,0	1,6	1,3	1,4	1,3e

e = estimation

De son côté, la BCE publie ce graphique sur l'évolution du taux de change de l'euro par rapport au dollar :



Ce même vendredi 31, le journal Le Monde publie un intéressant article de Marie Charrel, « L'impossible leçon de la crise grecque » : (...) Les Européens ont-ils au moins tiré toutes les leçons de cet épisode ? A Bruxelles, on souligne que des pare-feu ont été mis en place, avec l'instauration du Mécanisme européen de stabilité et de l'union bancaire. C'est vrai. Mais la zone euro n'a pas profité de l'embellie conjoncturelle de 2017 pour aller vraiment plus loin dans la consolidation de ces remparts. (...) Pis, elle est toujours minée par trois problèmes de fond, qui feront sans doute le lit de la prochaine crise. Le premier est le manque de confiance récurrent entre les capitales, compliquant l'instauration des mécanismes de solidarité sans lesquels l'union monétaire restera incomplète. Le deuxième est le traitement inégal des déséquilibres. Les pays affichant des déficits extérieurs sont pointés du doigt comme des mauvais élèves et condamnés, surtout pendant les crises, à réduire leurs coûts salariaux pour redresser leur compétitivité. Ceux affichant des excédents courants, comme l'Allemagne ou les Pays-Bas, ne sont en revanche jamais contraints de corriger le tir – leurs surplus sont pourtant tout aussi nocifs que les déficits pour l'intégrité de la zone euro. Le troisième est ce que les experts appellent la « dimension procyclique » de nos politiques économiques. Les règles budgétaires européennes, telles que la limite de 3 % du PIB pour le déficit public, ont certes été affinées (et surtout complexifiées) depuis 2010. Mais, pour l'essentiel, elles conduisent bien trop à couper dans les dépenses ou à augmenter les impôts pendant les récessions, ce qui aggrave encore le ralentissement de l'activité (...).

Le vendredi 31 aussi est publié, par Cambridge University Press, un livre sous la direction de Marc Fleurbaey qui résume un important rapport : « A Manifesto for Social Progress, Ideas for a Better Society ».

Il s'en dégage 21 principes et valeurs pour associer bien-être et justice sociale :
deux principes transversaux, une égale dignité et le respect du pluralisme,
neuf valeurs : le bien-être, la liberté, la non-aliénation, la solidarité, les relations sociales, l'estime et la reconnaissance, les biens culturels, les valeurs environnementales, la sécurité,
quatre principes de base applicables aux gouvernements : la règle de droit, la transparence et la responsabilité, la démocratie, donner aux droits une réalité déterminée,
deux principes applicables à la société civile : la tolérance, éduquer et soutenir les citoyens,
un principe applicable aux institutions internationales : une justice globale,
et trois principes d'applicabilité générale : droits fondamentaux, justice distributive, bienfaisance et générosité.

Ces principes et valeurs peuvent avantageusement inspirer ceux et celles qui seraient à la base d'une zone euro et d'une Europe reconfigurées et régénérées, dont nous parlons ici en date du 3 juin.

Ce vendredi 31 août, l'euro cote 1,1599 \$ après avoir coté 1,1565 le 3, 1,1412 le 10, 1,1437 le 17 et 1,1621 le 24.

• Septembre 2018 ->

Le mercredi 5, dans un numéro de Flash Économie de Natixis, Patrick Artus fait paraître une analyse dont le titre est « Pour l'instant, la zone euro est un échec ».

Pour le macroéconomiste, cet échec se reconnaît à 4 principaux facteurs :

« On peut considérer pour l'instant que la zone euro est un échec puisqu'on n'y observe pas les caractéristiques attendues dans une Union Économique et Monétaire :

- . la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro a disparu depuis la crise de la zone euro de 2010-2013 ;
- . les échanges commerciaux entre les pays de la zone euro n'ont pas profité autant que ce qu'on pourrait attendre de l'intégration monétaire et économique ;
- . les entreprises européennes des Nouvelles Technologies n'ont pas profité de la présence du marché unique pour se développer.

La zone euro ne permet donc pas aujourd'hui que l'épargne soit investie là où c'est le plus efficace à l'intérieur de la zone euro, et elle n'a pas fait apparaître un effet significatif de marché unique ».

Le mercredi 19, le Haut Conseil des finances publiques (HCFP) adopte son avis sur les projets de lois de finances et de financement de la Sécurité sociale pour 2019.

Il considère comme raisonnables les prévisions du gouvernement en matière de croissance, d'évolution de l'emploi et de la masse salariale, de l'inflation, des prélèvements obligatoires et des dépenses publiques.

« Il souligne néanmoins que les ajustements structurels prévus pour 2018 (0,1 point de PIB) et 2019 (0,3 point de PIB), qui seront soumis à l'appréciation de la Commission, ne sont pas conformes aux règles du « bras préventif » du Pacte de stabilité. Dans son avis relatif à la loi de programmation de janvier 2018, le Haut Conseil avait déjà relevé que la trajectoire de finances publiques s'écartait des engagements européens de la France.

En outre, le Haut Conseil note que l'ajustement structurel affiché pour l'année 2019 bénéficie de la non-prise en compte en opération ponctuelle et temporaire de la mesure relative à l'augmentation, limitée à l'exercice 2019, du cinquième acompte de l'impôt sur les sociétés. Ce choix, discutable, améliore l'ajustement structurel présenté par le Gouvernement de près de 0,1 point de PIB en 2019.

Le déficit nominal resterait proche de 3 points de PIB à l'horizon 2019. Une fois neutralisé l'impact de la transformation du CICE en baisse de cotisations (0,9 point), le déficit se réduirait sensiblement entre 2017 et 2019. Sa réduction serait toutefois, pour plus de la moitié, de nature conjoncturelle en raison d'une croissance prévue supérieure à la croissance potentielle sur cette période.

Le déficit structurel de la France reste à un niveau élevé. Il ne se réduirait que lentement au regard des règles européennes et la France n'aurait pas encore amorcé, à l'horizon de 2019, le mouvement de réduction de son ratio de dette publique au PIB, à la différence de la quasi-totalité des pays européens.

Le Haut Conseil souligne que cette situation persistante est de nature à limiter significativement les marges de manœuvre de la politique budgétaire en cas de fort ralentissement de l'activité économique ».

Sur la dette publique française, il apparaît qu'elle frôlera les 100 % cette année (98,7% exactement) et qu'elle commencera, certes, à baisser à partir de 2019, mais très faiblement, de 6 points de PIB seulement sur les 4 prochaines années ; alors que le ratio de dette publique de l'Allemagne s'approche des 60 % et qu'elle va continuer à le baisser au rythme de 4 points de PIB par an ! Dire que la France avait avant la crise un ratio de dette publique plus faible que celui de l'Allemagne ! C'est incontestablement la différence de traitement économique et politique de la crise de 2007-2008 qui explique le renversement complet de situation entre les deux pays. Et en cas de retournement de la conjoncture, il est indéniable que, contrairement à la France, l'Allemagne aura les marges de manœuvre budgétaires nécessaires pour soutenir l'activité.

Dans son édition du mardi 25, le journal Le Monde publie un important article écrit par un collectif d'universitaires, « Il est encore possible de réanimer l'Union européenne ».

Au début est donné un bon résumé des difficultés que connaît l'UE : « Depuis 2005 et l'échec du projet de traité constitutionnel, des craquements de plus en plus inquiétants s'y font entendre, sans que rien ne semble pouvoir tirer ses dirigeants de leur sommeil dogmatique. Ni les désaveux électoraux répétés, ni la fracture économique entre pays de la zone euro, ni le renflouement par le contribuable de banquiers irresponsables, ni la descente de la Grèce aux enfers, ni l'incapacité à trouver une réponse commune aux flux migratoires, ni le Brexit, ni l'impuissance face aux diktats américains imposés au mépris des traités signés, ni la montée de la pauvreté, des inégalités, des nationalismes et de la xénophobie n'ont permis d'ouvrir à l'échelle de l'Union européenne (UE) un débat démocratique sur la crise profonde qu'elle traverse et les moyens de la surmonter ». Plus loin, il est affirmé que « la corrosion des systèmes de solidarités, qu'il s'agisse des services publics, du droit du travail ou de la sécurité sociale, est l'un des effets les plus visibles de l'intégration

européenne, et le premier facteur de sa désintégration. L'Union européenne trahit là aussi les valeurs dont elle se réclame, puisque la proclamation du principe de solidarité, étendu à la protection de l'environnement, a été l'aspect le plus novateur de la Charte des droits fondamentaux de l'UE. Mais dès la fin des années 1990, divers auteurs (Joseph Weiler, Fritz Scharpf) avaient mis en évidence l'asymétrie à l'œuvre dans la construction européenne, entre, d'une part, sa capacité à démanteler les solidarités nationales au nom des libertés économiques et, d'autre part, son incapacité d'édifier des solidarités européennes assurant à cette construction légitimité politique et cohésion sociale. La primauté aujourd'hui accordée en Europe aux « forces impersonnelles du marché » conduit à voir dans la solidarité une entrave qui doit être éliminée ou restreinte. (...) La question se pose donc de savoir si les principes de dignité, de démocratie et de solidarité consacrés par la charte et les traités sont de la poudre aux yeux, un maquillage juridique destiné à donner un visage humain aux « forces impersonnelles du marché », ou bien s'il est encore possible de canaliser ces forces, d'« encadrer » le marché dans la société européenne, en les subordonnant à ces principes. C'est cette question essentielle qu'il faudrait débattre durant les prochaines élections européennes. Nous voulons croire qu'il est encore possible de réanimer l'Union européenne en assurant la primauté des idéaux qu'elle proclame sur la dogmatique économique et monétaire qui la conduit à sa perte. L'UE ne retrouvera son crédit et sa légitimité que dans la mesure où elle s'affirme comme une Europe de la coopération plutôt que de la compétition. Une Europe prenant appui sur la riche diversité de ses langues et de ses cultures, au lieu de s'employer à les araser ou les uniformiser. Une Europe des projets, œuvrant à la solidarité continentale pour répondre aux défis – et à ceux-là seulement – qu'aucun État ne peut relever isolément. Cette solidarité doit s'exercer à la fois sur le plan interne, entre les États membres, et sur le plan externe, par des accords de coopération avec d'autres pays partageant des objectifs communs, à commencer par ses voisins les plus proches. (...) ».

Le mercredi 26, il y a 1 an qu'E. Macron a fait son fameux discours sur l'Union européenne à la Sorbonne. Force est de constater que la relance de l'idée européenne n'est pas vraiment au rendez-vous et que la réforme promise du fonctionnement de la zone euro ne l'est pas non plus ; et cela malgré les « actions concrètes pour l'UE » que tente de lister le ministre français de l'économie dans un article paru dans Le Monde du jeudi 27.

Ce même mercredi 26, la Fed décide, comme c'était attendu, de relever son taux directeur : après deux jours de réunion, « compte tenu de la situation effective et attendue du marché du travail et de l'inflation, le Comité a décidé de porter la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 2-2,25% » et « le Conseil des gouverneurs du Système de réserve fédérale a voté à l'unanimité pour porter le taux d'intérêt payé sur les soldes de réserves obligatoires et excédentaires à 2,20% à compter du 27 septembre 2018 ». Cette hausse de 0,25 point du principal taux directeur de la Fed s'explique essentiellement par la bonne santé de l'économie américaine et par la confiance qu'a la Banque centrale dans la solidité des marchés : la Fed considère maintenant – et c'est la première fois depuis 2011 – qu'elle ne mène plus une politique monétaire « accommodante ». Le président de la Fed, J. Powell ne craint ni de bulle financière ni de la guerre commerciale ; seul, le déficit budgétaire américain l'inquiète.

Le jeudi 27, le périodique Challenges fait paraître une chronique de Patrick Artus dans laquelle le macroéconomiste considère qu'à politique inchangée le déficit public français dépasserait en 2022 4% du PIB alors que le gouvernement table sur un déficit qui s'approche de 0%.

Selon P. Artus, « (...) L'exécutif va donc devoir choisir entre deux stratégies. La première consiste à laisser filer le déficit, ce qui ne poserait probablement aucun problème de financement : avec le fort appétit pour les emprunts sans risque et le recul de l'endettement en Allemagne, les investisseurs vont continuer à se reporter sur la dette française, permettant aux taux d'intérêt de rester bas. Le problème serait uniquement politique : la France s'est engagée auprès de l'Allemagne à tenir une certaine crédibilité budgétaire en échange d'avancées institutionnelles dans la zone euro, comme la création d'un ministre des Finances commun. La seconde stratégie consiste à respecter ses engagements et à mettre en œuvre une politique budgétaire restrictive, avec des économies de 80 à 100 milliards d'euros par rapport à la hausse naturelle des dépenses publiques. Cette rigueur risquerait de faire plonger la croissance économique sous les 1%, voire autour de 0%. Pour sortir de ce dilemme, il faut espérer que les réformes du gouvernement aient des effets rapides sur la croissance potentielle,

permettant au déficit de se résorber grâce à de meilleures rentrées fiscales. (...) » Pour P. Artus, la croissance potentielle se situe actuellement autour de 1,3% par an.

On ne peut qu'être d'accord avec l'analyse de Patrick Artus. Pour répéter un argument de notre propre analyse à laquelle renvoie ce propos de P. Artus, nous pensons que la politique économique d'E. Macron et de ses gouvernements successifs a notamment pour objectif de s'attacher le respect de l'Allemagne et des autres pays orthodoxes de la zone euro, et consiste, pour ce faire, à épouser les principes économiques de l'ordolibéralisme.

Comme chaque année, le CEPII fait paraître en ce mois de septembre 2018, à La Découverte (collection Repères), son ouvrage sur « L'économie mondiale ». Le chapitre 2, sous la plume d'Anne-Laure Delatte, est consacré à « la crise existentielle » de la zone euro. La lecture de ce chapitre est particulièrement éclairante sur l'histoire de la construction monétaire de l'Europe avec la montée rapide des déséquilibres et les réformes qui ont tenté, de manière toujours très incomplète, de résoudre les crises successives, avec « des pas de géant, des faux pas et des chutes ». Dans une troisième partie, l'auteur se risque à dessiner l'avenir possible de la zone euro.

Citons sa conclusion :

« (...) Le choc de la crise financière américaine est venu ébranler l'édifice fragile de l'Union monétaire européenne, dix ans à peine après son avènement. L'assèchement de la liquidité internationale a touché les pays qui avaient accumulé le plus de déficits courants. Les risques privés pris en charge en partie par les États ainsi que les effets de cycle ont creusé les déficits publics. La crise s'est alors muée en crise souveraine ; risque souverain et risque bancaire sont entrés dans une spirale infernale. À défaut d'avoir mis en place les mécanismes institutionnels nécessaires pour interrompre cette spirale, la zone euro s'en est remise à la Banque centrale européenne qui a fourni la liquidité en dernier ressort. Des réformes ont certes été conduites depuis la crise des dettes souveraines pour compléter l'euro, mais elles ne suffisent pas. La méthode des petits pas de Jean Monnet était valable tant que la diversité des préférences politiques était surmontable. Compléter la monnaie unique nécessite aujourd'hui des compromis politiques qui paraissent inatteignables à court terme. En outre, le projet européen ne peut plus reposer sur la seule réforme de la monnaie unique. Restaurer l'adhésion des citoyens nécessite d'aller au-delà de l'économique, en se dotant d'une Europe qui protège, capable de répondre au niveau supra-national aux préoccupations des citoyens européens, qui concernent avant tout la sécurité, les inégalités et la crise environnementale ».

Le vendredi 28, l'euro cote 1,1600\$ après avoir coté 1,1552 le 7, 1,1625 le 14 et 1,1747 le 21.

Par ailleurs, le taux d'inflation sous-jacente, en rythme annuel, a diminué en ce mois de septembre : certes, le taux d'inflation global a augmenté, en passant de 2,0% en août à 2,1%, mais la hausse des prix hors énergie et produits alimentaires non transformés est passée de 1,2% à 1,1% et le taux d'inflation hors énergie, alimentation, alcool et tabac est passé de 1,0% à 0,9%. Au moment où la BCE s'apprête à normaliser sa politique monétaire parce qu'elle prévoyait une accélération de l'inflation sous-jacente et que les anticipations inflationnistes devaient être alimentées par l'amélioration de l'emploi (le taux de chômage a atteint 8,1% en août, son plus bas niveau depuis 10 ans) et la progression des salaires, cette évolution la prend un peu à contre-pieds.

Il faut noter aussi que la croissance industrielle continue de ralentir et connaît son plus bas depuis 2 ans. Globalement, la croissance de l'activité dans le secteur privé a connu en septembre son rythme le plus faible en 4 mois.

Concernant la France, sa dette publique est pratiquement de 2300 milliards d'euros, ce qui représente 99% du PIB.

• Octobre 2018 ->

Le lundi 1^{er}, la Banque de France organise une conférence avec J.-C. Trichet (ancien président de la BCE et Gouverneur honoraire de la Banque de France) et Theodor Waigel, ancien ministre allemand des finances : « Vingt ans après, l'Euro a-t-il tenu ses promesses ? ». Se rendre sur la page à l'adresse suivante :

https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2018/10/03/01.10.2018_discours_trichet_0.pdf, pour trouver le texte – en anglais – de la conférence de J.-C. Trichet.

Ce même jour, se réunit à Luxembourg l'Eurogroupe qui accentue sa pression sur l'Italie pour qu'elle respecte les règles budgétaires. Le Président de la Commission, J.-C. Juncker, met en garde l'Italie parce qu'il pense que son projet de budget est incompatible avec les objectifs de réduction de la dette publique, qui est de 131% du PIB, ce qui place l'Italie en 2^{ème} position après la Grèce : J.C. Juncker ne veut pas de nouvelle crise de la dette, surtout que le cas italien n'a aucune mesure avec le cas grec. De leur côté, les responsables italiens accusent Bruxelles de « terrorisme sur les marchés financiers ». Le mardi 2, le Président de la Fed, Jerome Powell, fait à l'occasion de la 60^{ème} assemblée nationale de l'Association nationale pour l'économie des entreprises, un discours sur « Politique monétaire et gestion des risques quand l'inflation et le taux de chômage sont faibles » (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/powell20181002a.pdf>) . Pour J. Powell « du point de vue de notre double mandat, il s'agit d'une perspective remarquablement positive ». Il reconnaît d'ailleurs que « certains analystes se demandent si la courbe de Phillips est morte mais que d'autres soutiennent que cette courbe se cache toujours à l'arrière-plan et pourrait réapparaître à n'importe quel moment pour se venger d'un faible taux de chômage sous la forme d'une inflation élevée. (...) Ce qui est plus probable, à mon avis, est que de nombreux facteurs, notamment une meilleure conduite de la politique monétaire au cours des dernières décennies, réduit, sans éliminer, les effets de la réduction du chômage sur l'inflation. (...) Mon deuxième objectif aujourd'hui est donc d'expliquer compte tenu de cette incertitude quant à la relation chômage-inflation, le rôle important que joue la gestion des risques dans les missions de la politique monétaire ». Ceux qui s'intéressent à l'analyse de la relation de Phillips à la lumière de l'histoire monétaire longue des États-Unis liront avec intérêt les propos de J. Powell. Quant aux conclusions que J. Powell tire lui-même de ses réflexions, il les envisage sous forme de 3 questions correspondant à autant de risques à envisager : « les anticipations d'inflation pourraient-elles devenir sans ancrage ? », « Les pressions inflationnistes pourraient-elles augmenter plus que prévu si l'économie entre en crise ? » et « Le taux de chômage naturel est-il inférieur aux prévisions ? »

Le jeudi 4, l'Italie tente de rassurer à la fois les marchés et la Commission européenne en abaissant sa prévision de déficit public. Cela n'empêche pourtant pas Bruxelles d'exprimer sa « grave inquiétude » ni le président de la commission du budget de la Chambre des députés italienne de se dire convaincu que son pays résoudrait « une grande partie de ses problèmes si elle avait encore sa propre monnaie ».

Ce jeudi 4 aussi, paraît aux éditions Michalon un ouvrage de Coralie Delaume, intitulé : « Le couple franco-allemand n'existe pas », avec pour sous-titre « Comment l'Europe est devenue allemande et pourquoi ça ne durera pas ».

La présentation qui en est faite est la suivante :

« En France, on se prévaut d'appartenir à un "couple franco-allemand" qui serait la locomotive de l'Europe. On sous-entend ainsi que les deux pays sont à égalité au sein de l'Union européenne et qu'ils la conduisent main dans la main. Pourtant, cela n'a jamais été vrai !

Si l'Europe a d'abord été française, pendant les périodes gaulliste et post-gaulliste, elle est désormais allemande. La réunification, l'erreur historique qu'a représenté l'introduction de l'euro, les élargissements à l'Est après la chute du mur de Berlin, ont signé l'avènement d'une sorte de nouvel "Empire central" piloté depuis Berlin.

La République fédérale l'a-t-elle voulu ? Probablement pas, ou pas de manière si nette. L'Allemagne demeure un "hégémon réticent" et se fait même chaque jour plus "souverainiste". Mais les structures de l'Union européenne telles qu'elles existent entraînent une consolidation paradoxale de son poids chaque fois qu'elle agit dans le sens de l'affirmation ou de la préservation de ses intérêts nationaux. Or c'est ce qu'elle fait de manière systématique désormais, à l'exact inverse de la France, qui s'inscrit davantage dans une perspective post-nationale.

Loin de former un couple avec l'Allemagne, notre pays est aujourd'hui à sa remorque. Une situation qui n'est pas pour déplaire aux élites complaisantes qui le gouvernement, et utilisent l'argument allemand pour faire régner en France un certain ordre ».

Dans le corps de l'ouvrage, on lit notamment : « À chaque fois, désormais, que la France tente de se rendre eurocompatible, elle s'amointrit. Parallèlement, à chaque fois que l'Allemagne cherche à défendre ou à faire primer son intérêt national – ce qui est bien normal et qu'on ne saurait lui reprocher

– elle germanise l'Europe un peu plus et attende à la souveraineté de ses voisins. Cela peut-il durer indéfiniment ? C'est peu probable ».

On retrouve là d'une certaine façon l'argument développé dans le présent document à plusieurs reprises selon lequel l'ordolibéralisme allemand imprègne les institutions européennes et exerce une sorte de fascination sur les gouvernants français actuels. Mais la conclusion de Coralie Delaume est en faveur d'une souveraineté des États membres plus affirmée alors que notre position est au contraire en faveur de la solution fédéraliste, au moins sur le plan budgétaire. Les arguments peuvent se rejoindre mais les conclusions diffèrent, comme s'opposent le pragmatisme et l'utopie. On pourrait être tenté de donner - à contrecœur - raison à Coralie Delaume en se souvenant de ce que disait Éric Hobsbawm il y a dix ans en ouverture des Rendez-vous de l'histoire de Blois : « Il ne s'agit pas de nier que de profondes différences subsistent entre les pays - qui ont rendu l'évolution de l'UE bien plus déséquilibrée que prévu -, néanmoins, dans un cadre globalisant, l'Union a joué un rôle majeur dans le processus de convergence global à l'œuvre depuis des décennies. Un paradoxe se fait jour ici : en dépit de ce processus d'homogénéisation, les Européens ne s'identifient pas à leur continent. Même chez ceux qui mènent une vie réellement transnationale, l'identification première reste nationale. L'Europe est plus présente dans la vie pratique des Européens que dans leur vie affective ».

Le vendredi 5, le gouvernement grec cherche à mieux protéger ses grandes banques qui ont accumulé des créances douteuses pour un montant considérable.

Le mardi 9, « Investir.lesechos.fr » publie un article de M. Encelot qui donne des indications intéressantes : « En un peu plus d'une semaine, le taux de la dette à dix ans de l'Italie, à plus de 3,68%, a bondi de 100 points de base. +200 points environ depuis le mois de mai, quand les partis d'extrêmes gauche et droite se sont entendus sur un gouvernement de coalition. Maintenant, l'Italie emprunte sur les marchés à dix ans en payant 300 points de base de plus que l'Allemagne (0,55%), une prime de risque au plus haut depuis 2013 (à comparer à une moyenne 2016-2017 de 150 points) mais qui reste bien en dessous du plus fort de la crise de la dette de 2011 (550 points alors que le meilleur élève de la zone empruntait à plus de 3%). Aujourd'hui, contrairement à 2011, l'intégrité de la zone euro n'est pas remise en cause même si le Mouvement 5 Etoiles et la Ligue sont hostiles à la monnaie unique ».

Le dimanche 14, élections en Bavière au parlement régional. Comme le titre « Atlantico » le lendemain, « L'onde de choc venue d'Allemagne : pourquoi l'Europe pourrait pourrir par la Bavière », et comme le dit dans l'article Édouard Husson, « Le discours de la Sorbonne aura été le chant du cygne d'une certaine façon d'envisager l'Europe avec, en son cœur, la relation franco-allemande. Au fond, Emmanuel Macron, qui a voulu faire du “merkelisme” la politique de la France au moment où celui-ci entrait en déclin en Allemagne, va se retrouver très isolé. (...) Les élections bavaroises vont au mieux provoquer un rejet définitif du plan Macron pour l'Europe, au pire faire entrer toute l'Europe en turbulence, à quelques mois des élections européennes. Si vous regardez une carte, vous constatez qu'une zone qui correspond largement à l'ancien Empire des Habsbourg devient petit à petit le bastion d'un nouveau conservatisme européen, qui remet en cause toutes les évidences de l'europhisme libéral : la Pologne conteste l'autorité constitutionnelle et juridique de l'Union Européenne ; la Hongrie a pris la tête de l'opposition à l'immigrationnisme de Paris, Bruxelles et Berlin ; l'Italie commence à défier l'autorité budgétaire européenne. La Bavière est aujourd'hui plus proche de Vienne que de Berlin en termes d'affinités politiques. C'est donc toute la géopolitique de l'Union Européenne qu'Emmanuel Macron va devoir repenser (...) ».

Le lundi 15, le gouvernement italien confirme un budget avec un déficit de 2,4% en 2019, tablant sur un raz-de-marée populiste dans toute l'Europe aux prochaines élections au Parlement européen pour changer les règles budgétaires communautaires.

Ce même jour, et à deux jours du Conseil européen devant se pencher essentiellement sur le problème du Brexit, le président du Conseil européen, Donald Tusk, pense qu'il faut se préparer à un Brexit sans accord, qu'il juge « plus probable que jamais », même si « nous devons néanmoins rester optimistes et déterminés, car il y a de la bonne volonté à poursuivre ces discussions des deux côtés ». Theresa May s'affiche plus confiante : « je continue de penser qu'un accord négocié est ce qu'il y a de mieux pour le Royaume-Uni et l'UE, je continue de croire qu'un tel accord est réalisable ». Quant à la France et à l'Allemagne, par les voix d'E. Macron et d'A. Merkel, elles se préparent à tous les scénarios.

Jeudi 18, à l'occasion du Conseil européen qui se tient à Bruxelles, le Président Macron estime que, concernant la réforme de la zone euro, « les travaux n'ont pas encore assez avancé » et souhaite que des décisions soient prises en décembre. Le Premier ministre néerlandais est moins optimiste et s'est

montré sceptique sur certaines propositions françaises, comme en particulier celle d'un budget commun pour la zone euro. Il a bien entendu insisté sur les risques que fait courir la politique budgétaire italienne, jusqu'à considérer que celle-ci peut mettre en danger le MES. A. Merkel s'est montrée elle-aussi prudente puisqu'elle s'est contentée de déclarer que « tout le monde est déterminé à mettre sur la table, d'ici le sommet européen de décembre, un paquet pour réformer l'union bancaire, ainsi qu'une feuille de route sur la manière de garantir les dépôts bancaires ».

Sur la question du Brexit, comme prévu, aucun accord n'est obtenu, la question de la frontière irlandaise étant le principal sujet de blocage ; l'hypothèse du « no deal » devient très probable, pas tellement du fait des Européens, qui se montrent - pour une fois - consensuels, grâce à l'action efficace de Michel Barnier, mais surtout à cause du contexte politique très compliqué dans lequel se trouve Theresa May.

Ce même jeudi 18, est confirmé l'envoi à Rome de la lettre officielle que vient d'envoyer la Commission européenne pour dénoncer « une déviation sans précédent » de son budget pour 2019 par rapport aux règles européennes. Mais, toute en affirmant que « nous n'avons jamais eu un tel écart en matière de déficit structurel », le commissaire P. Moscovici s'empresse de préciser que « nous sommes favorables à des politiques qui soutiennent la croissance et l'emploi. La Commission aime l'Italie ». D'ailleurs, le Président Juncker annonce que d'autres pays vont eux-aussi recevoir des lettres de « demandes d'informations » sur leur politique budgétaire et il est fort à parier que la France en sera un destinataire... mais la situation de ces pays est en quelque sorte sauvée par celle de l'Italie qui est relativement plus grave !

Lors du Sommet, les différents dirigeants de la zone euro s'en remettent à la Commission pour négocier avec l'Italie.

En fin de journée, le « spread » entre les taux italiens et les taux allemands, à 10 ans, dépasse les 300 points, ce qui constitue un pic depuis 5 ans. La conséquence est l'élévation de la corrélation entre l'accroissement de ce spread et la baisse du taux de change de la monnaie unique (qui s'échange contre le dollar à un taux au plus bas depuis 15 mois), même si plusieurs facteurs expliquent de leur côté la hausse de la monnaie américaine que l'on constate par rapport à toutes les devises ; cette corrélation est un indicateur de la vulnérabilité de l'euro. Cette corrélation, pratiquement nulle en début d'année, est actuellement de 84%. Cela dit, le rôle de PDR (prêteur en dernier ressort) qu'accepte de jouer maintenant la BCE constitue un sérieux filet de protection (mais à condition aussi de ne pas présenter des risques d'aléa moral).

Dans le même temps, en Italie, les deux vice-présidents du Conseil s'opposent sur le texte sur la « paix fiscale ». De son côté, le Président du Conseil, G. Conte considère que le budget « est bien pensé, bien construit et bien réalisé ». Le gouvernement italien fera une réponse officielle à la Commission lundi prochain.

Le jeudi 18 aussi, les éditions Gallimard font paraître un ouvrage de Luuk Van Middelaar : « Quand l'Europe improvise ; dix ans de crises politiques ». L'auteur, philosophe et politologue néerlandais, estime que l'on est passé progressivement d'une « Europe de la règle » qu'incarne depuis le début la Commission européenne à une « Europe de l'évènement » représentée par le Conseil européen qui réunit les chefs d'États et de gouvernements, lesquels tentent au coup par coup de résoudre, même en dépit des règles, les difficultés quand les évènements l'imposent. La Commission a de l'Europe une approche « fonctionnaliste », le Conseil européen une approche « confédérale », davantage politique par définition. Cohabite aussi avec ces deux approches une troisième approche, « fédéraliste », étape de politisation supplémentaire possible, mais encore faudrait-il, pour que Parlement européen ait un rôle plus affirmé, que celui-ci se libère d'une sorte tutelle qu'exerce sur lui la Commission.

Le vendredi 19, le spread des emprunts italiens continue de se creuser (de 90 points en un mois) et l'euro reste toujours meurtri sur le marché des changes en cotant en milieu de journée 1,1448\$ à cause des questions du budget italien et du Brexit, mais le dollar est très bien orienté grâce à la situation économique des États-Unis et à la perspective d'une nouvelle augmentation des taux directeurs par la Fed.

Ce même vendredi 19, l'agence de notation Moody's abaisse la note de l'Italie d'un cran, la faisant passer de Baa2 à Baa3, autrement dit au dernier niveau de la catégorie « investissement », juste avant la catégorie « spéculative » qui amèneraient des réajustements sur les titres de la dette publique italienne de la part de leurs détenteurs étrangers ; mais l'agence indique aussi qu'elle change sa

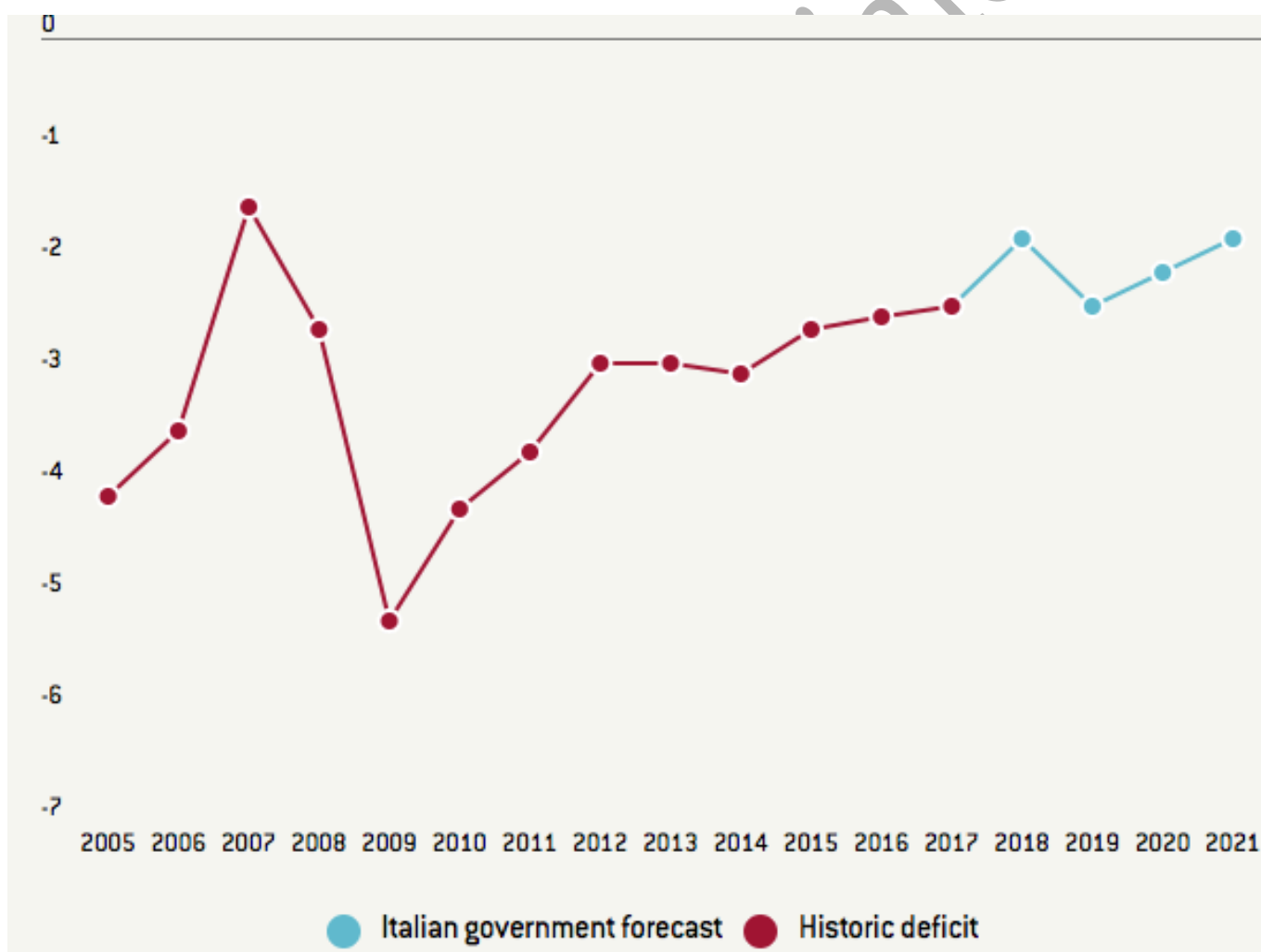
perspective sur la dette publique pour les six mois à venir en « stable » alors qu'elle était « négative », ce qui élimine tout risque immédiat d'une nouvelle dégradation en obligations « pourries ». De toute façon, les gouvernants italiens considèrent que Moody's se trompe et affirment qu'ils ne se laisseront pas intimider.

Le dimanche 21, le ministre français de l'économie, B. Le Maire, exhorte l'Italie à respecter les règles budgétaires européennes, tout en minimisant le fait que la France est appelée elle-aussi par Bruxelles à donner des précisions sur son propre budget 2019, également hors des clous.

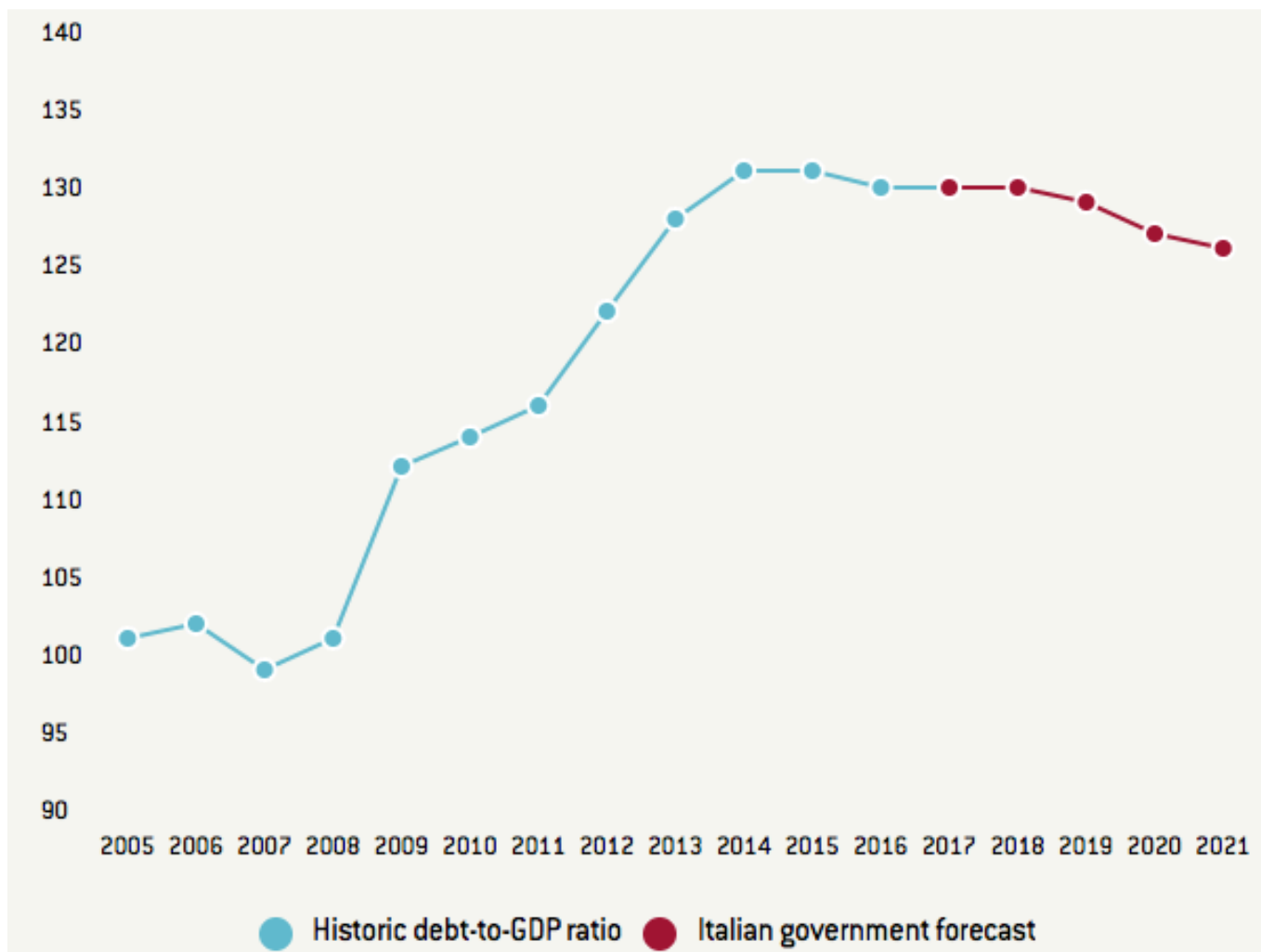
Le lundi 22, l'Italie répond dans un document de 4 pages aux demandes d'explications de la Commission de Bruxelles dans lequel le gouvernement maintient inchangées ses prévisions budgétaires (déficit public de 2,4% et 2,1% respectivement pour 2019 et 2020 contre 0,8% et 0% annoncés par le précédent gouvernement ; augmentation du déficit structurel de 0,8 point alors que le précédent gouvernement s'était engagé à le diminuer de 0,6 point ; et une prévision de dette publique à 126,5% en 2021). Dans cette lettre, le gouvernement italien reconnaît qu'il sort des « clous » mais explique qu'il veut rattraper le retard de croissance de son économie et affirme qu'il veut rester dans la zone euro et dans l'UE.

Les deux graphiques suivants sont tirés d'un document sur « bruegel.org » :

- Pour le déficit public (en fonction du PIB) :



- Pour la dette publique (en fonction du PIB) :



Concernant la politique économique italienne, la vraie question est de savoir si le programme du nouveau gouvernement est de nature à relancer la croissance, ce qui permettrait effectivement de faire baisser - mécaniquement - le taux d'endettement public. Mais la réponse est loin d'être évidente. Certes, beaucoup d'économistes sont sceptiques car ils pensent que, comme pour la France, l'Italie est face à un problème d'offre et que donc la politique de Rome lui tourne le dos. Mais c'est à notre avis encore oublier que pour bien fonctionner, comme je l'ai déjà maintes fois dit ici, une économie doit marcher sur deux bonnes jambes, celle de l'offre et aussi celle de la demande, que c'est la demande qui suscite l'offre et qu'il faut d'autant plus agir en même temps en faveur de l'une et de l'autre que les mesures à prendre répondent selon des horizons temporels différents. Pas de renouvellement de l'offre sans incitation par la demande, pas de réponse satisfaisante à la demande si l'offre n'est pas compétitive. Ajoutons que le fonctionnement de l'économie allemande montre que s'occuper en priorité de la compétitivité de l'offre en visant essentiellement la demande extérieure, nuit beaucoup à la fois au bien-être de la société allemande et aux équilibres macroéconomiques internationaux, à commencer par ceux au sein de la zone euro. Par ailleurs, une politique expansionniste de la demande perd en efficacité quand elle se prolonge excessivement parce que le plein emploi se réalise progressivement, d'où risque d'inflation et/ou de déficit extérieur, que les besoins en certains biens, en particulier durables, sont de plus en plus saturés, que le multiplicateur budgétaire va faiblir si le taux d'endettement public s'élève de trop, et que les taux d'intérêt bas encouragent de moins en moins les prêts. Le mardi 23, la Commission européenne rejette le projet de budget pour 2019 de l'Italie et demande au gouvernement de présenter un nouveau document dans les trois semaines. C'est la première fois que la Commission intente une action pareille contre un État membre. Si l'Italie ne répond pas positivement, des sanctions financières pourraient même être prononcées contre l'Italie. La question est alors de savoir ce que ferait concrètement la Commission dans ce cas de « bras de fer », prise qu'elle serait entre le souci de ne pas renoncer aux règles communautaires pour ne pas laisser libre cours aux risques d'aléa moral chez d'autres États membres et celui de ne pas encourager les positions nationalistes avant les élections législatives européennes. Certains se demandent alors si, au cas où la Commission hésiterait à décider des sanctions, ce ne serait pas les marchés financiers qui s'en chargeraient.

L'EURO

Les conséquences ne se font pas attendre sur le taux italien à 10 ans (voir le graphique ci-dessous) sur le marché des changes (l'euro tombe à 1,1440\$) et sur les marchés boursiers, en particulier à la Bourse de Milan (-1,2%).



Cette « crise italienne » porte un coup sévère à la zone euro jusqu'à la faire possiblement éclater : elle démontre en effet de manière qui pourrait devenir paroxystique que la zone euro a été mal construite et qu'elle est mal gouvernée. N'oublions pas que l'Italie est la 3^{ème} économie de la zone euro et qu'elle a été jusqu'à il y a peu l'État membre le plus europhile : si on se demandait pourquoi l'Italie se rebiffe à ce point, on se rendrait compte que la réponse n'est pas seulement économique mais aussi et surtout politique.

À cela s'ajoutent des évolutions d'indicateurs macroéconomiques européens plutôt défavorables : la croissance de l'activité privée au sein de la zone euro a atteint en octobre son plus bas niveau depuis 2 ans et le moral des patrons allemands recule en ce mois d'octobre pour le 2^{ème} mois consécutif.

Également ce mardi 23, l'Institut Jacques Delors fait paraître un « policy paper », sous les signatures de M.-H Bérard ; F. Fatah, Pascal Lamy, L. Schweitzer et P. Vimont : « L'Europe face aux sanctions américaines, quelle souveraineté ? ».

Ce document est important parce qu'il traite des sanctions américaines extraterritoriales.

Le problème posé à l'UE est posé dès l'introduction :

« Par extraterritorialité, on entend généralement l'utilisation unilatérale par un État des instruments pris en vertu de ses compétences souveraines pour faire appliquer sa propre loi, dans un territoire autre que le sien, pour des actions commises hors de son territoire, par des entités ou personnes relevant d'autres pays. C'est bien le cas lorsque les États-Unis appliquent à des entités et personnes non-américaines des normes et des sanctions décidées par eux seuls.

L'entreprise ou le particulier dit coupable est puni au moyen de l'un quelconque de ses liens de rattachement à la compétence juridictionnelle des États-Unis : par exemple, une transaction en dollar ou une filiale sur le territoire américain.

Dans ces conditions, l'Union européenne doit-elle, au nom de sa souveraineté, remettre en cause cette pratique que se sont octroyée les États-Unis de décider seuls pour le reste du monde. Si oui, comment ? Si non, que faire ? ».

Et la conclusion énonce deux préoccupations essentielles :

« (...) le rapport de force entre les États-Unis et l'Union européenne, amoindrie par le Brexit, devra s'apprécier au regard de deux composantes majeures du système international actuel et à venir, le premier d'ordre géoéconomique, le second d'ordre géopolitique :

- Le premier a trait à la **supériorité du dollar** dans l'économie internationale, tant comme monnaie de réserve que de facturation, et que la création de l'euro n'a aucunement remise en cause. C'est là que réside le levier principal de l'efficacité des sanctions américaines extraterritoriales, dont on aura

noté que leur administration est confiée au département du Trésor, à Washington. L'Union européenne s'est, de fait, accommodée de cette situation en adoptant une attitude passive sur l'internationalisation de l'euro, et l'on voit mal comment un rééquilibrage de souveraineté serait envisageable sans remettre en cause cette passivité. Peut-être serait-il temps d'ouvrir ce débat, comme l'a relancé Jean-Claude Juncker dans son discours sur l'État de l'Union.

- Le second concerne l'avenir de la **rivalité américano-chinoise**, qui a pris un nouveau tour avec l'administration Trump en passant à l'égard de la Chine du « containment » au « push back ». On ne peut en effet exclure qu'à l'avenir les États-Unis imposent à la Chine des sanctions qui vont au-delà des mesures commerciales actuelles initiées par le Président américain, et qu'il décide alors de les appliquer de manière extraterritoriale en s'appuyant sur des précédents tels que l'Iran. Il ne fait nul doute que, dans ce cas, la réaction européenne devrait être d'une toute autre nature. Peut-être serait-il sage de prendre les décisions qu'implique l'affaire iranienne en envisageant un contexte d'une toute autre dimension économique et politique ».

Le jeudi 25, lors de la réunion périodique de son Conseil des gouverneurs, la BCE maintient ses taux directeurs à leurs niveaux et aussi, malgré le contexte, sa décision de mettre un terme au QE fin décembre : « oui, dit son président M. Draghi lors de sa conférence de presse, la dynamique est plus faible, oui, les données d'enquête sont plus faibles, mais est-ce suffisant pour changer le scénario de base ? La réponse est non ».

Et il ajoute : « Afin de tirer pleinement parti de nos mesures de politique monétaire, d'autres domaines d'action doivent contribuer de manière plus décisive à accroître le potentiel de croissance à long terme et à réduire les vulnérabilités. La mise en œuvre des réformes structurelles dans les pays de la zone euro doit être considérablement renforcée pour accroître la résilience, réduire le chômage structurel et stimuler la productivité et le potentiel de croissance de la zone euro. En ce qui concerne les politiques budgétaires, l'expansion générale appelle à la reconstitution des tampons budgétaires. Cela est particulièrement important dans les pays où la dette publique est élevée et pour lesquels le plein respect du Pacte de stabilité et de croissance est essentiel pour préserver une situation budgétaire saine. (...) De même, la mise en œuvre transparente et cohérente du cadre de gouvernance fiscale et économique de l'Union européenne dans le temps et dans tous les pays reste essentielle pour renforcer la résilience de l'économie de la zone euro. L'amélioration du fonctionnement de l'Union économique et monétaire reste une priorité. Le Conseil des gouverneurs demande des mesures spécifiques et décisives pour mener à bien l'union bancaire et l'union des marchés des capitaux. (...) Une politique monétaire largement accommodante est encore nécessaire pour que l'inflation continue de converger de manière soutenue vers des niveaux inférieurs, mais proches de, à 2% à moyen terme. (...) La fin du QE n'est pas une mesure sélective pour un pays spécifique, mais un instrument de politique monétaire ».

Le vendredi 26, l'agence de notation S&P maintient la note de l'Italie mais abaisse sa perspective au niveau « négatif » : elle partage les critiques faites à l'encontre de la politique budgétaire du gouvernement italien et craint que la remise en cause de la réforme des retraites « menace, à long terme, la soutenabilité des comptes publics ».

Dans son édition de ce même vendredi 26, le journal Le Monde fait paraître un article de Christophe Itier, Haut-commissaire à l'économie sociale et solidaire et à l'innovation sociale, qui écrit à juste titre : « (...) Construire une Union européenne plus inclusive, plus durable et plus équitable. Voici l'enjeu qui sera le cœur des élections et du prochain mandat du Parlement européen si nous voulons sortir de la crise politique actuelle. Nous n'y parviendrons pas avec les recettes d'hier. Il nous faut réinventer la manière dont nous répondons aux défis actuels, qui ne peuvent se résoudre qu'à l'échelon européen : défi écologique, défi démographique, défi migratoire... et celui de la grande exclusion : 87 millions d'Européens vivent en 2018 sous le seuil de pauvreté. Cela impose un nouvel élan européen, comme de revoir la manière dont nous concevons et mettons en œuvre les politiques publiques : il nous faut l'Europe sociale, celle prônée par le président de la République, Emmanuel Macron, à Göteborg en novembre 2017, il nous faut l'Europe fiscale, mais il nous faut aussi l'Europe des solutions : associer davantage les citoyens et nous inspirer des initiatives et actions concrètes qui fonctionnent dans nos pays, nos territoires. Pour ce faire, nous disposons déjà en Europe d'un atout de premier plan : l'économie sociale et solidaire (ESS) constitue un vivier unique de projets, d'entreprises, d'innovations et de talents qui doit prendre toute sa part dans la rénovation du projet européen (...) ».

Et pas plus tard que le lendemain, le même journal Le Monde publie le samedi 27 un entretien avec Bertrand Badie, maintenant professeur émérite à Science-Po, dans lequel celui-ci dit, ni plus ni moins : « L'UE est arrivée au bout de ses possibilités. Elle avait été conçue, au lendemain de la guerre,

dans une logique – difficile mais réussie – d'association d'États fondée sur une culture de la souveraineté enracinée depuis des siècles. Cela a permis d'éviter une nouvelle guerre. Mais, actuellement, l'équation européenne n'a plus rien à voir avec cela et, pour redémarrer, elle a besoin de solidarité, ce qui contredit totalement son histoire. On voit même le retour des compétitions de puissance au sein de l'Union ».

B. Badie, grand spécialiste des questions internationales, considère que les pays occidentaux sont victimes de la crise du « système westphalien » mis en place avec les traités de Westphalie à la suite de la guerre de Trente Ans. Rappelons que ces traités font de l'État la forme privilégiée d'organisation politique des sociétés et réorganisent politiquement l'espace européen en proclamant pour plusieurs siècles et jusqu'à notre époque contemporaine : celui de la souveraineté externe selon lequel aucun État ne reconnaît d'autorité au-dessus de lui et considère tout autre État comme son égal, celui de la souveraineté interne selon lequel tout État dispose de l'autorité exclusive sur son territoire et sur sa population, ce qui exclut radicalement toute ingérence extérieure, et enfin le principe de l'équilibre des puissances, ce qui exclut toute hégémonie d'un État sur les autres. Le principe suprême qui commande en définitive ces trois principes fondamentaux est celui de l'indépendance. B. Badie considère précisément que ces principes bloquent la construction européenne et que, ce de point de vue, l'Union africaine est moins mal partie que l'UE. Selon lui, « les difficultés du Nord viennent de cette mémoire westphalienne doublement piégeante, car elle ne parvient pas à imaginer d'autres systèmes internationaux et elle se montre incapable de penser l'altérité ».

Alors que dans Le Monde du jeudi 25, Olli Rehn, gouverneur de la Banque de Finlande et ancien vice-président de la Commission européenne, faisait paraître un article intitulé « La reconstruction de la zone euro est en voie d'achèvement », le dimanche 28, le ministre français de l'économie, B. Le Maire, déclare au journal Le Parisien : « la zone euro est-elle suffisamment armée pour faire face à une nouvelle crise économique ou financière ? Ma réponse est non. Il est urgent de faire ce que nous avons proposé à nos partenaires pour avoir une union bancaire et un budget d'investissement de la zone euro ». Et selon B. Le Maire, il y a actuellement l'émergence d'une « claire majorité » des pays de la zone euro en faveur de l'adoption d'un budget commun.

Ce même dimanche, dans Le Figaro, Christian Saint-Étienne écrit une tribune « Réforme de la zone euro : pourquoi l'Élysée n'y arrive pas » dans laquelle il écrit carrément : « Emmanuel Macron s'est fait le chantre de l'intégration européenne. Il a tout misé sur l'axe franco-allemand en espérant créer une dynamique que personne ne pourrait arrêter. Le président a pris la tête de la lutte contre les démocraties illibérales en personnalisant le débat : Macron contre Orban. Il était convaincu d'une rapide victoire. Pourtant la machine s'est enrayée. La zone euro n'a pas les institutions nécessaires pour sa survie et les économies des pays de la zone sont de plus en plus hétérogènes ».

Ces trois articles veulent tout dire sur les différences d'appréciation quant aux chances qu'a la zone euro de guérir de ses insuffisances et dysfonctionnements actuels.

Lundi 29, après les élections régionales de Hesse de la veille qui, comme celles de Bavière il y a quinze jours, enregistrent un échec pour le parti de la chancelière, A. Merkel annonce qu'elle quittera la présidence de la CDU lors des prochaines élections au sein de son parti en décembre et ne se représentera pas à la chancellerie en 2021. Forbes a classé six fois de suite A. Merkel en tête du classement des femmes les plus influentes au monde : la chancelière allemande est en effet à coup sûr la responsable politique européenne la plus importante, et de loin, et depuis de très nombreuses années.

Cette double annonce, conséquence d'un affaiblissement incontestable depuis quelque temps d'A. Merkel, est en même temps un facteur d'incertitude sur l'avenir de l'UE et de la zone euro. On peut considérer que cela isole davantage E. Macron pour mettre en œuvre sa stratégie de relance de l'UE et de réforme de la zone euro. Mais deux autres hypothèses peuvent être également avancées : la première est d'estimer qu'A. Merkel, n'ayant plus rien à perdre, pourrait vouloir laisser un testament politique en prenant des décisions innovantes en faveur de l'Europe ; la seconde est que le successeur possible d'A. Merkel à la direction de la CDU, Friedrich Merz, se dit à la fois libéral, atlantiste et européen : s'il devenait Chancelier, la réforme de la zone euro serait alors soutenue par un couple franco-allemand plus décidé.

Le mardi 30, Eurostat publie une estimation de l'évolution récente du PIB dans la zone euro : entre juillet et septembre, l'activité des 19 pays n'a crû que de 0,2% (0,3% pour l'ensemble de l'UE), ce

L'EURO

qui correspond à une rupture de rythme avec les deux premiers trimestres de l'année et qui est le rythme le plus faible en quatre ans. Si on ajoute à cela le recul de l'indice dit ESI (Economic Sentiment Indicator) et celui de l'indice PMI (Purchasing Manager's Index) qui atteint son niveau le plus bas depuis 2 ans, ainsi que les inquiétudes causées par la situation économique de l'Italie, par la situation politique de l'Allemagne et par le Brexit, il n'est pas étonnant que le pessimisme gagne de plus en plus en Europe chez les responsables politiques et les acteurs économiques.

Le mercredi 31, Le Point fait paraître une chronique de Patrick Artus dans laquelle il déclare, ni plus ni moins, que l'euro est un échec : « On peut considérer pour l'instant que la zone euro est un échec puisqu'on n'y observe pas les caractéristiques attendues dans une union économique et monétaire. La mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro a disparu, les échanges commerciaux entre les pays de la zone euro n'ont pas profité de l'intégration monétaire et économique et, enfin, les entreprises européennes du secteur des nouvelles technologies n'ont pas profité de la présence du marché unique pour se développer ». La suite de l'article est consacrée au développement de ces trois points.

En octobre 2018 paraît aussi un livre collectif important chez Actes Sud, qui est une véritable somme sur le sujet qu'il traite : « L'Europe, Encyclopédie historique ». Nous renvoyons en particulier aux contributions de Bertrand Vayssière sur les « Communautés européennes », de Gérard Bossuat sur « L'unité européenne » et d'Olivier Feiertag sur les « Banques centrales, une invention européenne ».

Le mercredi 31, l'euro cote 1,1306 \$ après avoir coté 1,1523 le 5, 1,1559 le 12, 1,1513 le 19 et 1,1400 le 26.

Pour les marchés boursiers, le mois d'octobre aura été sombre. Le schéma suivant le montre clairement à propos de l'évolution sur un an de l'indice Euro Stoxx 50, qui regroupe 50 sociétés selon leur capitalisation boursière au sein de la zone euro :



• Novembre 2018 ->

Le vendredi 2, Les Échos font paraître un schéma important sur l'évolution et la situation actuelle, assez inquiétante, du patrimoine net public de la France. Ce schéma (voir ci-après) montre que ce

patrimoine net a subi une chute importante depuis la crise, chute qui s'explique par l'explosion de la dette publique, donc du passif financier des administrations publiques : alors que le patrimoine total net représentait 58% du PIB avant la crise, il n'en représentait plus que 8,2% à la fin de l'année dernière.

En effet, la totalité du passif financier, évalué aux prix du marché, était de 3145 milliards €, soit 137,2% du PIB, alors que les actifs financiers étaient de 1308 milliards €, soit 57,1% du PIB, d'où des engagements financiers nets représentant 80,1% du PIB, pour une moyenne de 68% pour la zone euro (l'Espagne et la Belgique sont à peu près dans la même situation que la France, le taux des engagements financiers nets de l'Italie est de 120%, ceux de l'Allemagne et des Pays-Bas évoluent entre 30 et 40% de leur PIB). Quand on tient compte, en plus des actifs financiers, des actifs non financiers, qui représentaient en France 88,5% du PIB avec un montant de 2028 milliards €, on aboutit au patrimoine public net, qui était donc de 8,2% du PIB. Ce faible taux traduit l'émergence d'un risque potentiel d'insolvabilité de nos administrations publiques, ce qui aggrave le risque d'insoutenabilité de la dette publique.



Lundi 5, l'eurogroupe demande au ministre des finances italien Giovanni Tria de modifier le projet de budget pour 2019 et de respecter les règles budgétaires européennes.

Judi 8, la Commission européenne accroit ses pressions sur le gouvernement italien en publiant des prévisions moins optimistes sur la croissance italienne, et donc plus pessimistes sur le déficit public (la Commission prévoit un déficit de 1,9% pour 2018, 2,9% pour 2019 et de 3,1% pour 2020). À quoi le ministre italien du budget italien répond que « les prévisions de la Commission découlent d'une analyse non attentive et partielle » et accuse même Bruxelles de « défaillance technique ». Entre l'Italie et la Commission s'engagent à la fois un bras de fer et un dialogue de sourds : un bras de fer entre la vision néolibérale de la Commission attendant de l'Italie une politique d'austérité budgétaire et l'inspiration keynésienne du gouvernement italien cherchant à relancer la croissance économique ; un dialogue de sourds en ce qui concerne le chiffrage du déficit structurel. Rappelons à ce propos la

deuxième proposition faite en janvier de cette année par 14 économistes français et allemands (voir l'ensemble des propositions en date du 17 janvier dans ce document) : « Remplacer les règles budgétaires actuelles, centrées sur le déficit dit « structurel » (corrigé du cycle d'activité) par une règle simple de dépenses avec un objectif de long terme de réduction de la dette. Les règles actuelles manquent à la fois de flexibilité pendant les crises et de fermeté en phase de croissance. Elles sont complexes et peu fiables, exposant la Commission européenne à toutes sortes de critiques. Nous proposons de les remplacer par un principe simple selon lequel, en tendance et en euros courants, les dépenses publiques ne devraient pas croître plus vite que le PIB. Elles devraient même croître moins vite dans les pays dont le taux d'endettement est trop élevé. Une telle règle serait à la fois plus stabilisante pour l'activité et plus transparente pour les citoyens et leurs représentants. Sa mise en œuvre serait contrôlée par une institution nationale indépendante, elle-même supervisée par une institution indépendante au niveau de la zone euro. Les gouvernements qui violeraient la règle seraient obligés de financer l'excès de dépense en émettant de la dette « junior » (la première touchée en cas de restructuration) dont la maturité serait automatiquement allongée au cas où le pays nécessiterait un programme du Mécanisme Européen de Stabilité (MES). La pénalité imposée par les marchés pour émettre cette dette exercerait une discipline beaucoup plus crédible que les menaces actuelles d'amendes qui ne se sont jamais matérialisées, sans pour autant mettre en péril le stock de dette accumulée ».

Comme l'Italie pèse 8 fois plus que la Grèce, le FMI s'inquiète lui aussi des risques que court la zone euro avec des taux d'emprunt qui sont pour l'Italie à leur plus haut niveau depuis 4 ans, et 7,5 fois plus élevés que les taux allemands. Indiquons que pour la France la Commission prévoit une évolution beaucoup moins favorable que prévu de son déficit structurel. Il faut attendre le 21 de ce mois pour que la Commission précise son avis sur les projets de budgets européens.

Ce même jeudi, le FOMC de la Fed maintient ses taux d'intérêt mais continue d'annoncer qu'elle les augmentera régulièrement dans l'avenir. En effet, elle prévoit « d'autres hausses graduelles » pour accompagner « une expansion économique durable ».

Vendredi 9, à l'occasion du French German Business 2018, le ministre français de l'économie B. Le Maire demande instamment à l'Allemagne de prendre rapidement position sur l'avenir de la zone euro : « il est temps que l'Allemagne réponde aux propositions d'Emmanuel Macron, il est temps que l'Allemagne décide pour ce qui concerne l'avenir de l'Europe ». Pour B. Le Maire, les avancées contenues dans l'accord franco-allemand conclu en juin à Meseberg « ne doivent pas rester lettre morte » (voir ici en date du 19 juin 2018). « Il reste quelques semaines avant la réunion des ministres des finances de l'année et le sommet européen de la mi-décembre qui doit endosser les décisions. Nous entrerons ensuite dans la campagne pour les européennes. Le rendez-vous de décembre est essentiel non seulement pour la construction européenne mais aussi pour la relation franco-allemande ». Il va même plus loin à propos de la taxation des GAFAs : une absence de soutien de l'Allemagne sur ce sujet serait selon lui « une rupture de confiance entre la France et l'Allemagne ».

Dimanche 11, le journal allemand Handelsblatt fait paraître un entretien accordé par le même Bruno Le Maire. Le ministre français de l'économie enfonce le clou en assurant que « nous avons discuté suffisamment longtemps. Il est temps maintenant de prendre des décisions ». Car il est persuadé que la survie de la zone euro impose un compromis sur l'union bancaire et des marchés de capitaux : « sans cette convergence, la zone euro ne survivra pas sur le long terme ».

Le lundi 12, l'euro chute à 1,1223\$.

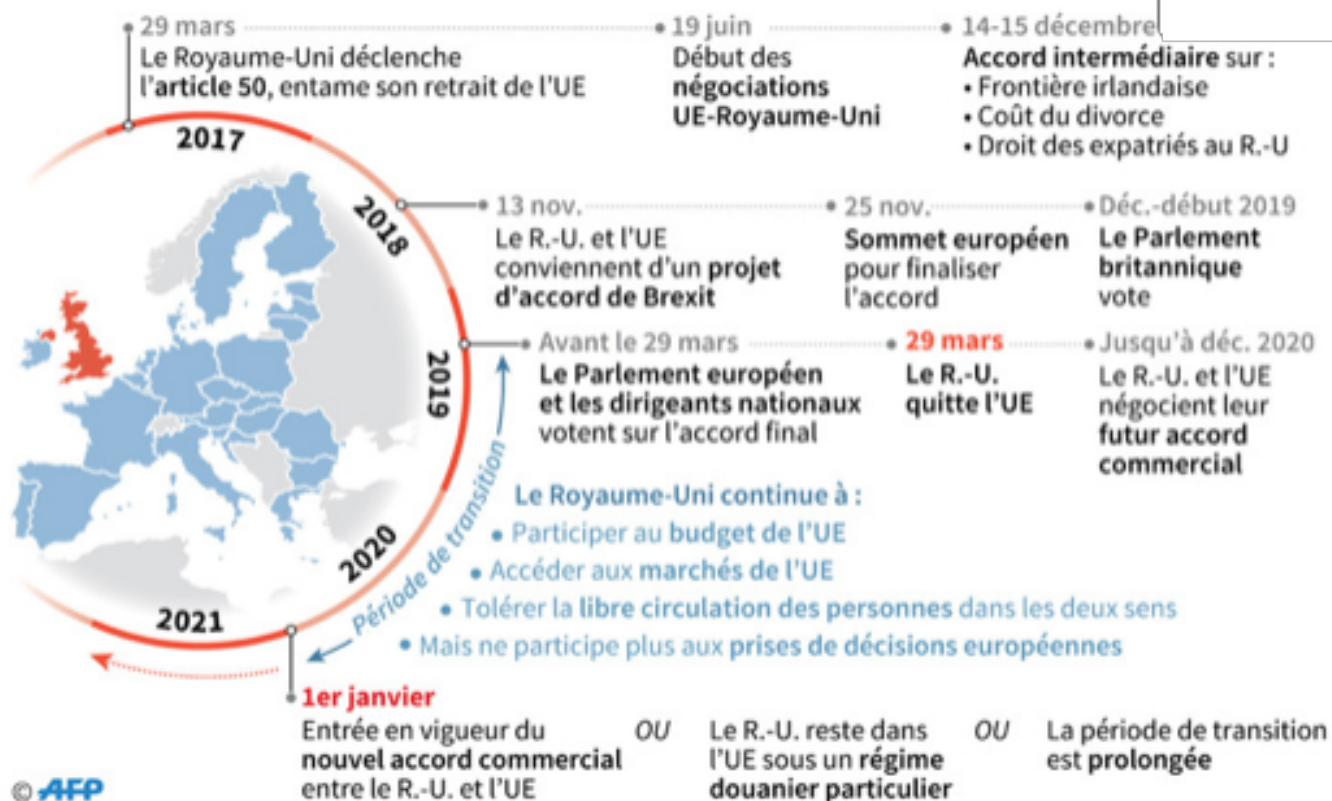
Le mardi 13, après 20 mois de négociations, annonce d'un projet d'accord entre Londres et Bruxelles sur le Brexit.

Les jours suivants sont difficiles pour Theresa May : le mercredi 13, elle tente de faire adopter ce projet d'accord par les membres de son gouvernement, le jeudi 14, c'est au Parlement qu'elle défend le projet, tout juste après avoir appris la démission de quatre de ses ministres, à commencer par celui qui s'occupe précisément du Brexit, Dominic Raab ; le jeudi en fin de journée elle s'exprime sur le projet lors d'une conférence de presse et le vendredi matin lors d'une émission radiophonique. Lors de ses diverses interventions, la première ministre britannique explique que ce projet est la moins mauvaise des solutions en montrant les dangers à la fois d'un Brexit sans accord et de « pas de Brexit du tout » ; ce faisant, elle mécontente à la fois les « Brexiters » et les pro-européens, y compris au sein de son propre parti, ce qui la met dans une position politique extrêmement inconfortable.

Dans le projet d'accord, la question épineuse de l'Irlande est traitée par le maintien du R.-U dans l'union douanière si rien d'autre n'est prévu à l'issue de la période de transition. Cette période de transition est prévue jusqu'à la fin de 2020, avec la possibilité de la prolonger d'un an, avec à la clé une augmentation de la facture pour Londres, qui est déjà de 39 milliards de livres. Ce maintien dans l'union douanière et la durée de la période de transition attirent les critiques des « Brexiters ». Il en est d'ailleurs de même du fait que le R.-U. resterait soumis pendant toute la période de transition à la

juridiction de la Cour de justice de l'UE. Cela dit, le projet d'accord, malgré ses 585 pages (et ses trois protocoles consacrés à l'Irlande, Chypre et Gibraltar), laisse toujours dans l'ombre le traitement de nombreuses questions importantes. Pour avoir une présentation synthétique et « un mode d'emploi » de ce projet d'accord, nous renvoyons à l'édition du vendredi 23 du journal Le Monde. Le document suivant, émanant de l'AFP (Gillian Handyside), présente de manière astucieuse les différentes étapes de « la route vers le Brexit » :

La route vers le Brexit



La route vers le Brexit / AFD

Mercredi 14, l'Italie répond à l'injonction faite par la Commission européenne de revoir son budget pour 2019 : elle maintient ses hypothèses de croissance et de déficit, et elle ne consent qu'à amender ses prévisions de dette publique. En attendant le rapport de la Commission prévu le 21, les réactions de Bruxelles sont bien entendu négatives : plusieurs hauts fonctionnaires estiment que la procédure pour endettement excessif va être entamée. Mais des responsables comme P. Moscovici ne veulent pas de clash avec l'Italie. Il faut dire que cela pourrait être contre-productif dans la perspective des élections européennes.

Ce même mercredi, le journal Le Monde fait paraître sur une page entière trois articles importants d'économistes consacrés à la situation de l'Italie et au problème financier de la zone euro. Nous en donnons ci-après des extraits mais nous conseillons fortement le lecteur de les lire dans leur intégralité.

Le *premier*, de David Blake, « attire l'attention sur l'utilisation du système Target II entre banques centrales, accélérateur de la dette des pays déficitaires ». « Target 2 sert de système de compensation pour les banques centrales de la zone euro. Lorsqu'un pays de la zone euro a besoin d'effectuer des paiements vers un autre pays, les fonds sont transférés via Target 2. Ce système présente cependant une différence avec le système classique. Dans la plupart des pays, les banques commerciales doivent fournir des actifs financiers éligibles pour compenser leurs comptes. Dans Target 2, les banques centrales nationales sont autorisées à accumuler les dettes sans aucune obligation formelle de les rembourser, car Target 2 les classe comme des dettes « sans risque ». (...) En résumé, Target 2 est devenu une « carte de crédit géante » pour les États membres de la zone euro qui importent plus qu'ils n'exportent vers les autres États membres. Mais il y a deux différences avec une carte de crédit classique : le taux d'intérêt est de zéro, et l'emprunt n'a pas besoin d'être remboursé. Au mois d'août,

l'Italie et l'Espagne devaient respectivement 493 milliards et 389 milliards d'euros (des sommes qu'elles ne rembourseront jamais) et l'Allemagne avait prêté 912 milliards d'euros (une somme qui ne lui sera jamais remboursée). Target 2 est également utilisé pour faciliter la fuite des capitaux, car les Italiens et les Espagnols ne font plus confiance à leur système bancaire : les dépôts bancaires supérieurs à 100 000 euros peuvent être ponctionnés à hauteur de 8 % si leur banque devient insolvable. Cette situation devrait mettre en alerte les banques françaises, bien que la France affiche une balance Target 2 nette relativement faible, avec un déficit de 30 milliards d'euros en août. La Ligue du Nord et le Mouvement 5 étoiles souhaitent que la dette Target 2 de l'Italie, qui s'élève à 250 milliards d'euros, soit annulée. Or, l'exposition des banques françaises à la dette italienne (hors Target 2) représente déjà 11 % du PIB français. Les banques les plus exposées sont BNP Paribas (19 milliards d'euros), le Groupe Crédit agricole (11 milliards d'euros), le Groupe BPCE (9 milliards d'euros) et la Société de financement local (SFIL, 6 milliards d'euros). Ces prêts sont-ils garantis de manière suffisante ? Tout dépend de la durée pendant laquelle Target 2 pourra être utilisé pour maintenir l'Italie dans la zone euro et donc conserver l'euro. L'indice d'éclatement de la zone euro Sentix est à son niveau le plus haut depuis plus de deux ans... ».

Le second article, de Guy Abeille, liste « des 7 contre-vérités qui justifieraient les arguments de l'Italie contre les exigences budgétaires de la Commission européenne ». « (...) Le premier d'entre eux serait que la Commission rejette l'Italie, alors que c'est l'Italie qui s'exclut seule du jeu. On ne peut pas en effet d'un côté être membre du collectif, c'est-à-dire lui faire protéger ses propres taux d'intérêt, et de l'autre y suivre ses propres règles et miser seul un supplément de dette sur une croissance fuyante. Le deuxième faux-semblant est que cela serait un combat entre l'Italie et la Commission. Mais celle-ci n'est pas une structure hors-sol. Elle est l'émanation des États et de leurs gouvernants élus. Et ce sont eux – tous en route aujourd'hui vers le désendettement, et tout aussi légitimes à donner de la voix que l'Italie – qui lui demandent ensemble de ne pas ouvrir une voie d'eau dans le navire euro. Le troisième : la Commission mépriserait la volonté du peuple. Épouser ce credo, c'est confondre deux ordres, celui des contenus et celui du financement. (...) Le quatrième : l'Union européenne n'aurait pas à se formaliser. Les 3 % sont, après tout, respectés, et le déficit italien est inférieur au déficit français. Mais une question de fond demeure : quelle masse d'argent faut-il chaque année rembourser et quelles ressources gaspiller en intérêts dus ? Car l'Italie souffre d'une obésité de dettes, qui l'asphyxie. (...) Le cinquième : le Portugal, dirigé par un gouvernement socialiste allié à la gauche radicale, avec son budget 2019 au quasi-équilibre et ses dépenses soutenues, serait le contre-exemple des politiques anti-austérité. Mais c'est confondre l'effet avec la cause. (...) Le sixième : Bruxelles sous-traiterait aux marchés financiers l'objectif de dompter l'Italie. Mais les marchés, ce sont des banques, des assureurs, des fonds gérant des épargnes pour des achats ou des retraites futurs. Ils sont comptables de leurs placements devant leurs salariés, leurs actionnaires, leurs mandants. (...) Le septième et dernier faux-semblant : qu'importe si la dette des Italiens grossit, puisqu'elle est détenue à 70 % par des créanciers italiens ? Mais le prêt à un État n'est pas un acte humanitaire, les prêteurs n'ont pas vocation à être aveugles au risque. La question centrale n'est pas de savoir qui détient la dette, mais de savoir qui acceptera de prêter ou pas. (...) ».

Le troisième article, de J. Matouk, pour qui « tous les États de la zone euro devraient renoncer à une partie des créances qu'ils détiennent sur les autres membres ».

Justement, c'est également ce mercredi que la Commission dit être persuadée qu'à l'occasion du prochain Ecofin sera lancée la procédure pour déficit excessif à l'encontre de l'Italie (notons d'ailleurs que cette procédure devrait avoir un contenu spécifique puisqu'elle devrait être déclenchée pour cause de dette excessive plutôt que pour déficit excessif dans la mesure où l'Italie a un déficit sous les 3% du PIB).

Remarquons que cette procédure annoncée contre l'Italie concerne le montant excessif de sa dette. Pourtant, son taux de déficit public est relativement plus faible que celui de la France et le déséquilibre extérieur de l'Allemagne est lui aussi source de difficultés pour toute la zone euro et ne fait pas davantage l'objet de sanctions de la part de Bruxelles (Dans le cadre du « semestre européen », la Commission européenne étudie plusieurs indicateurs dont bien sûr les taux de déficit et de dette publics mais également, depuis 2011, des marqueurs d'éventuels déséquilibres macroéconomiques : selon une étude du think tank Bruegel, l'Allemagne est l'un des États européens les moins attentifs aux recommandations de la Commission européenne : elle n'en respecte

que 29% ; la France se situe dans la moyenne avec 37% et le dernier pays est le Luxembourg avec 23% !).

Le contexte actuel nous suggère de faire ici un double rappel :

1. Rappel de la réglementation budgétaire européenne : pour ce faire, nous reproduisons le document établi par « Service-Public.fr » :

« Les critères fixés en 1992 pour participer à l'UEM... »

Le traité de Maastricht signé en février 1992, ratifié par la France en septembre 1992 par référendum et entré en vigueur le 1er novembre 1993, prévoit que les pays de l'Union européenne peuvent participer à l'Union économique et monétaire (UEM) à condition de remplir cinq "critères de convergence". Parmi ces critères, deux concernent le déficit et la dette cumulés de l'ensemble des administrations publiques (État, Sécurité sociale, collectivités territoriales) :

d'une part, le déficit des administrations publiques ne doit pas dépasser 3% du produit intérieur brut (PIB) ;

d'autre part, la dette publique ne doit pas dépasser 60% du PIB ou doit se rapprocher de ce seuil.

L'objectif du critère concernant la dette publique est d'éviter que la dette d'un État de la zone euro ne devienne insoutenable, car l'Union n'aurait alors plus le choix qu'entre des solutions désastreuses :

le renflouement du pays en cessation de paiement par ses partenaires ;

la répudiation de la dette de ce pays ;

l'éclatement de l'Union ;

la renonciation au principe de non-renflouement établi par le traité de Maastricht, d'après lequel la dette publique des pays de la zone euro ne peut plus être financée par les émissions monétaires (c'est-à-dire par l'inflation).

Le critère relatif au déficit public procède pour sa part d'un double constat.

Auparavant, lorsqu'un pays conduisait seul une relance budgétaire, il en concentrait les inconvénients et ses partenaires en tiraient surtout des avantages (les dépenses publiques destinées à relancer sa demande intérieure se traduisaient en effet par une hausse des exportations de ses principaux partenaires commerciaux). Cela n'est plus le cas dans l'Union économique et monétaire. En effet, un pays qui conduit seul une politique budgétaire expansionniste en partage désormais les effets défavorables avec tous les membres de l'Union (tensions inflationnistes, hausse des taux d'intérêt, appréciation du taux de change de l'euro). L'existence de ces "externalités négatives" justifiait une forte coordination des politiques budgétaires ou, à défaut, l'adoption de règles minimales permettant d'encadrer les politiques budgétaires, comme l'obligation d'un déficit public inférieur à 3 % du PIB.

En outre, il était très difficile de fixer des règles qui influent directement sur le ratio dette publique/PIB, parce que l'évolution de ce ratio dépend de trop nombreux facteurs et que les situations de départ des pays de la zone euro étaient trop hétérogènes. À l'inverse, le respect d'un déficit maximal permettait indirectement de contenir l'évolution des dettes publiques.

... précisés en 1997 par le pacte de stabilité et de croissance...

Les critères de Maastricht ont été précisés et complétés par le pacte de stabilité et de croissance adopté par le Conseil européen d'Amsterdam en juin 1997. À travers ce dernier, les États de la zone euro se sont engagés :

à parvenir à une position budgétaire "proche de l'équilibre ou en excédent à moyen terme" afin de pouvoir faire face aux effets des fluctuations conjoncturelles sur les dépenses et sur les recettes publiques, sans dépasser pour autant le seuil de 3% du PIB de déficit public ;

à présenter chaque année au Conseil des ministres de l'économie et des finances (dit aussi "Conseil Ecofin") "un programme de stabilité" dans lequel ils communiqueront régulièrement leurs prévisions de croissance et de politique budgétaire pour les trois années suivantes. Lorsque c'est nécessaire, ces dernières doivent faire apparaître un retour vers l'équilibre des finances publiques.

Par ailleurs, les États de l'Union européenne ont harmonisé (sous l'égide d'Eurostat) leurs modes de calcul de la dette et du déficit publics.

Enfin, ils ont mis en place deux types de procédures :

une procédure d'examen et de surveillance mutuelle de leurs politiques économiques et de l'évolution de leurs finances publiques. Le Conseil adopte ainsi chaque année les "grandes orientations des politiques économiques" (GOPE) pour l'ensemble des États membres de l'Union. Il rend également un avis sur les programmes de stabilité et peut, sur recommandation de la Commission européenne, adresser une recommandation aux États membres dont la politique économique ne serait pas conforme aux GOPE ou compromettrait le bon fonctionnement de l'Union européenne. Cette recommandation de la Commission peut être considérée comme un "avertissement préventif" à destination d'un pays qui ne respecte pas ses engagements ou encore le lancement d'une procédure pour "déficit excessif", comme pour l'Allemagne en janvier 2003 ;

une procédure de sanction. En cas de déficit supérieur à 3% du PIB, le Conseil, sur recommandation de la Commission, peut proposer une stratégie d'actions à entreprendre dans les dix mois sous peine de sanctions. Ces sanctions prennent la forme d'un dépôt non rémunéré d'un montant variable (entre 0,2% et 0,5% du PIB du pays concerné selon le niveau du déficit), qui n'est restitué que s'il est remédié au déficit excessif dans un délai de deux ans. Cette procédure de sanction prévoit tout de même quelques dérogations, notamment en cas de "circonstances exceptionnelles" définies par le Pacte de stabilité et de croissance comme une baisse du PIB de plus de 2% en glissement annuel. La réforme du Pacte de 2005 a conduit à assouplir ces contraintes en prenant en compte toutes les récessions et la nature des dépenses financées

par le déficit (investissements, réunification allemande, etc). Le critère des 3% du PIB est maintenu, mais pourra désormais être dépassé dans des circonstances exceptionnelles.

... confirmés par un nouveau traité entré en vigueur le 1er janvier 2013

À la suite du Conseil européen du 9 décembre 2011, vingt-cinq pays de l'Union européenne (UE) (les 27 moins le Royaume-Uni et la République tchèque), ont signé le 2 mars 2012, lors d'un Conseil européen à Bruxelles, un Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire (TSCG) qui instaure davantage de discipline budgétaire dans la zone euro. Il est aussi appelé Pacte budgétaire européen.

Dans son économie générale, cette approche oriente vers une solution intergouvernementale au détriment de la voie communautaire. Cette signature faisait suite au conseil informel du 30 janvier 2012 qui en avait préparé les contours et principes.

Les éléments saillants de ce texte sont :

la "règle d'or" budgétaire et son l'inscription, "de préférence", dans la Constitution ;

la correction automatique du non-respect des déficits autorisés ;

l'établissement de sanctions de la Cour de justice de l'Union européenne s'agissant de la mise en place des règles d'or dans les ordres juridiques nationaux (amende pouvant aller jusqu'à 0,1% du PIB du pays fautif) et des sanctions quasi automatiques pour les déficits excessifs.

Ce dispositif cohérent consolide au plus haut niveau des normes juridiques le dispositif dit du "Six Pack", officiellement signé le 16 novembre 2011 et qui constitue un bloc de six textes réformant la gouvernance économique européenne (trois règlements réformant spécifiquement le Pacte de stabilité et de croissance, deux autres élargissant la surveillance à l'ensemble des déséquilibres macroéconomiques, et, enfin, une directive énonçant des règles applicables aux cadres budgétaires des États membres).

La nouvelle version du pacte de stabilité prévoit notamment une « majorité inversée » pour voter les sanctions contre les États en déficit excessif ne respectant pas les recommandations qui leur ont été adressées : ceux-ci se verront infliger des sanctions automatiques à moins qu'une majorité d'États s'y oppose. En outre, elle contraint les États à avoir un déficit structurel limité à 1% du PIB et la Commission définit pour chaque État un objectif à moyen terme (OMT) pour atteindre ce but.

Ce nouveau traité, qui réduit le déficit structurel autorisé à 0,5% (au lieu de 1% dans le Six Pack) a pu entrer en vigueur le 1er janvier 2013, dès lors que 12 États signataires membres de la zone euro l'avaient ratifié. Ceci constitue une véritable "révolution" dans la construction européenne dans la mesure où tous les traités européens ont jusqu'alors dû être ratifiés par la totalité des États signataires pour pouvoir entrer en vigueur. Cependant, les contraintes du traité ne s'appliqueront qu'aux seuls États l'ayant ratifié, qui seront en outre les seuls à pouvoir bénéficier du mécanisme européen de stabilité (MES).

Officiellement entré en vigueur en octobre 2012, après ratification par tous les États membres de la zone euro, le MES doit prendre le relais du Fonds européen de stabilité financière (FESF) instauré en mai 2010 dans le cadre du premier plan de sauvetage de la Grèce.

En France, l'introduction de la "règle d'or" a nourri d'importants débats, notamment sur la pertinence de sa constitutionnalisation. Celle-ci n'étant ni nécessaire ni obligatoire d'après le TSCG, ce traité a *in fine* donné lieu à l'adoption d'une loi organique relative à la programmation et à la gouvernance des finances publiques le 17 décembre 2012. Ce texte renove les lois de programmation des finances publiques, créées en 2008, qui contiennent désormais un objectif de moyen terme relatif au solde financier de l'ensemble des administrations publiques. Cet objectif sera poursuivi par la détermination d'une trajectoire pluriannuelle (au minimum triennale) déclinant pour chaque année les étapes vers la réalisation de l'objectif. Cette loi organique a également mis en place une nouvelle institution : le Haut Conseil des finances publiques ».

2. Rappel des domaines d'action de l'UE.

Dans le texte référencé ci-après, la Commission européenne distingue très clairement, après avoir posé les 3 principes de base (les principes d'attribution, le principe de proportionnalité et le principe de subsidiarité), quatre périmètres d'action de l'UE. Premièrement, les domaines pour lesquels l'UE est seule à pouvoir légiférer (l'union douanière, les règles de concurrence, la politique monétaire, les accords commerciaux et internationaux, les plantes et les animaux marins).

Deuxièmement, les domaines où l'UE ou les États membres peuvent légiférer, appelés « domaines partagés » (le marché unique, l'emploi et les affaires sociales, la cohésion économique, sociale et territoriale, l'agriculture, la pêche, l'environnement, la protection des consommateurs, les transports, les réseaux transeuropéens, l'énergie, la sécurité et la justice, la santé publique, la recherche et l'espace, la coopération au développement et l'aide humanitaire).

Troisièmement, les domaines où les États membres légifèrent mais où l'UE apporte son aide, appelés « domaines de compétence d'appui » (la santé publique, l'industrie, la culture, le tourisme, l'éducation, la formation, la jeunesse et le sport, la protection sociale et la coopération administrative).

Et quatrièmement, les domaines où l'UE joue un rôle particulier, ceux des « compétences particulières » (la coordination des politiques économiques et de l'emploi, la définition et la mise en œuvre de la politique étrangère et de la sécurité commune, la « clause de flexibilité »).

https://ec.europa.eu/info/about-european-commission/what-european-commission-does/law/areas-eu-action_fr.

Cela dit, cette réglementation budgétaire européenne fait depuis plusieurs mois l'objet de critiques de plus en plus fortes. La note n° 47, se septembre 2018, du Conseil d'analyse économique, est la

dernière en date. Cette note s'intitule : « Réformer les règles budgétaires européennes : simplification, stabilisation et soutenabilité » ([xhttp://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/cae-note047v3.pdf](http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/cae-note047v3.pdf)).

Voici un large extrait de son introduction :

« La réforme de la zone euro est à nouveau à l'ordre du jour. Parmi les pistes envisagées, l'évolution des règles budgétaires devrait figurer en tête de liste. Celles-ci ont en effet engendré une austérité budgétaire excessive pendant la crise, aggravant et prolongeant ses conséquences économiques, sociales et politiques. Inversement, la réduction de la dette a été insuffisante dans de nombreux pays en période de conjoncture favorable dans les années 2000, les règles n'étant pas respectées ou insuffisamment rigoureuses. Ces règles souffrent en outre de graves problèmes de mesure : elles sont basées sur un concept légitime, le solde public structurel, mais celui-ci n'est pas observable et fait l'objet d'importantes erreurs d'estimation.

Les erreurs de politique économique générées par les règles budgétaires ont conduit à reporter sur la Banque centrale européenne l'essentiel du rôle de stabilisation de l'activité. L'application du cadre budgétaire européen extrêmement complexe, peu transparent et sujet à erreurs a, par ailleurs, exposé la Commission européenne à des critiques des États membres, que la situation de leurs finances publiques soit solide ou dégradée. Les règles européennes, perçues comme du micro-management bruxellois portant atteinte à la souveraineté nationale, servent ainsi de bouc émissaire aux populistes antieuropéens.

Les règles budgétaires sont cependant indispensables dans une union monétaire, afin d'assurer la soutenabilité de la dette publique et parce que la clause de non-renflouement en cas de crise n'est pas crédible. Elles ne sont pas une solution miracle et ne peuvent se substituer au débat démocratique national sur les choix budgétaires et la soutenabilité de la dette, mais elles devraient aider à encadrer ce débat. Elles devraient être aussi transparentes et simples que possible en fixant des objectifs directement pilotables par le gouvernement (simplification), permettre de conduire une politique budgétaire contracyclique (stabilisation) et inciter à réduire la dette publique excessive (soutenabilité). L'objectif de cette *Note* est d'évaluer le cadre actuel et de proposer une profonde simplification. Nous recommandons de substituer aux nombreuses règles actuelles une règle simple : les dépenses nominales ne devraient pas croître plus rapidement que le PIB potentiel à long terme et plus lentement dans les pays où la dette est excessive. Les simulations effectuées pour cette *Note* suggèrent qu'une telle règle permettrait de concilier prudence budgétaire et stabilisation macroéconomique de l'économie. (...) ».

Sur cette question de la politique budgétaire européenne, on renvoie également au rapport récent (paru le 8 de ce mois), rédigé par Pénélope Debreu, du Think Tank « Terra Nova » : « Budget européen 2021-2027 : doter l'Europe des moyens de nos ambitions » (http://tnova.fr/system/contents/files/000/001/665/original/Terra-Nova_Rapport-budget-europeen_081118.pdf?1541604083).

Le jeudi 15, Eurostat publie des statistiques sur le commerce extérieur de biens des pays de l'UE. Nous reproduisons ci-après un tableau qui donne de précieuses indications sur le commerce intra-européen et le commerce extra-européen des différents États membres :

	Total exports						Total imports						Trade balance					
	Total		Intra-EU		Extra-EU		Total		Intra-EU		Extra-EU		Total		Intra-EU		Extra-EU	
	Jan-Sep 18	Growth / Jan-Sep 17	Jan-Sep 18	Growth / Jan-Sep 17	Jan-Sep 18	Growth / Jan-Sep 17	Jan-Sep 18	Growth / Jan-Sep 17	Jan-Sep 18	Growth / Jan-Sep 17	Jan-Sep 18	Growth / Jan-Sep 17	Jan-Sep 18	Jan-Sep 17	Jan-Sep 18	Jan-Sep 17	Jan-Sep 18	Jan-Sep 17
Belgium	295	4%	215	5%	81	2%	283	4%	181	5%	101	4%	12.8	14.2	33.3	32.0	-20.5	-17.8
Bulgaria	20	3%	14	10%	6	-11%	24	8%	15	8%	8	7%	-3.3	-2.3	-0.7	-0.9	-2.6	-1.3
Czechia	125	5%	105	6%	20	5%	114	8%	87	6%	26	14%	11.6	13.0	18.1	17.2	-6.5	-4.2
Denmark	68	0%	42	-1%	27	2%	65	6%	45	6%	20	7%	3.6	7.2	-3.1	-0.3	6.7	7.6
Germany	991	4%	585	5%	405	2%	813	6%	539	6%	274	5%	178.1	189.7	46.7	53.9	131.5	135.8
Estonia	11	11%	7	6%	3	25%	12	10%	9	5%	3	29%	-1.4	-1.5	-2.0	-2.0	0.6	0.5
Ireland	103	12%	52	11%	51	13%	65	13%	43	13%	23	13%	37.0	33.6	8.9	8.7	28.1	24.9
Greece	25	17%	13	13%	12	22%	41	10%	21	9%	20	12%	-16.4	-16.1	-8.0	-7.7	-8.4	-8.4
Spain	217	3%	144	4%	73	3%	244	5%	143	4%	101	7%	-26.2	-20.9	1.8	2.8	-28.0	-23.8
France	361	4%	216	4%	146	3%	423	3%	293	2%	130	4%	-61.5	-62.1	-77.0	-79.4	15.5	17.3
Croatia	11	5%	7	11%	4	-6%	18	7%	14	6%	4	7%	-6.9	-6.3	-6.4	-6.3	-0.5	0.0
Italy	342	3%	195	4%	147	2%	314	5%	184	4%	129	7%	28.5	33.0	10.6	9.1	17.9	23.9
Cyprus	3	53%	1	-1%	3	86%	7	19%	4	9%	3	37%	-3.1	-3.2	-3.1	-2.7	0.0	-0.5
Latvia	10	8%	6	8%	3	8%	12	10%	9	5%	3	27%	-2.4	-2.0	-2.5	-2.6	0.1	0.6
Lithuania	21	8%	12	7%	8	8%	23	9%	15	5%	7	18%	-2.1	-1.7	-3.3	-3.4	1.2	1.7
Luxembourg	10	-1%	9	-1%	2	-5%	15	0%	13	6%	2	-30%	-4.7	-4.6	-4.4	-3.7	-0.2	-0.9
Hungary	79	5%	65	6%	14	3%	76	7%	57	6%	19	13%	3.1	4.4	7.7	7.2	-4.6	-2.9
Malta	2	21%	1	31%	1	7%	4	8%	3	27%	1	-24%	-2.2	-2.3	-1.9	-1.5	-0.4	-0.8
Netherlands	451	6%	336	5%	115	9%	403	8%	186	9%	217	8%	47.4	53.6	149.1	148.2	-101.7	-94.6
Austria	117	6%	84	7%	33	3%	121	5%	94	6%	27	3%	-4.8	-5.1	-10.3	-10.4	5.5	5.3
Poland	162	5%	130	6%	32	4%	164	8%	114	5%	50	15%	-2.5	1.4	15.1	13.8	-17.7	-12.3
Portugal	44	7%	33	9%	10	-1%	55	8%	42	7%	14	12%	-11.8	-10.5	-8.5	-8.8	-3.3	-1.7
Romania	51	9%	39	10%	12	4%	61	10%	45	8%	15	15%	-10.2	-8.9	-6.5	-6.7	-3.7	-2.1
Slovenia	28	10%	21	11%	7	8%	26	11%	18	9%	8	17%	1.6	1.6	3.5	2.8	-1.9	-1.2
Slovakia	59	7%	50	8%	8	3%	58	8%	47	8%	12	6%	0.5	0.6	3.8	3.6	-3.3	-3.0
Finland	48	6%	28	5%	19	8%	49	6%	34	3%	15	12%	-1.4	-1.5	-5.9	-6.2	4.5	4.7
Sweden	103	3%	62	4%	42	2%	106	5%	74	4%	32	7%	-2.3	-0.3	-12.2	-11.7	9.9	11.4
UnitedKingdom	309	6%	145	4%	164	8%	420	-1%	223	1%	197	-4%	-111.5	-134.8	-78.9	-81.8	-32.6	-53.0

Il apparaît que la France enregistre le plus gros déficit global - mis à part le R.-U. - pendant que l'Allemagne a le plus important excédent. L'essentiel du commerce extérieur de la France est intra-européen, au contraire de celui de l'Allemagne.

Le dimanche 18, le Président Macron fait un discours devant le Bundestag à Berlin, à l'occasion de la « journée du souvenir » (Volkstrauertag), cérémonie commémorative annuelle pour les victimes civiles et militaires des guerres et tyrannies.

Comme beaucoup de discours d'E. Macron, le discours fait aujourd'hui à Berlin est beau et fort. Il a d'ailleurs reçu un accueil triomphal de la part des députés allemands et la chancelière A. Merkel le trouve elle-même « tout-à-fait remarquable et exceptionnel ».

De ce discours, et pour rester dans les limites données à ce document consacré à l'euro, nous citons les passages qui concernent plus spécialement la monnaie unique :

« (...) Ce sentiment que plus aucune guerre n'est possible entre Européens parce que nous sommes bien plus semblables que nous ne sommes différents et parce que l'histoire a fait émerger progressivement une singularité, une identité, une culture, une vocation européenne. Ce sentiment européen existe parmi nous, responsables politiques ; il est le quotidien de nos institutions et de nos entreprises ; il dessine l'horizon de notre jeunesse et des peuples ; nous n'avons pas nié nos différences, nous ne les avons pas opposées, nous les avons unies et découvert par là-même quel supplément de rayonnement et de souveraineté cela nous donne. Nous n'avons pas rejeté l'idée des peuples ou celle des Nations mais nous avons dépassé, ensemble, le narcissisme mortel de nos petites différences. Nous n'avons pas dilué, nous avons additionné. Ce qui hier était une réponse aux guerres implacables qui nous avaient déchirés est devenu aujourd'hui notre réponse à la fracturation du monde. (...) Ici, les règles créent la confiance et l'adhésion ; de l'autre côté du Rhin, elles ont souvent engendré la méfiance et trop souvent l'art du contournement. Nous sommes pourtant confrontés aux mêmes défis et en fait, nous partageons profondément le même espoir : celui d'un monde régulé, d'un commerce juste, d'un environnement protégé, d'un équilibre permanent qui nous a construits, entre liberté individuelle et solidarité collective ; nous partageons ce goût inédit de la créativité, cette construction singulière de l'individu rationnel et de la patrie universelle et romantique. Tout cela, c'est l'Europe seule et ses valeurs qui peuvent le porter, face aux défis contemporains et dans ce monde qui s'ouvre à nous. Cette nouvelle responsabilité franco-allemande consiste à doter l'Europe des outils de cette invention nouvelle, des outils de sa souveraineté. Cette nouvelle étape nous fait peur au fond car

chacun devra partager, mettre en commun sa capacité de décision, sa politique étrangère, migratoire ou de développement, une part croissante de son budget et même des ressources fiscales ; construire une défense commune, faire de l'euro une monnaie internationale dotée d'un budget, créer un Office européen de l'asile pour harmoniser nos règles, consolider une agence sanitaire garantissant à tous nos concitoyens leur alimentation de chaque jour comme étant de qualité. C'est tout cela qui nous attend. (...) Pour que l'Europe avance, nous devons accepter des rythmes ou des cercles différents, accepter que certains lancent un projet, une coopération - ce fut vrai de Schengen ou de l'euro - mais toujours en restant ouvert à chacun en gardant en tête et au cœur l'intérêt de l'Europe unie. Notre force doit aussi devenir notre souveraineté. (...) ».

Le lundi 19, réunion exceptionnelle - en plus de ses réunions mensuelles habituelles - d'un Eurogroupe centré sur la proposition franco-allemande, diffusée dès le vendredi précédent, pour le renforcement de la zone euro, avec un budget pour la zone. Le président de l'Eurogroupe, le portugais Mario Centeno, considère que cette contribution est très importante et qu'elle peut constituer une avancée dans la perspective du Conseil européen de décembre. Mais, comme la proposition prévoit que le budget de la zone euro ne serait ouvert qu'aux pays qui respectent les règles budgétaires de l'UE, l'Italie, bien sûr, la critique fermement. Le budget envisagé par la proposition franco-allemande servirait essentiellement à assurer la convergence macroéconomique et le soutien des réformes « en particulier en co-finançant les dépenses publiques de soutien à la croissance comme les investissements, la recherche-développement, l'innovation et le capital humain ». Contrairement au souhait français, ce budget de la zone euro ne serait pas autonome mais constituerait une ligne supplémentaire du budget de l'UE et son montant serait donc discuté dans le cadre du budget pluriannuel de l'UE : les États membres de l'UE qui ne font pas partie de la zone euro auraient donc leur mot à dire. Il y a par conséquent de fortes chances pour que le montant de cette ligne budgétaire correspondant au budget de la zone euro ne soit pas aussi important que ce qu'il faudrait et que ce qu'envisageait la France : seul le volet « convergence » est pour l'instant prévu dans la contribution franco-allemande, les partenaires n'étant pas prêts à accepter un volet « stabilisation ». En effet, face à la proposition franco-allemande, les petits pays du Nord avec les Pays-Bas en tête expriment d'ores et déjà leurs réticences parce qu'ils estiment qu'avant de partager les risques, il faut absolument les réduire ; seule l'union bancaire et son filet de protection pour assurer l'assurance des dépôts, font maintenant consensus.

Par ailleurs, l'Eurogroupe discute également des moyens de faciliter une éventuelle restructuration de dette souveraine et de la rendre davantage prévisible, mais en refusant une « approche mécanique ou automatique » : le MES et le fonds de renflouement de la zone euro pourraient jouer un rôle de médiation entre un émetteur souverain et les investisseurs en cas de difficultés.

Lundi aussi, les 27 États membres de l'UE, par la voix de leurs ministres responsables des affaires européennes, ont donné leur feu vert sur le projet d'accord entre Londres et l'Union européenne. Seule, l'Espagne exprime une réserve concernant le sort de Gibraltar.

Le mercredi 21, la Commission européenne adresse au gouvernement belge un « avertissement » parce qu'elle estime que la réduction de la dette publique est trop lente, à cause en particulier d'une baisse insuffisante du déficit structurel. En réponse, le gouvernement belge demande l'application de la clause de « flexibilité » du pacte de stabilité et de croissance.

Le mercredi 21 aussi paraît à « Sorbonne Universités Presses » un ouvrage sous la direction d'Éric Anceau et Henri Temple : « Qu'est-ce qu'une Nation en Europe ? ».

La table des matières de ce livre est la suivante :

TABLE DES MATIÈRES

Introduction Éric Anceau & Henri Temple.....	7
Qu'est-ce que la nation française? Une perspective historique: 1789-1882-2018 Éric Anceau.....	19
La dimension socio-spatiale de la nation et ses conséquences sur le gouvernement des hommes Jean-Pierre Doumenge.....	45
Qu'est-ce qu'une nation au XXI ^e siècle? La réponse du droit français Olivier Gohin.....	97
Entre psychologie et sociologie: l'identité nationale, un droit de l'homme? Henri Temple.....	125
L'Euro, ce talisman qui a déjà détruit les nations Jean Claude Werrebrouck.....	165
Les élites, l'euro et l'incapacité à penser le retour des nations Jacques Sapir.....	183
Le Royaume-Uni et ses nations au tournant de leur histoire? Robert Tombs.....	203
L'invertébration de l'Espagne Hélène Dewaele Valderrábano.....	217
Identité nationale, territorialité et régime politique en Roumanie Silvia Marton.....	243
La Russie post-communiste: le « grand espace » contre la nation Françoise Thom.....	259
Conclusions Pascal Cauchy & Éric Anceau.....	275
Emmanuel Macron, le président en marche vers « l'Europe souveraine » ou la dernière utopie messianique en butte au réel Pierre-André Taguieff.....	283
Les auteurs.....	325
Table des matières.....	331

Ce livre me semble très important et sa lecture devrait s'imposer à tous les lecteurs de mon historique de l'euro.

Jeudi 22, la Commission européenne présente 3 communications sur le plan d'investissement de l'UE (le « plan Juncker »), le marché unique et les normes européennes harmonisées.

« Dans sa communication sur le marché unique, la Commission présente une nouvelle évaluation de la situation dans le marché unique, envers lequel elle appelle les États membres à renouveler leur engagement politique.

Au fil des vingt-cinq dernières années, le marché unique a fait de l'Europe l'un des lieux les plus attirants au monde pour vivre et faire des affaires. Ses quatre libertés indivisibles – la libre circulation des personnes, des biens, des services et des capitaux – ont contribué à améliorer la prospérité de nos citoyens et à renforcer la compétitivité de l'Union européenne

(UE). Pour exploiter pleinement le potentiel du marché unique à l'ère numérique et assurer la croissance durable de notre économie, ce marché doit fonctionner correctement et évoluer constamment dans un monde en mutation rapide. Aujourd'hui, toutefois, approfondir l'intégration requiert plus de courage et d'engagement politiques qu'il y a vingt-cinq ans, et des efforts plus soutenus pour combler l'écart entre la rhétorique et les résultats sur le terrain. Concrètement, la Commission met en exergue trois éléments principaux pour lesquels des efforts supplémentaires sont nécessaires pour approfondir et renforcer le marché unique :

Adopter rapidement les propositions qui sont déjà sur la table : la Commission a présenté 67 propositions directement utiles au bon fonctionnement du marché unique et 44 d'entre elles doivent encore faire l'objet d'un accord. La Commission invite le Parlement européen et le Conseil à adopter, avant la fin de la législature actuelle, les propositions clés déjà sur la table. Il s'agit notamment des propositions visant à ancrer au cœur du marché unique la transition vers le numérique et les nouvelles technologies, à garantir la sécurité et la durabilité de l'énergie en Europe et à construire l'union des marchés des capitaux.

Faire en sorte que la réglementation se traduise en résultats tangibles : les citoyens et les entreprises ne peuvent bénéficier des nombreux avantages du marché unique (voir la fiche d'information « Le marché unique ») que si les règles arrêtées de commun accord produisent effectivement les effets escomptés sur le terrain. La Commission appelle les États membres à faire preuve de vigilance dans la mise en œuvre, l'application et le contrôle du respect de la réglementation de l'UE et à s'abstenir d'élever de nouvelles barrières. Pour sa part, la Commission continuera de garantir le respect de cette réglementation dans tous les domaines, des émissions des voitures au commerce en ligne, en passant par les réseaux sociaux, le secteur des services et bien d'autres domaines encore.

Continuer d'adapter le marché unique : face au ralentissement progressif de la croissance à l'échelle mondiale et à l'évolution du contexte géopolitique, l'Union doit montrer la voie à suivre et faire preuve de courage politique pour amener le marché unique à une dimension nouvelle. Une intégration économique plus poussée reste clairement possible dans les domaines des services, des produits, de la fiscalité et des industries de réseau. Elle renforcera d'autant l'attrait de l'Union aux yeux des partenaires commerciaux internationaux et lui donnera un poids supplémentaire sur la scène internationale ».

Ce même jeudi, le R.-U. et l'U.E. donnent leur agrément à une déclaration sur leurs « relations futures », en complément du projet d'accord sur leur divorce. Les deux documents devraient être validés lors du sommet européen extraordinaire de dimanche prochain. Il est aussi décidé que la période de transition pourra être prolongée de 2 ans. Pendant cette période, le R.-U. sera traité comme s'il était toujours un État membre, mais sans pouvoir participer aux décisions. Il y aura entre le R.-U. et l'UE un « territoire douanier unique » au sein duquel les produits continueront de circuler librement et, par conséquent, le R.-U. devra appliquer aux pays tiers les mêmes tarifs douaniers que l'UE. Le R.-U. ne pourra pas quitter ce territoire douanier unique sans l'accord des États membres si la solution finalement adoptée sur l'Irlande ne leur convient pas. Concernant les résidents européens au R.-U. et les résidents britanniques dans les États membres, ceux qui se seront établis avant le 30 mars 2019 conserveront à vie les mêmes droits. Le R.-U. s'engage à participer au budget européen pour la période 2014-2020 et paiera donc environ 40 milliards d'euros (le Bureau pour la responsabilité budgétaire estime que la moitié de cette somme sera versée d'ici 2020, et que le reste sera étalé sur 45 ans).

Vendredi 23, Natixis étudie dans son « Flash Économie » la question de savoir s'il y a dans la zone euro une austérité anormale et si la politique budgétaire restrictive déprime effectivement la croissance. Selon l'analyse faite, même si la zone euro enregistre un excédent extérieur important, l'augmentation des dépenses publiques et/ou la diminution des impôts « soutiendraient la demande de biens et services, mais de résoudraient pas les problèmes structurels de la zone euro » : faiblesse des gains de productivité, de la croissance potentielle, de l'investissement en nouvelles technologies, de la robotisation et de la modernisation des entreprises, et la faiblesse des compétences de la population active comme le montre l'enquête PIAAC (Programme pour l'évaluation internationale des compétences de adultes) de l'OCDE que cite l'étude, avec le tableau suivant :

Tableau 1 : enquête PIAAC de l'OCDE, score global par score décroissant (2016)

Rang	Pays	Score
1	Japon	292,8
2	Finlande	286,4
3	Pays-Bas	283,6
4	Suède	282,0
5	Norvège	281,1
6	Australie	278,9
7	Flandre (Belgique)	278,9
8	République Tchèque	277,6
9	Danemark	277,4
10	Slovaquie	276,9
11	Autriche	276,2
12	Nouvelle-Zélande	275,9
13	Estonie	275,5
14	Allemagne	274,7
15	Canada	273,7
16	Corée	273,0
17	Royaume-Uni	271,6
18	Ensemble des pays de la Zone euro	267,2
19	Pologne	267,2
20	Irlande	266,3
21	États Unis	265,4
22	France	258,2
23	Slovénie	257,0
24	Israël	253,1
25	Grèce	252,9
26	Italie	248,8
27	Espagne	248,8
28	Turquie	223,0
29	Chili	213,1

Sources : OCDE. NATIXIS

Ce tableau montre que la situation de nombreux pays de la zone euro, à commencer par celle de la France, amène à recommander fortement l'augmentation des dépenses publiques d'éducation et de recherche, et que de manière plus générale, comme le suggère la synthèse finale de l'étude de Natixis, « la zone euro pourrait relâcher l'austérité budgétaire, mais pas pour faire n'importe quoi ».

Ce même vendredi, Les Échos relatent le contenu d'une autre étude de Natixis que celle citée plus haut, qui concerne « le piège de la dette » dans lequel se trouve la zone euro : en 2019, les États membres devraient lever 850 milliards d'euros sur les marchés, et le coût devrait en être d'autant plus élevé que la BCE aura réduit dès le début de l'année son programme de rachats d'obligations d'État (la BCE a racheté en 2018 35% des obligations émises, pourcentage qui pourrait tomber aux environs de 20%). Parmi les plus gros emprunteurs sur les marchés, il y a bien évidemment l'Italie (240 milliards) mais aussi la France (225 milliards) qui sont les deux plus importants. En ce qui concerne l'Italie, elle risque d'avoir de plus en plus de difficultés à se financer sur les marchés dans la mesure où la demande domestique de titres, sur laquelle elle compte habituellement, est devenue très réduite (pour la 2^{ème} fois cette année, les « BTP Italia » viennent d'être proposés en priorité aux ménages :

seulement 863 millions d'euros ont été vendus ; et les investisseurs institutionnels ont été guère plus gourmands : 1,30 milliard a été placé).

Le dimanche 25 matin a lieu à Bruxelles une réunion extraordinaire du Conseil européen sur le Brexit. En voici les conclusions :

1. Le Conseil européen fait sien l'accord sur le retrait du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord de l'Union européenne et de la Communauté européenne de l'énergie atomique. Dès lors, le Conseil européen invite la Commission, le Parlement européen et le Conseil à prendre les mesures nécessaires pour faire en sorte que l'accord puisse entrer en vigueur le 30 mars 2019, afin de permettre un retrait ordonné.
2. Le Conseil européen approuve la déclaration politique fixant le cadre des relations futures entre l'Union européenne et le Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord. Le Conseil européen réaffirme que l'Union est déterminée à avoir un partenariat aussi étroit que possible avec le Royaume-Uni à l'avenir conformément à la déclaration politique. L'approche de l'Union continuera à être définie par les positions et principes généraux établis dans les orientations précédemment adoptées par le Conseil européen. Le Conseil européen restera saisi en permanence de la question.
3. Le Conseil européen remercie Michel Barnier pour les efforts qu'il a déployés sans relâche en tant que négociateur en chef de l'Union et pour sa contribution au maintien de l'unité des États membres de l'UE à 27 tout au long des négociations sur le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne.

Remarques :

- 1- Cet accord doit être validé par un vote à la Chambre des Communes.
- 2- Pour permettre la signature de l'accord ce dimanche à Bruxelles, il a été nécessaire la veille, donc samedi 24, de régler le problème de Gibraltar, ce qui fut fait entre le Président du Conseil européen D. Tusk et le chef du gouvernement espagnol P. Sanchez.

Lundi 26, lors de son audition devant la Commission des Affaires économiques du Parlement européen, Mario Draghi, le président de la BCE, accompagné de Peter Praet, le chef économiste de la BCE, et de Sabine Lautenschläger, membre du directoire, reconnaît le ralentissement économique au sein de la zone euro mais il ne veut pas changer de cap parce qu'il considère que c'est temporaire, que l'évolution du prix du baril est favorable à l'Europe et que l'inflation sous-jacente va augmenter progressivement.

Ce même lundi, face à l'isolement de leur pays au sein de l'UE et à la détermination des autres États membres de faire respecter les règles budgétaires, les responsables des deux composantes du gouvernement italien annoncent que le déficit public annoncé de 2,4% du PIB sera ramené à 2,2%, en revoquant les décisions concernant la réforme des retraites et l'instauration d'un « revenu de citoyenneté ». Ce geste en direction de Bruxelles suffira-t-il pour dissuader la Commission de déclencher la procédure d'infraction pour dette excessive ?

Également le lundi 26, Natixis fait paraître son Flash Économie n° 1344 qui pose la question : « La dette publique est-elle un actif dans risque » et y répond dans sa conclusion :

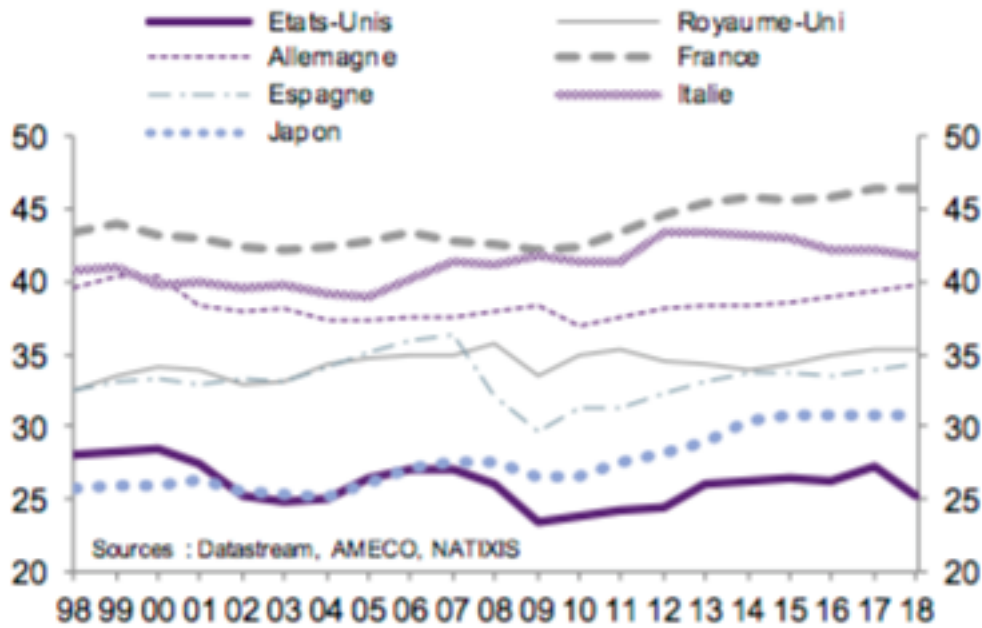
« Pour savoir si la dette publique d'un pays est un actif sans risque, il faut se poser trois questions :

- Ce pays peut-il encore accroître sa pression fiscale ?
- Ce pays peut-il baisser ses dépenses publiques ?
- Ce pays a-t-il une Banque centrale nationale qui peut monétiser sa dette ? »

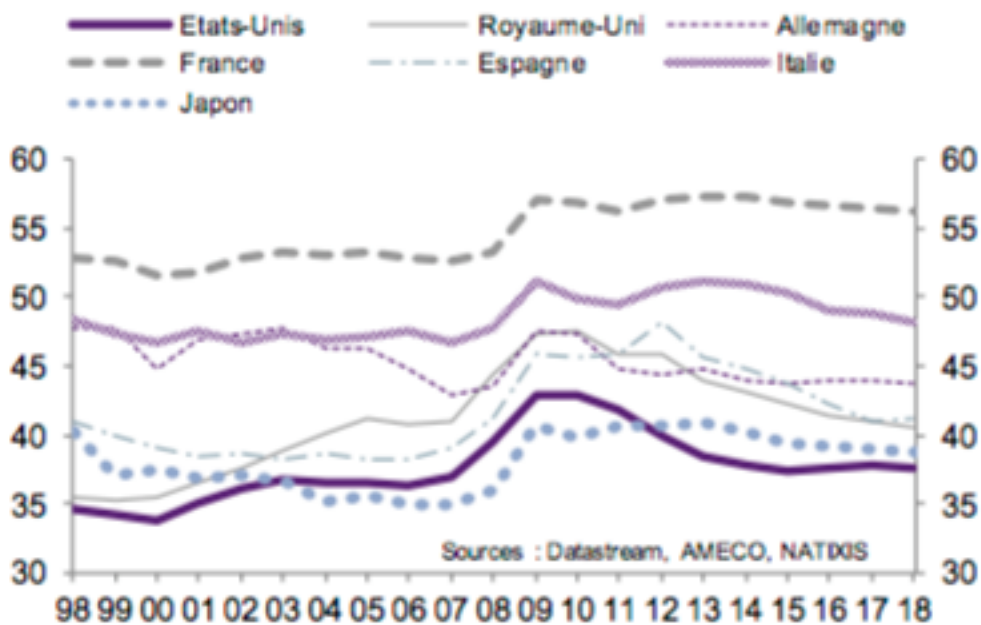
On sait immédiatement que notre appartenance à la zone euro nous fait automatiquement répondre par la négative à la 3^{ème} question.

Et quand on analyse les schémas reproduits dans l'article, les réponses à donner aux deux premières sont également négatives :

Pression fiscale (en % du PIB valeur)



Dépenses publiques (en % du PIB valeur)



Conclusion : la dette publique française n'est plus vraiment un actif sans risque (et le « ras-le-bol fiscal » et les interrogations sur l'efficacité des dépenses publiques qu'exprime mouvement des « gilets jaunes » qui agite actuellement la société française peuvent accélérer ce déclin de la dette publique française) ; la dette publique de l'Italie est dans le même cas que celle de la France.

Judi 29, l'économiste Lucrezia Reichlin, nommée sur la Chaire d'économie européenne au Collège de France, fait sa leçon inaugurale sur « la réforme de la gouvernance économique de l'euro : quels problèmes, quelles pistes ? ». Le lendemain, le journal Le Monde publie une version condensée de cette conférence. En voici ici un large extrait :

« Cela m'amène à la question de savoir si, quand et comment la BCE devrait intervenir sur le marché des obligations souveraines. (...) Le traité de Maastricht interdisait explicitement le financement direct des gouvernements. Ceux qui avaient alors observé que, dans une union monétaire, le marché des obligations souveraines est sujet aux crises de liquidité étaient à l'inverse opposés à cette interdiction, car les États membres émettent de fait des obligations dans une monnaie «étrangère », c'est-à-dire qu'ils ne contrôlent pas eux-mêmes. La BCE ne peut donc pas apporter la garantie qu'un État souverain disposant de sa propre banque centrale peut donner.

L'EURO

Cette question sous-tend la différence de résultat entre les deux épisodes d'intervention de la BCE sur le marché des titres souverains : le programme du marché des valeurs mobilières (SMP) en 2010, puis le programme des opérations monétaires fermes (OMT) en 2012.

Lorsque la crise souveraine est apparue en 2010, la BCE a mis en place le « programme relatif au marché unique » et a demandé aux banques centrales nationales d'acheter des obligations d'État de pays en crise. L'effet était limité, et la contagion a vite affecté l'Italie et l'Espagne. En août 2011, ce programme a été étendu à ces deux pays, mais là encore sans grand effet. L'échec du SMP à apaiser les marchés était dû à l'absence d'un mandat solide : le président de la Bundesbank, Axel Weber, avait en effet démissionné en 2011 pour s'opposer à l'action de la BCE.

Puis, en juillet 2012, en réponse à l'aggravation de la crise, Mario Draghi a déclaré que la BCE était prête « à faire tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro ». Quelques jours plus tard, la BCE annonçait des achats fermes de dettes souveraines sur les marchés des obligations secondaires, l'OMT. Ces rachats étaient soumis à la condition que le pays dont les obligations devaient être achetées reçoive un soutien financier du Mécanisme européen de stabilité (MES) et se conforme aux mesures de réforme requises par le programme MES. A ce jour, le programme OMT n'a encore jamais été utilisé. Cependant, les études montrent que l'annonce a eu un effet important sur les écarts de rendements souverains, bien plus important que l'effet des achats réels dans le cadre du programme SMP. De même, l'OMT a beaucoup mieux réussi à assouplir les conditions de financement des banques des pays périphériques que les facilités à plus long terme des années 2007-2009.

Alors, qu'est-ce qui a fait la différence ? La conditionnalité de l'OMT peut être considérée comme une reconnaissance de la nécessité d'éviter les crises autoréalisatrices d'une part et le risque d'aléa moral de l'autre. Le fait que l'OMT soit potentiellement illimité était également important.

Mais la différence la plus importante se situe ailleurs. L'OMT était plus crédible que le SMP parce que le MES avait été créé entre-temps et qu'un accord avait été conclu sur l'union bancaire. Surtout, l'OMT était soutenu par un accord politique entre les principaux pays ; la chancelière allemande Angela Merkel lui a notamment apporté son soutien, malgré l'opposition de la Bundesbank. En d'autres termes, la crédibilité de l'OMT était due à un accord politique entre des autorités budgétaires souveraines sur des responsabilités partagées impliquant le renforcement de nouvelles institutions. La crise financière a donc finalement remis en cause le consensus qui prévalait jusque-là, selon lequel les banques centrales devaient être indépendantes et responsables sur un mandat étroit, sans intervenir sur le fonctionnement des marchés. L'autre résultat marquant de l'analyse de cette crise est que la taille et la structure du bilan de la banque centrale étaient déterminantes pour obtenir des résultats macroéconomiques, et que ce bilan devait être l'un des outils à sa disposition.

Cependant, lorsque les banques centrales, en mettant en œuvre des politiques de bilan, sont exposées au risque de crédit, la question de savoir qui doit en assumer le risque est un facteur de discordance dans la zone euro. Nous avons constaté que lorsque le marché perçoit un manque de consensus et met en doute la volonté des gouvernements de la zone euro de soutenir la banque centrale, l'intervention de la BCE perd de sa crédibilité, et ses actions deviennent inefficaces.

La dernière leçon à tirer est que, dans une fédération imparfaite – comme celle que nous avons dans la zone euro –, il est absolument nécessaire d'améliorer la gouvernance, afin de mieux prévoir et organiser la coordination des interventions budgétaires et monétaires dans la gestion des crises. Ne pas améliorer cette gouvernance nous rendrait vulnérables à la prochaine crise et mettrait en péril l'avenir de l'euro ».

Également le 29, est enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale un rapport d'information, écrit par les députés Ch. Naergelen et S. Wasserman, sur l'avenir de la zone euro (<http://www.assemblee-nationale.fr/15/pdf/rap-info/i1453.pdf>).

Cet excellent travail comporte deux parties. La première porte sur les difficultés mais aussi aux améliorations qu'a connues la zone euro en particulier depuis la crise de 2008. La seconde partie est consacrée à « quatre propositions pour renforcer à moyen et à long terme la zone euro » :

4 AXES CLEFS POUR RENFORCER LA ZONE EURO

1. Accélérer la convergence d'un groupe de pays volontaristes de la zone euro autour de l'initiative franco-allemande.

Constat : Pour prospérer, la zone euro doit être assise sur une identité économique forte dans une logique de convergence d'États qui partagent la même monnaie. Or, si la zone euro a une intention de convergence, elle fait aujourd'hui face à une réalité de divergences. Cette situation fait peser un risque réel sur la stabilité économique et politique de la zone.

Proposition : Alors que les solutions institutionnelles actuelles ne sont pas en capacité de remédier à cette réalité, pour vos rapporteurs, il faut accélérer la convergence dans la zone euro *via* un nouveau modèle par cercles restreints pour obtenir des progrès plus rapides. En particulier, l'axe franco-allemand, dans l'esprit des Pères fondateurs, doit être le moteur de cette nouvelle dynamique de convergence.

Le projet innovant et historique d'une Assemblée parlementaire franco-allemande, qui sera soumis au vote des deux assemblées le 22 janvier 2019, constitue une opportunité pour initier un nouvel élan de convergence des modèles économiques, sociaux et fiscaux des deux pays, notamment en matière d'environnement réglementaire des entreprises.

Le couple franco-allemand, pour jouer ce rôle, doit réussir à fédérer un groupement de pays volontaristes au sein de la zone euro, qui *de facto* s'engageront ensemble, sans contrainte institutionnelle, dans cette démarche de convergence.

2. Promouvoir la naissance d'un Code européen des affaires pour donner un nouvel élan au développement économique de la zone euro.

Constat : Pour accroître son potentiel de croissance, la zone euro a plus que jamais besoin de simplifier et faciliter les relations économiques entre ses pays membres. Aujourd'hui, les entreprises, et tout particulièrement les PME, font face à une mosaïque complexe de règles européennes, entravant de manière considérable leur développement économique sur

le territoire européen. La zone euro a besoin d'un développement dynamique qui ne soit pas sans cesse entravé par 19 législations différentes sur les conditions de vente, 19 règles sur les faillites etc. C'est un élément clef des gains de compétitivité des entreprises de la zone euro.

Proposition : Alors que « *la réalisation d'un espace économique franco-allemand avec des règles harmonisées* ⁽¹⁾ » est encouragée des deux côtés du Rhin, vos rapporteurs appellent à accompagner l'initiative visant à l'émergence d'un droit des affaires unifié en Europe qui profitera au développement économique de la zone euro. Dans un premier temps, il faut porter l'initiative citoyenne de juristes franco-allemands qui travaillent depuis près de deux ans à l'élaboration à terme d'un véritable Code européen des affaires.

L'objectif est que ce travail d'harmonisation rende les règles du droit des affaires plus simples et plus efficaces au service du développement économique des entreprises au sein de la zone euro.

Vos deux rapporteurs regrettent que ce sujet, peu médiatique, soit absent du débat politique, alors qu'une telle harmonisation serait un instrument facilitateur, garant d'une plus grande efficacité et d'une plus grande simplicité, notamment pour les entreprises.

Ils proposent que l'Assemblée parlementaire franco-allemande, dont l'une des missions sera de veiller à une meilleure coordination sur la transposition des directives de l'Union européenne dans les deux pays, soit l'instance facilitatrice de l'unification des droits des affaires allemand et français.

La constitution d'un code européen des affaires doit donner lieu à une harmonisation et non pas à un ajout aux droits nationaux existants. Il faut en effet, pour une plus grande simplicité et une plus grande efficacité, se garder de créer encore davantage de normes contraignantes pour les entreprises, ce qui serait à l'opposé du but recherché. Il s'agit au contraire d'harmoniser pour diminuer la complexité inutile à laquelle font face les entreprises. L'harmonisation des règles doit contribuer à court terme à favoriser le développement économique et à moyen terme, à réduire les « *dumping* » fiscal et social existant actuellement.

3. Consolider et renforcer la zone euro en tant que bouclier économique autour de 3 piliers :

La notion de bouclier économique est essentielle pour l'adhésion des citoyens à la zone euro. Or, dans l'état actuel des fragilités de la zone, l'Union économique et monétaire n'est toujours pas en capacité de jouer pleinement ce rôle, notamment dans l'éventualité d'une nouvelle crise systémique. C'est pourquoi, il nous faut appeler à la consolidation et au renforcement du bouclier autour des 3 piliers suivants :

a. Achever d'urgence la consolidation du système bancaire européen

Constat : L'inachèvement de l'Union bancaire fragilise la stabilité financière de la zone euro. Nous ne sommes pas aujourd'hui suffisamment armés pour faire face à une nouvelle crise systémique. Le retard de consolidation du système ne relève pas de freins techniques mais uniquement politiques.

Proposition : Au regard de la crise de 2008 et de la crise de 2010 et des risques qui pèsent encore actuellement sur le système bancaire, il nous faut, dès aujourd'hui, achever l'Union bancaire pour être en capacité de prévenir les futures crises et limiter leurs impacts sur l'économie de la zone euro. Cela est d'autant plus urgent que toutes les solutions techniques sont déjà sur la table et que nous connaissons une période d'accalmie et de rebond propice au développement des outils permettant d'éviter la faillite future de banques européennes. Il nous faut désormais une réelle volonté politique pour mener à bien la consolidation inéluctable du système bancaire européen (ex : clore le chapitre portant sur les mécanismes de résolution en accélérant, notamment, la montée en charge du Fonds de résolution unique avec une décision dès cette fin d'année). Nous devons l'inscrire au plus haut des priorités de l'agenda franco-allemand.

À date, le Fonds de résolution unique financé par le secteur bancaire (et pas par le contribuable) n'a pas atteint l'objectif des 60 milliards d'euros prévus et le « *backstop* » complémentaire de 60 milliards d'euros n'est toujours pas acté. C'est sur ces deux points précis qu'il faut mobiliser les décideurs politiques.

b. Doter la zone euro d'un stabilisateur budgétaire autour d'un Fonds de stabilisation pour l'emploi sous trois conditions :

Constat : En tant que zone monétaire non optimale, la zone euro a besoin d'un mécanisme de stabilisation pour être en mesure de répondre aux chocs asymétriques (rôle du stabilisateur budgétaire).

Proposition : Pour M. Sylvain Waserman, ce mécanisme de stabilisation pourrait prendre la forme d'un Fonds de stabilisation pour l'emploi en capacité de réduire les fluctuations des revenus en période de crise, et donc, d'une part, accélérer le retour à l'emploi et, d'autre part, éviter la chute brutale du pouvoir d'achat associée à la hausse du chômage. Par ailleurs, avec ce dispositif, nous avons l'opportunité de donner corps à l'Europe sociale et d'établir un lien direct entre l'Europe et le citoyen.

La mise en œuvre de ce Fonds devrait répondre à trois conditions :

– Visibilité citoyenne : le citoyen européen chômeur qui bénéficie du dispositif d'aide du Fonds de stabilisation pour l'emploi doit savoir qu'elle lui vient de l'Europe ;

– Conditionnalité positive : la mise en œuvre d'un tel mécanisme doit se faire dans le cadre d'engagements clairs des États qui en bénéficient en matière de réglementation de la fluidité du marché du travail, dans une logique d'harmonisation au niveau de la zone euro ;

– Une intervention financière focalisée sur le retour à l'emploi qui prendrait la forme suivante :

- Le financement de formations qualifiantes (donc l'investissement dans l'humain et l'employabilité) ;
- La prise en charge des indemnités durant ces périodes de formation sous la forme d'une réassurance (ce dispositif prolonge *de facto* la durée de l'indemnisation prévue par chacun des États membres dès lors que le demandeur d'emploi s'est engagé dans une formation).

- M. Christophe Naegelen est plus réservé sur cette proposition, car la question du périmètre est loin d'être résolue : il pourrait être celui du groupe franco-allemand, ou du groupe restreint de pays volontaires ou de la zone euro dans son ensemble. Le coût n'en n'a pas non plus été étudié, ni aucune étude d'impact encore réalisée : il importerait de déterminer

si ce mécanisme serait à la charge du contribuable français - et des contribuables des pays concernés – ou du contribuable européen. M. Christophe Naegelen ne souhaite pas la création d'un mécanisme coûteux pour les finances publiques françaises.

c. Élaborer un budget structurel pour préparer l'économie de demain

Constat : En complément d'une capacité budgétaire destinée à répondre aux crises asymétriques, la zone euro doit se doter d'un budget structurel au service du développement de sa compétitivité, de la convergence et de son potentiel de croissance *via* des dépenses d'investissements dans l'économie de demain et axées sur le capital humain.

Ce budget pourra également contribuer à la stabilisation des chocs conjoncturels, car ces dépenses sont souvent celles qui sont les plus réduites en cas de crise.

Proposition : Il faut projeter nos ressources dans l'accompagnement de l'humain vers l'économie de demain à travers l'émergence d'un budget d'investissements pour la zone euro (innovation, R&D, formations, etc.). La légitimité d'investissements spécifiques à la zone euro est liée au fait que partager la même monnaie induit moins de marge de manœuvre en matière de compétitivité pour les différents pays et donc des investissements focalisés sur les gains de compétitivité. Deux exemples illustrent cette logique : le projet de Centre de recherche franco-allemand sur l'intelligence artificielle et des projets de formations massives de codeurs (automaticiens etc.) pour reprendre la main sur les fondamentaux de l'économie de demain.

Pour alimenter ce budget, des ressources fiscales propres pourraient résulter d'actions collectives au niveau de l'Union européenne ou de la zone euro : taxes sur les GAFAs, sur les transactions financières ou bien encore sur le carbone. La taxe sur l'activité financière, moyen de corriger les distorsions liées aux exemptions de TVA dans le secteur financier, constitue une autre possibilité qui permettrait, par ailleurs, d'approfondir l'Union bancaire.

Si l'option du budget « version Meseberg » était retenue (moins de 100 Mds€), ce budget devrait en priorité être tourné vers les mécanismes de stabilité, notamment le Fonds de stabilisation pour l'emploi.

Dans ce cadre aussi, une partie de cette capacité budgétaire pourrait être utilisée pour des investissements d'ordre structurel, le reste du budget n'étant débloqué qu'en cas de crise.

Pour M. Christophe Naegelen, si budget de la zone euro il doit y avoir, son montant devrait être déduit de celui de l'Union européenne : il ne peut s'agir d'un budget s'ajoutant à celui de l'Union.

M.Sylvain Waserman, quant à lui, pense qu'un véritable budget supplémentaire est indispensable pour développer significativement les actions en faveur de la compétitivité de la zone euro.

4. Procéder à une première étape, à traités constants, pour renforcer la gouvernance de la zone euro

Constat : Pour que la fonction de bouclier protecteur de la zone euro soit pleinement ancrée chez le citoyen, la zone euro doit être concrètement incarnée par un exécutif identifié, et ce avec une plus forte implication des parlements nationaux.

Or, aujourd'hui, la zone euro n'a pas de « visage » et l'Eurogroupe est une instance trop technique qui n'est pas en mesure de donner la visibilité nécessaire aux enjeux des projets pour renforcer la zone euro. Les parlementaires nationaux, quant à eux, sont cantonnés à un rôle marginal sur ces dossiers, notamment dans le cadre des Conférences de l'article 13.

La mise en œuvre du projet institutionnel porté par le Président de la République, Emmanuel Macron, pour la zone euro nécessitera une révision des traités, en particulier à moyen terme avec l'idée d'un Parlement de la zone euro. Cependant, il est nécessaire et possible de mettre en place dès maintenant des solutions institutionnelles opérantes sur le court terme.

Proposition : À traités constants, M. Sylvain Waserman envisage la première étape suivante, en complément du format intergouvernemental actuel de l'Eurogroupe :

1- Une commission des finances interparlementaire de la zone euro. Cette formation parlementaire serait focalisée sur les enjeux financiers de la zone euro et sur son budget. Elle serait constituée de membres permanents des commissions des finances des parlements nationaux et de membres de la commission ECON du Parlement européen. Elle aurait pour but le suivi des décisions impactant directement la zone euro au regard des enjeux économiques et budgétaires, ainsi que d'améliorer le lien entre l'échelon national et européen en matière budgétaire. Elle serait force de propositions (rédaction de rapports et propositions sur l'évolution de la zone euro) ;

2- Un commissaire dédié à la zone euro plus visible, en dialogue direct avec les parlements de la zone euro et de la commission des finances interparlementaire de celle-ci ;

3- Le budget version « Meseberg » (moins de 100 Mds€) en attendant la mise en place d'une capacité budgétaire substantielle pour à la fois absorber les chocs conjoncturels et investir dans le capital humain.

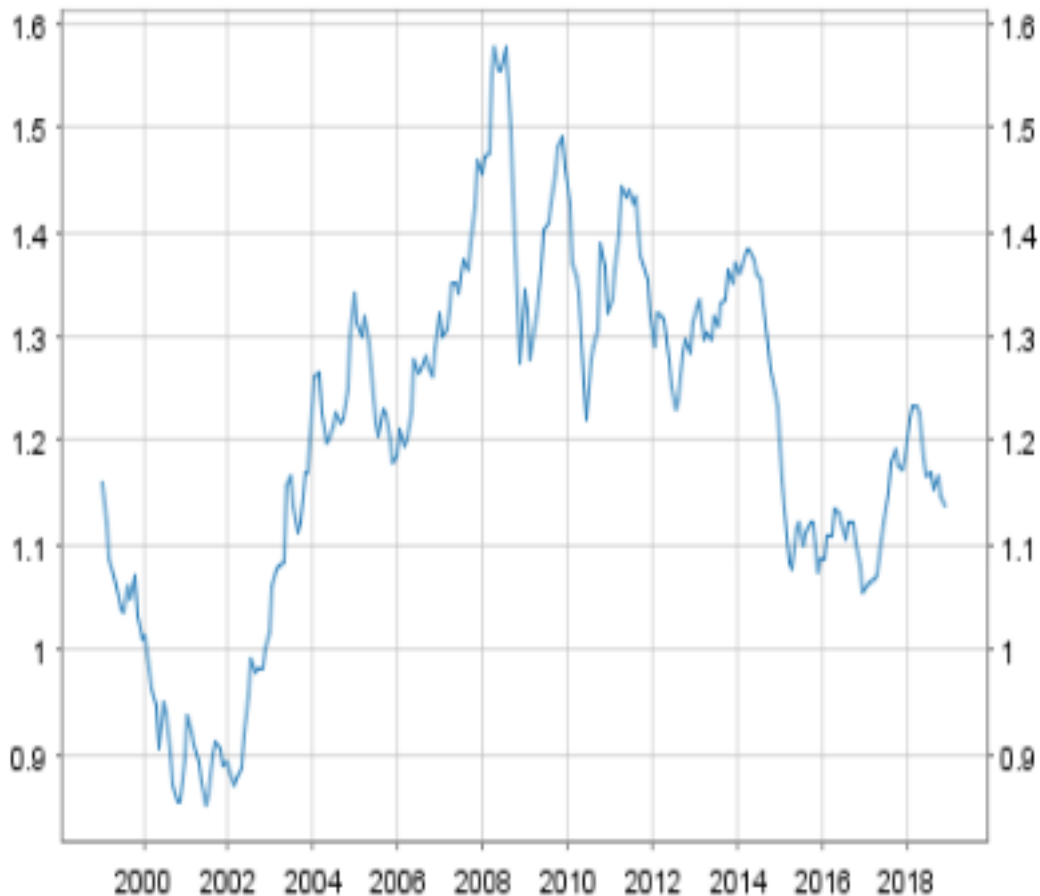
M. Christophe Naegelen n'est pas *a priori* favorable à la création d'un organisme en plus ; la création d'une commission des finances interparlementaire lui paraîtrait toutefois possible, si elle n'induisait pas de coût supplémentaire, ce dont il doute, car son fonctionnement en induirait probablement. Pour plus d'efficacité, cette commission, si elle existait, devrait être instaurée au niveau du groupe de pays restreint ».

En cette fin novembre, Eurostat nous apprend

- que le taux de chômage dans la zone euro s'établissait en octobre à 8,1%, taux le plus faible depuis 10 ans. La France est le pays qui occupe la 4^{ème} place la plus mauvaise avec un taux de 8,9% tandis que l'Allemagne occupe la 2^{ème} meilleure place avec un taux de 3,3% ;
- que le taux annuel d'inflation de la zone euro est estimé pour novembre à 2,0%, contre 2,2% en octobre.

Ces statistiques continuent à mettre en doute la validité de la « loi de Phillips » ...

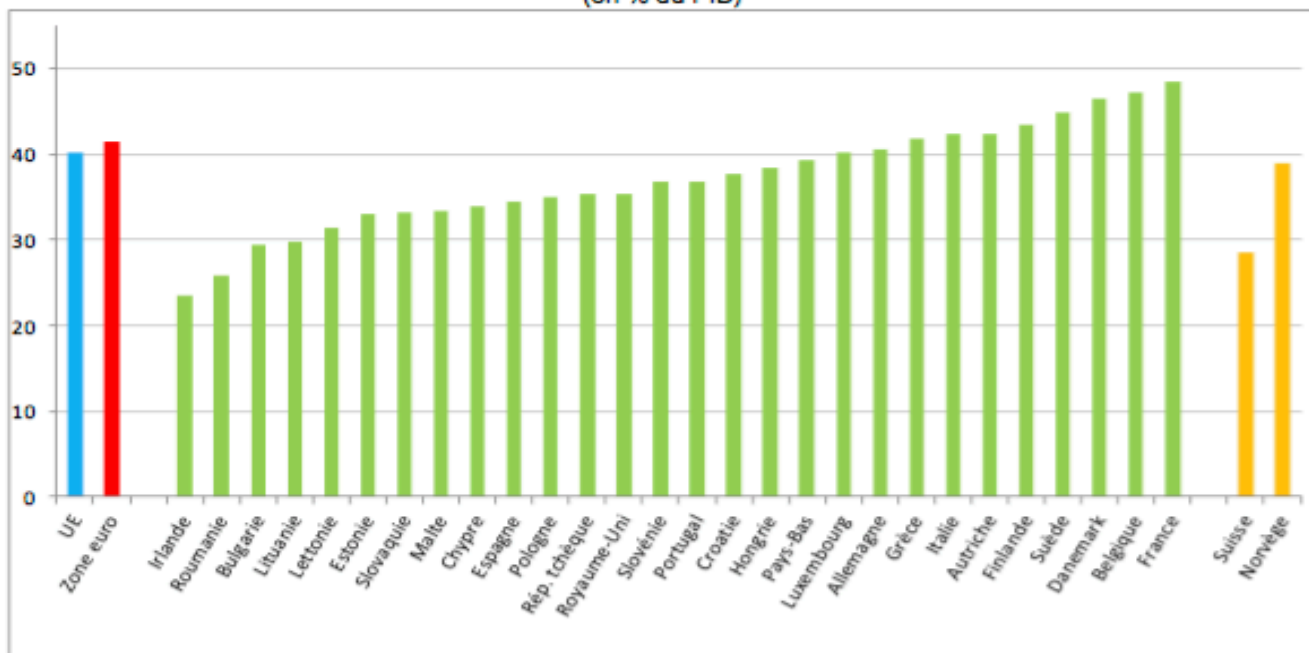
Le vendredi 30, l'euro cote 1,1319 \$ après avoir coté 1,1387 le 2, 1,1333 le 9, 1,1418 le 16 et 1,1337 le 23.



Source : BCE.

Eurostat vient de faire paraître aussi pour chaque pays de l'UE le rapport entre les recettes totales issues des impôts et cotisations sociales et le PIB, en 2017 :

Recettes totales issues des impôts et cotisations sociales dans les États membres de l'UE, 2017
(en % du PIB)



« No comment » ...

Par ailleurs, de nombreux économistes prévoient maintenant un ralentissement de l'économie américaine pour 2019, non seulement pour des raisons internes (retournement causé par une surchauffe suite à des impulsions monétaire et budgétaire vigoureuses) mais également externes, qui sont les unes et les autres causées par les décisions du Président Trump, qui se traduisent par une

nouvelle guerre commerciale, en particulier contre la Chine, par une attaque contre le multilatéralisme et contre la régulation du commerce international en paralysant l'OMC, et par la volonté de nuire à l'Europe. L'économie mondiale en subit bien entendu les conséquences mais d'autres facteurs négatifs s'y ajoutent les évolutions des taux de change qui affectent en particulier les pays émergents, et les fluctuations erratiques des prix des produits pétroliers. Un indicateur significatif du ralentissement de l'économie mondiale est que le commerce mondial croît depuis deux ans environ moins vite que le PIB mondial.

• Décembre 2018 ->

Les lundi 3 et mardi 4, réunion de l'Eurogroupe.

Certes, les membres ne manquent pas de se féliciter de l'accord conclu entre le MES et la Commission sur de nouvelles modalités de coopération financière de façon à promouvoir la viabilité de la dette dans la zone euro, des progrès réalisés en matière d'union bancaire pour réduire les risques, du fait que les 19 États membres aient soumis leurs projets de budget pour 2019, y compris la Grèce pour la 1^{ère} fois depuis la fin du programme d'ajustement macroéconomique. « (...) L'Eurogroupe souligne que les États membres se trouvent dans des situations budgétaires très différentes. L'Eurogroupe rappelle que, dans son avis du 23 octobre 2018, la Commission avait relevé un non-respect particulièrement grave de la recommandation adressée à l'Espagne par le Conseil le 13 juillet 2018 et avait demandé un DBP révisé. Le 13 novembre, l'Espagne a présenté un projet de loi révisé, par lequel la Commission a rendu un autre avis le 21 novembre, confirmant l'existence d'un non-respect particulièrement grave de la recommandation du Conseil. Nous soutenons l'évaluation de la Commission et recommandons à l'Espagne de prendre les mesures nécessaires pour se conformer au pacte de stabilité et de croissance. Nous soutenons également le dialogue en cours entre la Commission et les autorités italiennes. L'Eurogroupe constate que, selon l'évaluation de la Commission, les régimes de cinq États membres risqueraient de ne pas se conformer au PSC en 2019 : Belgique, France, Portugal, Slovaquie, dans le cadre du volet préventif du PSC et en Espagne, évalué dans l'hypothèse d'une correction rapide et durable du déficit excessif. Selon l'évaluation de la Commission, les projets de plans stratégiques de ces États membres pourraient entraîner un écart important par rapport à la trajectoire d'ajustement vers leurs objectifs à moyen terme. En outre, la Belgique, la France, le Portugal et l'Espagne ne devraient pas, à première vue, respecter le critère de réduction de la dette en 2019. (...) Nous sommes convenus d'un ensemble de mesures visant à renforcer davantage l'UEM. Cela inclut notamment la poursuite du développement des instruments et le rôle du Mécanisme européen de stabilité (MES), la mise en service du support commun pour le Fonds de résolution unique (FRS) et des instruments possibles pour la compétitivité, la convergence et la stabilisation dans l'UEM, qui renforceront renforcer la résilience de la zone euro. Nous nous félicitons des progrès réalisés par les colégislateurs pour parvenir à un accord politique sur le paquet bancaire dans lequel l'équilibre du compromis du Conseil devrait être maintenu. Nous attendons avec impatience l'adoption finale du paquet bancaire et du prêt prudentiel Prudential Backstop (NPL), qui préservera l'équilibre du compromis du Conseil, qui sont importants pour progresser davantage vers la réduction des risques et, partant, vers le partage des risques (...) ».

Certes, une modeste proposition a été faite à l'intention des chefs d'État et de gouvernement pour le sommet européen de mi-décembre d'une taxe sur les transactions financières (rappelons que la Commission a lancé cette idée en 2011...).

Mais pas de progrès réels sur la question du système européen de garantie des dépôts (EDIS), ni sur la question d'un budget pour la zone euro, avec en plus un constat de divergence de vues sur les fonctions qui pourraient être confiées à un tel budget (le ministre des finances polonais estime que « le budget éléphant » d'E. Macron est déjà transformé en « souris dans une cage »). Cette question du budget de la zone euro ravive à chaque fois la fracture entre les pays du Nord et ceux du Sud, les premiers craignant toujours d'être les victimes d'un risque d'aléa moral causé par les seconds. Cela dit, sur ces différents points, un seul consensus : la nécessité de poursuivre les discussions, comme le montre l'extrait suivant du communiqué de presse déjà cité plus haut :

« (...) L'Eurogroupe a discuté d'éventuels nouveaux instruments budgétaires visant à renforcer la zone euro. Nous avons notamment discuté des propositions de la Commission, de l'Allemagne et de la France, qui suggèrent la mise en place d'instruments de compétitivité, de convergence et de stabilisation dans l'UEM. En ce qui concerne les instruments de compétitivité et de convergence, la France et l'Allemagne ont proposé une architecture pour le budget de la zone euro, qui ferait partie du budget de l'UE. Sa taille serait déterminée par les chefs d'État et de gouvernement dans le contexte du cadre financier pluriannuel (CFP). Sous réserve d'un mandat donné par le sommet de la zone euro, les travaux pourraient être poursuivis sur la conception, la mise en œuvre et le calendrier d'un tel instrument de convergence et de compétitivité. Les caractéristiques possibles d'une fonction de stabilisation ont également été examinées, notamment le régime d'assurance chômage. Nous ne sommes pas parvenus à un consensus sur la nécessité et la conception d'une telle fonction. Les discussions techniques continuent. (...) ».

Autre déconvenue : dans le cadre de l'Écofin de ce jour, la taxation des GAFAs, voulue par Paris et soutenue par Bruxelles (la commission a proposé en mars un projet de directive prévoyant la taxation à 3% de leurs revenus issus de la revente de données par les vendeurs en ligne, les plateformes et les éditeurs de services, mais ne seraient pas concernés les revenus basés sur des abonnements comme Netflix ni ceux tirés du commerce électronique, comme Amazon) fait toujours l'objet de critiques fortes non seulement de Berlin mais aussi d'autres pays. Face à ces obstacles, la France recule en acceptant de limiter la taxe aux seuls revenus tirés des ventes des données liées à la publicité ; et elle ne devrait s'appliquer qu'à partir de 2021. Mais il n'est même sûr que cette « taxe Gafa » (les 2 « a » ne sont d'ailleurs pas concernés) ainsi vidée

d'une grande part de sa substance ait l'assentiment de l'ensemble des États membres, et de toute façon pas avant mars 2019, et avec une mise en œuvre pas avant 2021...

Bref, le projet de relance de l'Europe et de réforme de la zone euro cher au Président Macron a, encore moins aujourd'hui qu'hier, très peu de chance de se réaliser bientôt. Si le traitement de la crise des « gilets jaunes » fait que la France retrouve un niveau de déficit public supérieur à 3% du PIB, la politique que mène E. Macron depuis qu'il a été élu et qui a essentiellement pour but, en épousant l'idéologie ordolibérale, de regagner la confiance de l'Allemagne risque d'aboutir à un cruel échec.

Le mardi 4, les députés britanniques considèrent à une large majorité que le gouvernement a commis « un outrage au Parlement » en refusant de publier l'intégralité d'un avis juridique sur l'accord de Brexit. Cela fragilise encore un peu plus Theresa May à l'approche du vote décisif du 11 décembre.

Jedi 6, dans le journal Le Monde, Marie Charrel fait paraître un article intitulé : « Pourquoi la BCE ne sauvera pas l'Italie ». La journaliste nous rappelle que les statuts de la BCE l'empêchent de voler au secours des finances publiques des États membres. Et, s'il est vrai que Mario Draghi, par ses déclarations, s'est comporté comme un « prêteur en dernier ressort », que le QE pourrait être prolongé et que la BCE pourrait mettre en œuvre - pour la 1^{ère} fois - la procédure de l'OMT, qu'il s'agisse du QE ou de l'OMT, des conditions précises et restrictives régissent ces deux mécanismes.

Vendredi 7, Annegret Kramp-Karrenbauer, appelée souvent « AKK », est élue - de justesse (51,7% des voix) - Présidente de la CDU pour succéder à Angela Merkel, après de nombreux débats, rudes mais loyaux. Pour la chancelière, c'est un soulagement de voir sa « dauphine » prendre la direction du parti conservateur, en devançant son principal rival, Friedrich Merz.

Le lundi 10 est une journée assez catastrophique pour l'Europe à deux titres.

- D'abord, Theresa May, craignant un vote négatif de son parlement, annonce non seulement le report du vote sur l'accord de sortie du R.-U. de l'UE qui devait avoir lieu demain mardi 11 décembre mais aussi son souhait de renouer des négociations avec ses partenaires européens pour tenter d'obtenir des garanties supplémentaires, en commençant dès demain le tour des capitales européennes et en intervenant en marge du Conseil européen de jeudi. Le vote au Parlement britannique devrait avoir lieu avant le 21 janvier.
- Ensuite, dans son allocution de 20h, le Président français Emmanuel Macron ne prononce le mot « Europe » qu'une fois en 13 minutes... Certes, cette allocution a pour but essentiel de tenter de régler la crise dite des « gilets jaunes », mais d'une part, que devient l'objectif de relance européenne d'E. Macron et, d'autre part, quelles seront les conséquences des mesures annoncées sur l'équilibre des finances publiques françaises, la réponse à la deuxième question conditionnant la réponse à la première ? En effet, comme le coût estimé des mesures annoncées aura du mal à être inférieur à 10 milliards d'euros, il y a des chances pour que le déficit - prévu initialement à 2,8% du PIB - dépasse la fameuse barre des 3% pour atteindre peut-être 3,4-3,5% du PIB contre les 2,8% prévus. D'ailleurs, Valdis Dombrovskis, vice-président de la Commission européenne, réagit immédiatement en annonçant que l'impact budgétaire des mesures va être examiné : la France va-t-elle renouer avec la procédure pour déficit excessif ? De son côté, la presse allemande s'empresse de critiquer en se demandant si la France n'est pas menacée de « rejoindre l'Italie en 3^{ème} classe ».

Il faut reconnaître que les annonces d'E. Macron, sans doute nécessaires sur un plan intérieur, pose néanmoins un grave problème sur le plan extérieur, européen : la crédibilité du Président français pour conduire la relance de l'idée européenne et la réforme de la zone euro est profondément affectée, sans compter que l'image internationale d'E. Macron est très abîmée par la crise des « gilets jaunes ». La Commission est prise à revers pour traiter la question italienne, et sur la question de la taxe GAFAM il va être plus difficile de convaincre les partenaires récalcitrants.

Le mardi 11, le journal Le Monde publie un « Manifeste pour la démocratisation de l'Europe », rédigé, sous la houlette de Thomas Piketty, par un collectif de plus de 120 intellectuels et de responsables politiques de 16 pays d'Europe (voir aussi le site : <http://tdem.eu>).

Ce manifeste fait essentiellement deux propositions fortes : une assemblée européenne souveraine, pour que l'Europe dispose d'un espace politique et démocratique transnational, et un budget, « pour amorcer la transition écologique et sociale et créer un commun européen ».

- L'Assemblée européenne « travaille en coopération étroite avec le Parlement européen », elle est composée d'au moins 400 membres, dont les 4/5 sont issus des parlements nationaux et 1/5 du parlement européen (les États membres sont représentés au prorata de leur population et les partis politiques au prorata de leur représentation dans les parlements).

L'Assemblée européenne dispose d'un pouvoir budgétaire concernant les biens publics d'échelle européenne, la transition vers une croissance durable porteuse d'emplois et de cohésion sociale, une meilleure convergence des politiques économiques et fiscales et l'accueil des migrants. Elle dispose aussi d'un pouvoir législatif pour lutter contre les inégalités, favoriser la croissance durable, la justice fiscale, l'emploi, la cohésion sociale, a en charge la définition de l'assiette des impôts européens et la mise en commun du taux de refinancement des dettes.

L'Assemblée européenne participe aussi à l'élaboration de l'ordre du jour des sommets de la zone euro, adopte le programme de travail de l'Eurogroupe, approuve le cycle du Semestre européen, se prononce sur les objectifs et la cible d'influence choisis par la BCE et vote son rapport annuel, a un pouvoir d'enquête et vote pour la Présidence du Conseil, de l'Eurogroupe et du Directoire de la BCE.

- Dans la version actuelle du Manifeste, le budget s'élève à 4% du PIB, c'est-à-dire 4 fois l'actuel budget de l'UE.

« Un budget est constitué de recettes et de dépenses. Les dépenses seront directement orientées vers la réalisation de trois objectifs (0,4% du PIB pour des projets d'investissement ciblés pour opérer la transition vers un régime de croissance soutenable, 0,6% du PIB pour l'accompagnement des acteurs de cette transformation, l'organisation commune de l'accueil et de la formation des migrants et 1% du PIB pour le financement de la recherche pour redresser la capacité d'innovation européenne ; les 2% restant serviraient à financer des transferts directs aux États contributeurs pour leur permettre de réduire les impôts ou d'effectuer des transferts monétaires aux citoyens de chaque pays). Mais le choix des leviers fiscaux est également un moyen d'orienter les comportements des agents vers la réalisation des objectifs et de répondre à certains déséquilibres économiques et sociaux. Les recettes du budget européen seront donc constituées par la taxation progressive sur les hauts revenus et patrimoines pour réduire les inégalités par la redistribution, par l'imposition des bénéficiaires des sociétés pour que les entreprises contribuent au développement et à l'entretien des biens publics et par la taxation des émissions carbone pour inciter les activités plus respectueuses de l'environnement ».

Ce manifeste relativise le désappointement que j'ai ressenti hier. Je le signe sans hésiter car il constitue un projet sérieux pour mettre l'Europe et la zone euro sur de bons rails.

J'en profite pour faire une double réflexion iconoclaste sur la question de la démocratie en Europe : il faut non seulement contester le fait que la BCE ne soit pas démocratiquement contrôlée, que la Commission et d'autres institutions européennes soient très éloignées des citoyens européens ; il faut aussi admettre deux faits. D'abord, que le Parlement européen dispose de pouvoirs non négligeables, qui ont été régulièrement augmentés - ils sont maintenant plus importants que ceux du Parlement français -, mais cela n'empêche pas que l'utilité du Parlement européen soit anormalement limitée parce que les partis politiques des États membres eux-mêmes n'y attachent pas l'importance qu'il mérite. Ensuite et surtout, que les petits pays disposent d'un pouvoir exorbitant par rapport à celui des plus grands, que ce soit par le nombre d'habitants ou le poids de l'économie. Tout se passe alors comme si la seule solution pour ces grands pays consistait à prendre le leadership de l'Europe, ce que fait l'Allemagne depuis qu'elle s'est remise de sa réunification. Se pose alors la question de la validité du modèle qu'elle impose à ses partenaires. La réponse à cette question est positive ou au

contraire négative selon que l'on estime que la stratégie ordolibérale est la meilleure ou que, parce que cette stratégie serait trop coûteuse pour l'équilibre européen en général et pour certains pays en particulier, il convient de s'orienter dans une autre voie.

Mercredi 12, pour échapper aux sanctions bruxelloises, l'Italie ramène son déficit prévu pour 2019 de 2,4% à 2,04% du PIB. La Commission européenne, qui avait refusé le 23 octobre la 1^{ère} copie du gouvernement italien, va évaluer la nouvelle proposition. Les conséquences budgétaires des annonces faites en France pour régler la crise des « gilets jaunes » sont une aubaine pour les responsables italiens.

Ce même mercredi, devant le Parlement européen, le premier ministre néerlandais Mark Rutte se déclare opposé au projet d'un budget de la zone euro, surtout s'il a pour fonction de « redistribuer de la prospérité ». Il rappelle que « des centaines de milliards d'euros sont déjà disponibles dans le budget européen afin de soutenir les réformes structurelles à l'échelon national. (...) Actuellement, l'agriculture et les fonds structurels englobent jusqu'à 70% du budget. Dépenser moins dans ces domaines permettra d'avoir des fonds pour les nouvelles priorités ».

Judi 13, lors de sa réunion périodique de politique monétaire, la BCE confirme pour la fin du mois la fin du programme de rachats de dettes privées et publiques mis en place il y a 3 ans et demi, donc la fin du « QE ». Et cela malgré l'accumulation de nuages plutôt sombres sur la situation économique et financière à la fois en Europe et dans le monde (ralentissement général attendu de la croissance et inflation en-dessous des 2%), ce que confirme M. Draghi lui-même en faisant des prévisions particulièrement prudentes et en reconnaissant « la persistance d'incertitudes liées à des facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste, aux faiblesses des marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers ». Cela explique d'ailleurs que la BCE ne touche pas à ses taux directeurs, qui restent donc très bas, et qu'elle annonce qu'ils le resteront au moins jusqu'à l'été 2019.

Selon les calculs faits, avec le QE, la BCE aura injecté 2600 milliards d'euros sur les marchés. Par conséquent, le QE, par la baisse des taux qu'il a induite, a été un moteur important pour la croissance économique de la zone euro - de l'intérieur et de l'extérieur en encourageant les exportations, via la baisse de l'euro par rapport au dollar - (on peut d'ailleurs regretter que la BCE ait réagi avec retard par rapport à la Fed). Les pays les plus fragiles ont eu ainsi, pour certains, des marges de manœuvre pour soutenir leur activité, et pour d'autres des occasions de relâcher leurs efforts d'assainissement des finances publiques. Quoiqu'il en soit, la QE a fait de la BCE un important créancier des gouvernements eurolandais.

De plus, selon d'autres calculs, l'action de la BCE en faveur de l'activité aurait eu des effets importants sur le taux de change de la monnaie européenne : entre septembre 2014 et fin 2016, l'alourdissement de 35% du bilan de la BCE par rapport à celui de la Fed aurait entraîné un recul de 12% de ce taux de change par rapport au dollar, sur les 20% de baisse au total, soit une « contribution » de 60%. Le recul de l'euro par rapport au dollar est dû aussi, de la crise des subprimes à aujourd'hui, par des taux d'intérêt relativement plus bas de ce côté-ci de l'Atlantique.

Enfin, la fin du QE va avoir des conséquences financières sur l'ensemble des marchés. En effet, pendant tout le temps qu'a duré le dispositif, le marché européen des obligations a été relativement « asséché » et les investisseurs se sont reportés sur des titres publics d'États étrangers. Maintenant que le QE va prendre fin, les investisseurs pourront satisfaire leur appétit pour les titres publics européens, ce qui les détournera des autres marchés obligataires, d'où des conséquences négatives à attendre pour ces marchés.

Judi 13 et vendredi 14 : Réunion à Bruxelles du dernier Conseil européen de l'année.

À cette occasion, est actée la création d'un budget pour la zone euro. Les ministres de l'économie et des finances de la zone euro vont devoir parvenir à un compromis pour donner à ce budget des fonctions de convergence et de compétitivité d'ici juin 2019.

Dans la déclaration du 14, qui clôture la réunion du Sommet de la zone euro, il est indiqué, dès les premières lignes, que ce sommet « approuve tous les éléments du rapport de l'Eurogroupe aux dirigeants sur l'approfondissement de l'UEM, qui a été élaboré dans une configuration ouverte. Cet ensemble complet de mesures ouvre la voie à un renforcement sensible de l'UEM ».

Dans ce rapport, daté du 4 décembre, on lit notamment :

« Nous avons notamment discuté des propositions de la Commission, de l'Allemagne et de la France, qui suggèrent la mise en place d'instruments de compétitivité, de convergence et de stabilisation dans l'UEM.

En ce qui concerne les instruments de compétitivité et de convergence, la France et l'Allemagne ont proposé une architecture pour le budget de la zone euro, qui ferait partie du budget de l'UE. Sa taille serait déterminée par les chefs d'État et de gouvernement dans le contexte du cadre financier pluriannuel (CFP).

Sous réserve d'un mandat donné par le sommet de la zone euro, les travaux pourraient être poursuivis sur la conception, la mise en œuvre et le calendrier d'un tel instrument de convergence et de compétitivité.

Les caractéristiques possibles d'une fonction de stabilisation ont également été examinées, notamment le régime d'assurance chômage. Nous ne sommes pas parvenus à un consensus sur la nécessité et la conception d'une telle fonction. Les discussions techniques continuent ».

Certes, un pas est ainsi franchi mais il convient également d'admettre que ce pas est bien moins important qu'E. Macron ne le souhaitait. Non seulement les négociations doivent se poursuivre mais ce budget est très limité dans son montant, donc dans ses moyens, également dans ses missions (il ne pourra pas servir à compenser les chocs asymétriques) et de plus il ne sera pas autonome puisqu'il constituera une ligne du budget de l'UE dans son ensemble (il pourra donc être discuté par des États membres n'appartenant pas à la zone euro). D'ailleurs, le terme même de « budget » n'apparaît pas dans les conclusions finales, au profit de celui « d'instrument budgétaire ». Et, bien sûr, la proposition d'E. Macron de créer un ministre des finances de la zone euro et d'avoir un Parlement chargé de contrôler le budget de la zone euro reste lettre morte. Au total, la doctrine allemande l'emporte toujours au sein de la zone euro, bien que l'Allemagne ait vu récemment son étoile pâlir, à la fois sur le plan économique et sur le plan politique.

La France ne trouve pas la place qu'elle espérait sur la scène européenne et, « par-dessus le marché », on assiste de plus en plus à un effacement de l'Europe sur la scène mondiale.

Une remarque sur chacun de ces deux derniers points.

D'abord, une remarque concernant la France :

LA CRISE DES « GILETS JAUNES »

Cette crise traduit à n'en point douter une exaspération, d'une part contre l'injustice fiscale, les inégalités sociales, les problèmes de pouvoir d'achat et la précarité, et, d'autre part contre les dysfonctionnements de la démocratie. Certes, comme on se plaît à le dire, la crise des gilets jaunes a un caractère inédit. Mais on ne peut pas raisonnablement soutenir qu'elle n'était en rien prévisible, surtout après les erreurs de politique économique et de communication faites par le Président et son gouvernement. Car la population des gilets jaunes fait inévitablement penser aussi aux « invisibles » auxquels Pierre Rosanvallon avait consacré en janvier 2014 un ouvrage (« Le Parlement des invisibles ») présenté de la manière suivante par l'éditeur : « Une impression d'abandon exaspère aujourd'hui de nombreux Français. Ils se trouvent oubliés, incompris, pas écoutés. Le pays, en un mot, ne se sent pas représenté. Le projet "Raconter la vie", dont cet essai constitue le manifeste, a l'ambition de contribuer à le sortir de cet état inquiétant, qui mine la démocratie et décourage les individus. Pour remédier à cette mal-représentation, il veut former, par le biais d'une collection de livres et d'un site internet participatif, l'équivalent d'un Parlement des invisibles. Il répond ainsi au besoin de voir les vies ordinaires racontées, les voix de faible ampleur écoutées, la réalité quotidienne prise en compte ».

Cela dit, l'analyse qui suit est centrée sur les aspects économiques et sociaux.

Sur les aspects plus politiques, nous renvoyons aux nombreuses analyses faites tous ces temps-ci par les spécialistes de sociologie et de sciences politiques, ainsi qu'au « Manifeste pour la démocratisation de l'Europe » dont nous parlons dans notre historique de l'euro en date du 11 décembre 2018 (<http://tdem.eu>).

Nous ne commentons pas non plus les facteurs extra-économiques qui ont pourtant joué un rôle non négligeable dans l'aggravation des sentiments de défiance et de colère chez nos concitoyens, en particulier le feuilleton de « l'affaire Benalla » et la limitation de la vitesse à 80 km/h sur les « routes à double sens, sans séparateur central ».

Nous n'évoquons pas, tout au moins pour l'instant, tous les coûts, monétaires et non monétaires, qu'ont entraînés les manifestations liées à « la crise des gilets jaunes », parce que nous manquons trop d'informations précises et d'évaluations fiables.

Pour nous, cette crise vérifie deux idées simples : « il y a d'un côté la réalité et de l'autre le ressenti que l'on en a », et « la réalité n'est pas toujours ce que l'on croit ».

Pour lire notre analyse, se reporter au document qui lui est spécifiquement consacré. (<https://christian-biales.fr/wp-content/uploads/2019/01/La-crise-des-22gilets-jaunes22.pdf>)

La deuxième remarque concerne la zone euro. Depuis le 2^{ème} trimestre 2018 s'installe progressivement une défiance envers elle de la part des investisseurs internationaux, qui se révèle au travers des statistiques récentes en matière de flux de capitaux : la zone euro enregistre maintenant des sorties de capitaux, qu'il s'agisse d'IDE, d'actions ou d'obligations.

Mercredi 19, la Commission européenne accepte la proposition de modification du budget italien. « La Commission européenne prend acte des nouvelles mesures budgétaires présentées par le gouvernement italien et lui fait savoir que si elles étaient votées par le parlement italien avant la fin de l'année, elle pourrait ne pas recommander l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif à ce stade ».

Le même mercredi, la Fed décide d'une nouvelle hausse de ses taux directeurs, dont le principal passe de 2,25% à 2,50% ; mais elle réduit ses annonces de hausses prévues pour 2019 de 3 à 2. Par ailleurs, le lendemain, le jeudi 20, le Président Trump refuse de signer une loi budgétaire provisoire, ce qui augmente le risque d'un « shutdown » avant Noël.

Le jeudi 20, Agence France Trésor (AFT) publie le programme indicatif de financement de l'État pour 2019. On y lit notamment : « En 2019, l'État doit financer un déficit budgétaire prévisionnel de 107,7 Md€, le remboursement de 130,2 Md€ de dette à moyen et long terme venant à échéance (compte tenu de 29,7 Md€ de rachats, en 2017 et 2018, de titres arrivant à échéance en 2019) ainsi que d'autres besoins de trésorerie pour -1,3 Md€. Le besoin de financement de l'État s'établit donc à 236,6 Md€ en 2019. Ce besoin sera couvert par les émissions à moyen et long terme (OAT) pour 200,0 Md€ nettes de rachats et par une hausse des emprunts de court terme de 15,0 Md€. Le surcroît d'emprunts à court terme permettra d'améliorer la liquidité des titres, dont les émissions, et donc l'encours, ont diminué ces dernières années sous l'effet de l'encaissement d'importantes primes de trésorerie à l'émission. Ce programme d'emprunt sera complété par un total net de 21,5 Md€ d'autres ressources ». Lors d'un point-presse, le directeur de l'AFT reconnaît que le montant de 200 milliards d'émissions d'OAT à prévoir dépasse de 5 milliards le montant prévu initialement, et que cela est dû au besoin de financement lié aux mesures prises pour répondre aux « gilets jaunes ». Ce dépassement n'est certes pas en soi très important mais un seuil symbolique est atteint ; pour l'instant, on ne constate cependant aucun signe de défiance car les conditions d'emprunt restent très favorables.

Le dimanche 23, sur Europe1, Nicolas Beytout, le directeur de « L'Opinion », fait une chronique qui, en quelques mots bien choisis et surtout en quelques chiffres très significatifs, dresse le bilan de la crise des « gilets jaunes » tel qu'on peut l'établir aujourd'hui : « le déficit budgétaire va dépasser les 100 milliards. Grosso modo, les dépenses de l'État vont frôler les 400 milliards, et les recettes (les rentrées d'impôts et de taxes) les 300 milliards. Mais si on met tous ces chiffres en relation (100 de déficit sur 400 de dépenses), ça veut dire que le déficit budgétaire se monte à 25%. Ça veut dire qu'il faudrait augmenter de 33% les impôts ou couper un euro sur quatre de dépense. C'est vertigineux. Est-ce que vous connaissez un seul ménage, une seule entreprise qui peut tenir longtemps comme ça ? Évidemment non. Alors, oubliez le totem des 3%, on s'est tellement habitués à le piétiner. Et mettons-nous en tête que le déficit de l'État, il n'est pas de 3%, il est de 25%. Joyeux Noël quand même ! »

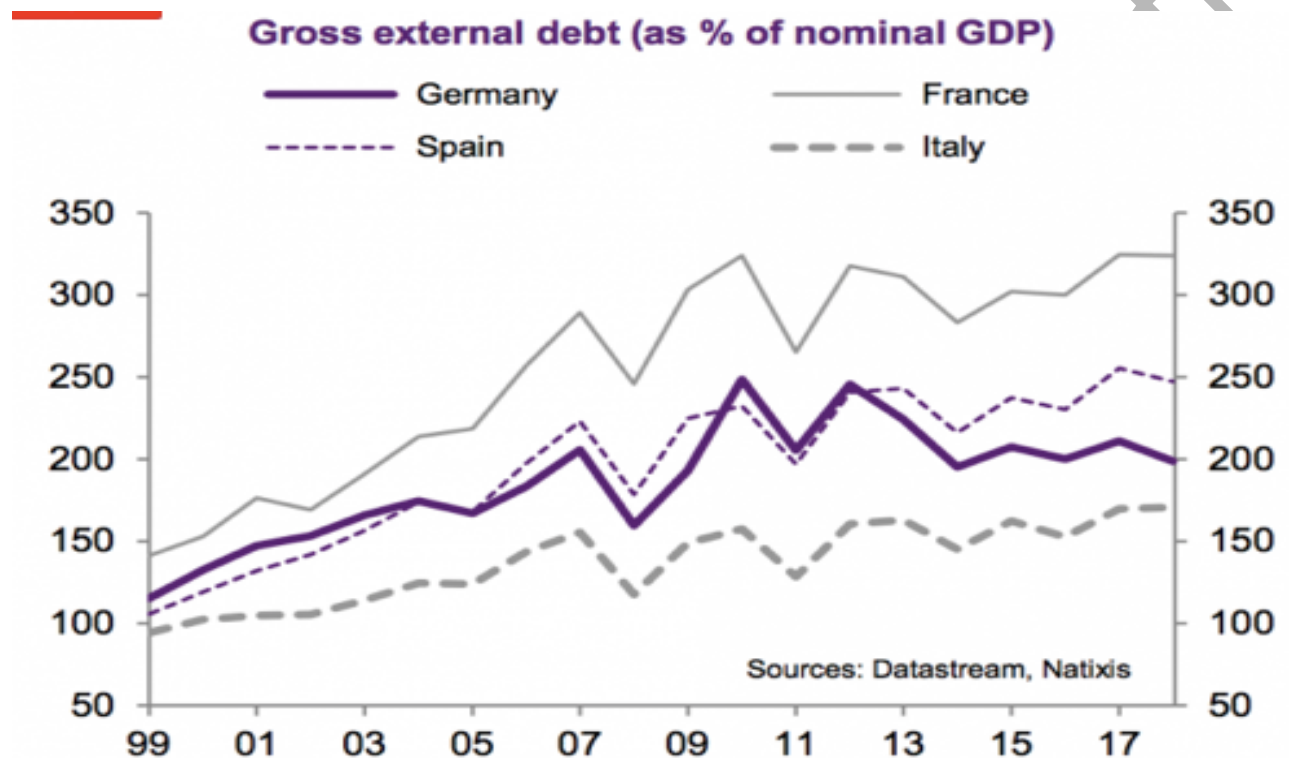
Incontestablement, des seuils symboliques et même fatidiques (100 milliards de déficit, 100% de dette publique) sont en train d'être franchis.

Le plus embêtant, c'est que tout le monde semble l'admettre ; même le commissaire Moscovici prétend que cela n'est pas grave, même s'il ne peut pas faire autrement que de reconnaître qu'il « faut voir comment le coût de la crise des gilets jaunes est maîtrisé et inclus dans la stratégie de finances publiques ». D'ailleurs, P. Moscovici, sur son blog, en date du 21 de ce mois, se félicitait de la manière dont la Commission interprète les règles budgétaires européennes à propos du cas italien : « (...) le dialogue l'a emporté sur la confrontation et l'écoute sur le conflit. (...) Cet épisode est une démonstration forte que les règles budgétaires offrent un cadre indispensable pour dialoguer sereinement et garantir la maîtrise des finances publiques européennes, et en particulier contenir l'expansion de la dette. Ma conviction profonde est que nos règles sont efficaces quand elles sont appliquées dans un esprit constructif plutôt que punitif. C'est utilisées de

L'EURO

manière flexible et intelligente et non rigide ou mécanique que nos règles fonctionnent et concilient le respect des choix souverains avec le sérieux budgétaire. Cette conviction a dirigé mon action de Commissaire ces quatre dernières années et est encore renforcée aujourd'hui. (...) Les 9 milliards de mesures présentées par les autorités italiennes ainsi que la flexibilité accordée par la Commission au titre des circonstances exceptionnelles – l'effondrement du pont de Gênes et les terribles inondations qui ont frappé les Italiens – forment un paquet cohérent budgétairement et politiquement. Je suis ravi que la Commission soutienne l'Italie dans ses efforts pour la rénovation de ses infrastructures et pour la protection des Italiens en cas de catastrophe naturelle. Au même titre que le respect des règles budgétaires, je considère que c'est notre devoir ! Nous resterons bien entendu vigilants à la bonne exécution du budget 2019, comme les Traités nous le demandent. (...) ».

Le schéma suivant compare l'évolution des dettes extérieures brutes de plusieurs pays européens, rapportées au PIB nominal (rappelons que la dette extérieure est l'ensemble des dettes qu'ont les administrations publiques et les agents privés du pays à l'égard des non-résidents). On ne manquera pas de noter la situation délicate de la France :



Le vendredi 28, les économistes A. Tartar, C. Hoffman et P. Murray publient sur Bloomberg un article important pour savoir, au moment où on fête le 20^{ème} anniversaire de l'euro, quels sont les pays qui ont profité de l'euro et ceux qui au contraire en ont pâti. Les économistes ont pratiqué 10 tests économiques portant sur les conditions financières, la capacité d'endettement, le degré d'intégration, la compétitivité avant et après la crise, l'évolution de la productivité, l'ancrage d'inflation, les coûts du travail avant et après la crise, la politique fiscale. Conformément à ce que l'on peut anticiper, l'Allemagne et l'Autriche ont largement bénéficié de l'euro, également, la Belgique et la Finlande, la Slovaquie et la Slovénie aussi mais à un moindre degré. La Grèce, l'Irlande, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal sont en position moyenne. La France, l'Italie et l'Espagne, également Chypre et Malte, enregistrent un mauvais score. La France doit son mauvais classement essentiellement à ses problèmes de compétitivité (avant et après la crise), au niveau élevé du coût du travail (surtout avant la crise) et à sa mauvaise intégration dans la zone euro (à cause d'un problème d'insertion dans la chaîne de valeur européenne : contrairement aux pays mieux placés, la France n'aurait pas profité de la suppression de l'incertitude concernant les taux de change pour développer des relations stables et approfondies avec ses partenaires européens).

Ce classement éloquent fait réfléchir sur les chances qu'a la France de relancer l'Europe et a fortiori d'en prendre le leadership !

L'EURO

Cependant, il faut souligner que cette étude se fonde sur des critères partiels et surtout partiels. Cela rappelle les critères de convergence de Maastricht qui n'étaient que monétaires et financiers pour décider de l'adhésion des pays à la zone euro.

Le lundi 31, peu avant 13h, le lancement de la zone euro a 20 ans, et la mise en œuvre de la zone euro aura vraiment 20 ans demain..., le 1^{er} janvier 2019.

En cette fin d'année, voici des schémas qui montrent l'évolution pour 2018 de 3 indices boursiers (le Dow Jones, le Stoxx50 et le CAC40), et du taux de change EUR-USD.

Évolution du Dow Jones :



Évolution du Stoxx50 :



Évolution du CAC40 :

L'EURO



Évolution du taux de change EUR/USD :



Qu'il s'agisse des cours boursiers ou du cours de change de l'euro par rapport au dollar, ces schémas montrent une évolution peu favorable dans l'ensemble.

Bloomberg publie en cette fin de mois et d'année le schéma suivant pour montrer l'évolution du taux de change de l'euro par rapport au dollar depuis la création de la monnaie unique européenne :

Turbulent Ride

The single currency swung from \$0.83 in 2000 to \$1.60 before the 2008 financial crisis



En ce mois de décembre 2018, signalons un numéro important de la revue de l'OFCE qui vient de paraître et qui, par ses nombreux articles, apporte de l'eau à notre moulin sur l'histoire de l'euro et qui fournit de remarquables apports sur ce qu'il convient de faire pour « améliorer la construction européenne », puisque c'est le titre du numéro.

Nous incitons fortement le lecteur à se reporter à l'ouvrage.

Nous nous contentons ici de citer deux passages qui nous semblent particulièrement importants en relation avec les thèmes traités dans le présent document :

. Le premier est tiré de l'article que consacre Paul De Grauwe à « l'avenir de l'euro » :

« Nous identifions trois problèmes structurels au sein de la zone euro.

Premièrement, il y a un manque d'instruments pour corriger les divergences de compétitivité. Ceci a pour effet d'introduire un biais déflationniste dans le système.

Deuxièmement, les marchés des titres souverains dans la zone euro sont fragiles, ce qui en temps de crise entraîne des mouvements de capitaux déstabilisateurs. Cette fragilité provient du fait que les gouvernements des pays membres de l'Union monétaire émettent leurs dettes dans une devise sur laquelle ils n'ont aucun contrôle. Ceci peut induire des crises de liquidités auto-réalisatrices.

Troisièmement, il y a un cercle vicieux entre les obligations souveraines et les banques, ce qui signifie que les risques des banques deviennent des risques souverains et vice versa.

La résolution de ces problèmes ne peut se faire que par le biais d'une plus grande union politique et budgétaire. L'union budgétaire implique une consolidation des dettes publiques nationales en une dette publique de la zone euro, et un budget commun qui a la capacité de stabiliser les mouvements conjoncturels au niveau de la zone euro. Tout cela n'est possible que dans le contexte d'une union politique.

Partant du constat que la volonté de progresser dans l'unification politique et budgétaire est faible, nous sommes obligés de conclure que, sans cette volonté, la fragilité de la zone euro ne disparaîtra pas. L'avenir de l'euro n'est donc pas garanti ».

. Le deuxième passage est tiré de l'article collectif intitulé : « Refonte des règles budgétaires européennes » :

« (...) une règle budgétaire, même réformée, ne suffira pas pour sortir de la synchronisation des politiques budgétaires et aller vers une véritable coordination. La tension existe entre une gouvernance par les règles et une gouvernance par la coordination. L'analyse des règles actuelles et de la proposition des quatorze économistes franco-allemands nous conduit à plaider pour la seconde option. L'hétérogénéité des pays européens rend impossible l'imposition à tous d'une règle simple. Il faut dès lors augmenter l'intensité de l'analyse économique portant sur la situation de chaque pays pour donner les moyens à une institution de prendre des décisions informées et de fournir des recommandations sur moyenne période. La contrepartie de cette agilité est un contrôle plus important de la soutenabilité des finances publiques. De manière plus opérationnelle, les interactions au sein du Semestre européen pourraient jouer ce rôle-là. Cette instance pourrait devenir le moment où l'on définit et l'on met en place conjointement la stratégie de croissance de l'Union, et où l'on établit la contribution de chaque pays à l'objectif commun ».

Pour clore cette année 2018, nous reproduisons ci-après deux séries de documents sur l'opinion qu'inspire la construction européenne et l'Union économique et monétaire avec l'euro. Ils expriment de manière complémentaire la progression de l'euroscepticisme dans la population française.

• La *première série de documents* comporte un schéma et quatre tableaux tirés de l'Eurobaromètre que la Commission européenne a fait paraître en novembre.

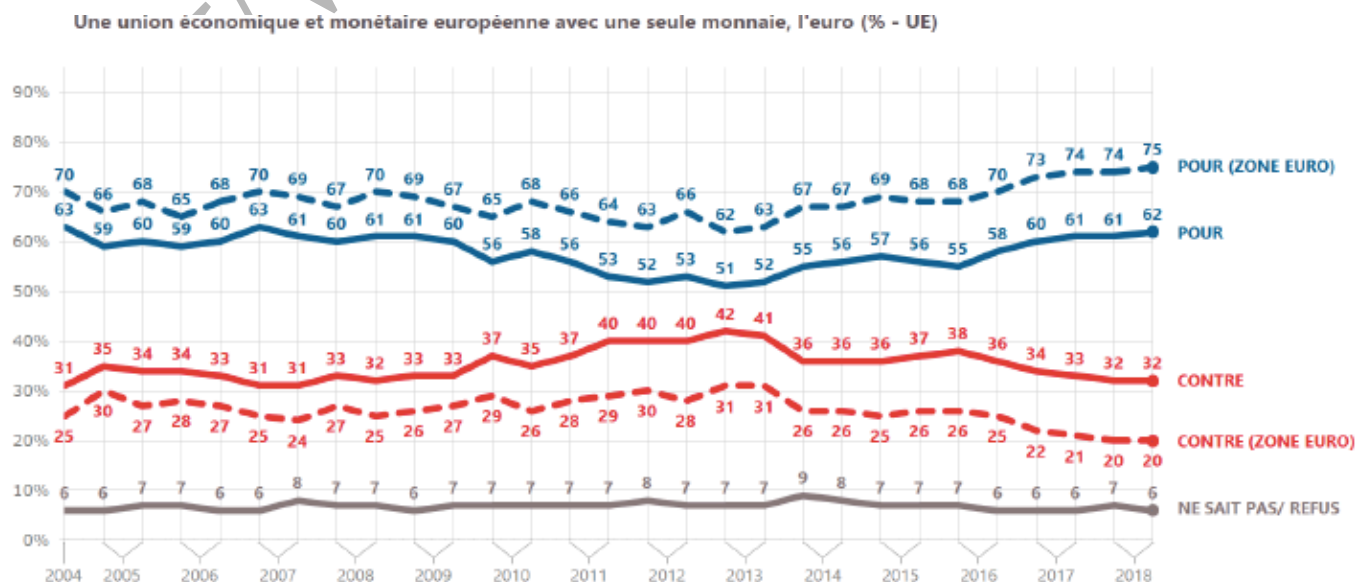
Le schéma montre l'évolution de 2004 à aujourd'hui de l'opinion des Européens concernant d'une part la zone euro et d'autre part la monnaie unique proprement dite. On y lit la progression depuis plusieurs années de l'attachement général qu'ont les Européens pour l'un comme pour l'autre. Actuellement, 75% des citoyens de l'UE sont favorables à « une union économique et monétaire européenne avec une seule monnaie » et 62% soutiennent l'euro.

Le premier tableau (extrait) montre notamment que les Français ont un sentiment d'être des citoyens Européens plus faible que la moyenne de l'UE et a fortiori de la zone euro.














Le second tableau (extrait) exprime les trois valeurs jugées les plus importantes par les citoyens des différents pays de l'UE. Ce tableau peut servir de base pour apprécier les « affinités » entre les peuples d'Europe, afin d'aider à définir une Europe à géométrie variable avec des cercles homogènes.

Le troisième tableau (extrait) exprime les principaux problèmes que l'UE doit affronter selon les habitants des différents pays européens : l'immigration est le premier d'entre eux partout.

Le quatrième tableau (extrait) précise quels sont, pour chaque pays européen, les problèmes les plus importants auxquels il doit faire face. Ce tableau révèle des différences de points de vue significatives, qui sont directement liées aux divergences économiques et sociales entre les pays.



Vous vous sentez citoyen(ne) de l'UE (%)














		Oui, tout à fait		Oui, plutôt		Non, pas vraiment		Non, absolument pas		Ne sait pas	Total 'Oui'		Total 'Non'	
		Aut.2018	Diff. Aut.2018-Pr.2018	Aut.2018	Diff. Aut.2018-Pr.2018	Aut.2018	Diff. Aut.2018-Pr.2018	Aut.2018	Diff. Aut.2018-Pr.2018		Aut.2018	Diff. Aut.2018-Pr.2018	Aut.2018	Diff. Aut.2018-Pr.2018
UE28		30	1	41	0	19	-1	9	0	1	71	1	28	-1
ZONE EURO		30	0	43	2	18	-2	8	0	1	73	2	26	-2
HORS ZONE EURO		28	2	39	-1	20	-2	11	1	2	67	1	31	-1
BE		27	-2	52	7	18	-3	3	-2	0	79	5	21	-5
BG		18	-1	33	1	25	-1	22	2	2	51	0	47	1
CZ		19	0	37	-3	25	-1	18	4	1	56	-3	43	3
DK		39	0	39	-2	16	1	5	1	1	78	-2	21	2
DE		43	0	43	2	9	-2	4	0	1	86	2	13	-2
EE		39	-1	42	4	13	-2	5	-1	1	81	3	18	-3
IE		43	-3	42	3	12	0	3	1	0	85	0	15	1
EL		14	-1	38	2	30	0	18	-1	0	52	1	48	-1
ES		39	2	44	-1	11	-2	5	1	1	83	1	16	-1
FR		26	2	36	-1	22	0	15	-1	1	62	1	37	-1
HR		26	10	40	-7	25	-3	9	1	0	66	3	34	-2
IT		16	0	43	3	30	-2	10	-1	1	59	3	40	-3

L'EURO

Dans la liste suivante, quelles sont les trois valeurs qui comptent le plus pour vous ?














(%)

(MAX. 3 RÉPONSES)

		L'état de droit		Le respect de la vie humaine		Les Droits de l'Homme		Les libertés individuelles		La démocratie		La paix		L'égalité	
		Aut.2018	Diff. Aut.2018-Pr.2018	Aut.2018	Diff. Aut.2018-Pr.2018	Aut.2018	Diff. Aut.2018-Pr.2018	Aut.2018	Diff. Aut.2018-Pr.2018	Aut.2018	Diff. Aut.2018-Pr.2018	Aut.2018	Diff. Aut.2018-Pr.2018	Aut.2018	Diff. Aut.2018-Pr.2018
UE28		17	-1	37	0	41	-1	25	1	29	2	47	2	21	0
ZONE EURO		16	-2	37	-1	42	-1	24	0	30	2	48	2	21	0
HORS ZONE EURO		20	2	39	4	40	-1	26	2	28	2	43	2	22	0
BE		10	-2	39	-1	44	9	29	1	29	5	45	5	22	1
BG		28	2	38	2	35	-2	31	0	15	-1	46	1	10	-1
CZ		19	2	28	1	31	-2	42	1	30	-1	54	-2	12	0
DK		17	2	32	-2	47	-2	24	3	44	2	47	-1	27	-2
DE		25	-5	27	0	43	-2	24	0	38	2	59	4	8	0
EE		23	4	36	-3	44	1	20	-1	18	1	59	3	12	2
IE		17	0	50	-3	45	0	32	2	25	2	42	2	30	1
EL		23	-2	39	-5	43	4	24	2	36	0	53	0	25	3
ES		17	0	44	1	47	-1	18	0	30	4	39	1	30	3
FR		9	0	44	-6	45	1	23	2	20	2	50	-1	23	-2
HR		14	-1	38	7	38	8	36	-4	20	-3	46	3	21	1
IT		9	-1	37	-2	35	-3	24	0	32	1	40	3	22	-2

A votre avis, quels sont les deux problèmes les plus importants auxquels doit faire face l'UE actuellement ?














(%)

		L'immigration	Le terrorisme	L'état des finances publiques des États membres	La situation économique	Le changement climatique	Le chômage	L'influence de l'UE dans le monde	La hausse des prix/ l'inflation/ le coût de la vie	L'environnement	L'insécurité	Les retraites/ les pensions	L'approvisionnement en énergie	Les impôts
UE28		40	20	19	18	16	13	11	9	9	9	5	4	4
BE		42	18	17	12	26	8	9	15	14	10	9	10	4
BG		51	33	10	13	8	5	9	14	3	11	3	3	2
CZ		58	42	16	8	8	4	9	8	9	10	5	4	2
DK		48	19	12	14	31	7	15	4	15	11	1	3	2
DE		45	13	30	13	21	8	14	6	9	11	4	6	1
EE		65	25	14	12	8	4	11	8	6	6	3	5	3
IE		32	27	13	14	27	13	11	16	13	9	3	5	4
EL		44	24	26	27	4	17	13	5	5	12	3	5	6
ES		38	20	16	25	10	19	9	8	9	6	6	3	5
FR		33	22	13	17	22	14	10	16	15	9	6	4	2
HR		48	32	19	15	9	10	10	12	2	14	3	6	3
IT		41	15	14	27	11	34	5	10	5	9	6	3	10
		1er ITEM LE PLUS FRÉQUEMMENT CITÉ			2ème ITEM LE PLUS FRÉQUEMMENT CITÉ			3ème ITEM LE PLUS FRÉQUEMMENT CITÉ						

Deux réponses maximum

A votre avis, quels sont les deux problèmes les plus importants auxquels doit faire face (NOTRE PAYS) actuellement ?

(%)

		Le chômage	La hausse des prix/ l'inflation/ le coût de la vie	L'immigration	Le système de santé et de sécurité sociale	La situation économique	Les retraites/ les pensions	Les questions d'environnement, de climat et d'énergie	L'insécurité	Le logement	Le système éducatif	La dette publique	Le terrorisme	Les impôts
UE28		23	21	21	20	15	15	14	12	11	11	10	8	8
BE		13	21	29	16	9	20	25	12	8	11	16	9	10
BG		15	48	7	32	26	15	3	15	1	8	3	2	5
CZ		4	41	16	16	10	24	9	11	14	8	18	5	5
DK		5	5	30	35	6	7	37	17	2	16	3	8	13
DE		6	14	36	15	3	18	22	13	27	18	5	10	4
EE		15	44	12	35	13	19	9	3	1	11	1	1	21
IE		13	20	5	40	7	5	9	15	60	4	5	3	6
EL		52	6	22	9	41	9	1	7	0	5	28	1	17
ES		52	10	19	11	25	21	3	6	7	8	10	4	8
FR		38	31	15	7	12	14	16	11	7	11	8	18	8
HR		43	27	11	16	28	15	3	17	2	6	17	2	6
IT		49	11	32	8	24	14	7	8	3	3	16	6	15
1er ITEM LE PLUS FRÉQUEMMENT CITÉ					2ème ITEM LE PLUS FRÉQUEMMENT CITÉ					3ème ITEM LE PLUS FRÉQUEMMENT CITÉ				

Deux réponses maximum

Note :

BE = Belgique, BG = Bulgarie, CZ = Tchéquie, DK = Danemark, DE = Allemagne, EE = Estonie, IE = Irlande, EL = Grèce, ES = Espagne, FR = France, HR = Croatie, IT = Italie.

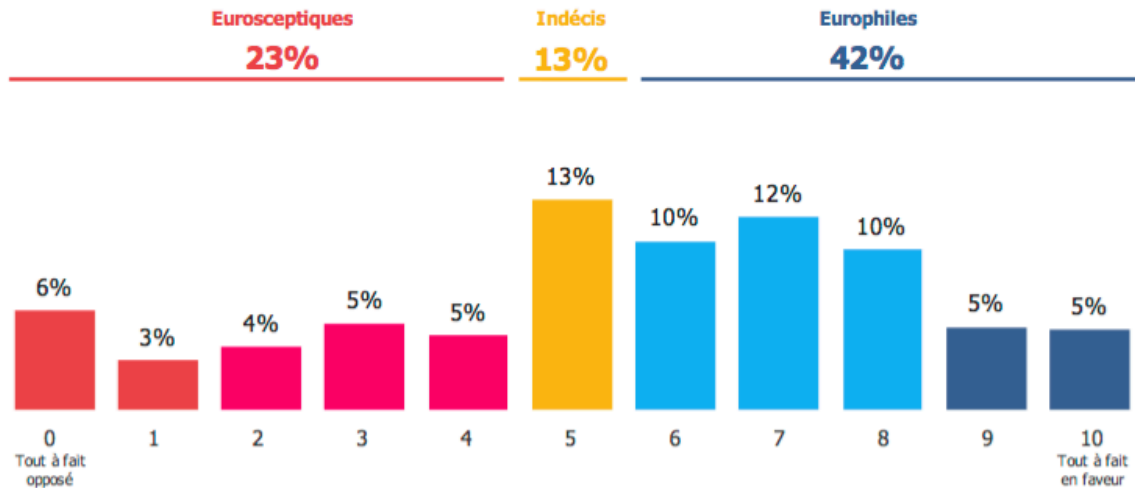
• La seconde série de documents est tirée du Baromètre de la confiance politique, vague 10, publiée début janvier 2019, suite à une enquête faite fin décembre de cette année par OpinionWay pour le

CEVIPOF

(https://www.sciencespo.fr/cevipof/sites/sciencespo.fr.cevipof/files/CEVIPOF_confiance_vague10-1.pdf)

2116 individus
NEW20- En ce qui concerne l'intégration européenne, certaines personnes se déclarent en faveur de celle-ci et d'autres sont contre. Vous personnellement, où vous classeriez-vous sur cette échelle ? La note 0 signifiant que vous êtes tout à fait opposé(e) à l'intégration européenne et la note 10 signifiant que vous êtes tout à fait en faveur de l'intégration européenne. Les notes intermédiaires permettent de nuancer votre jugement.

Note moyenne : **5,5** /10



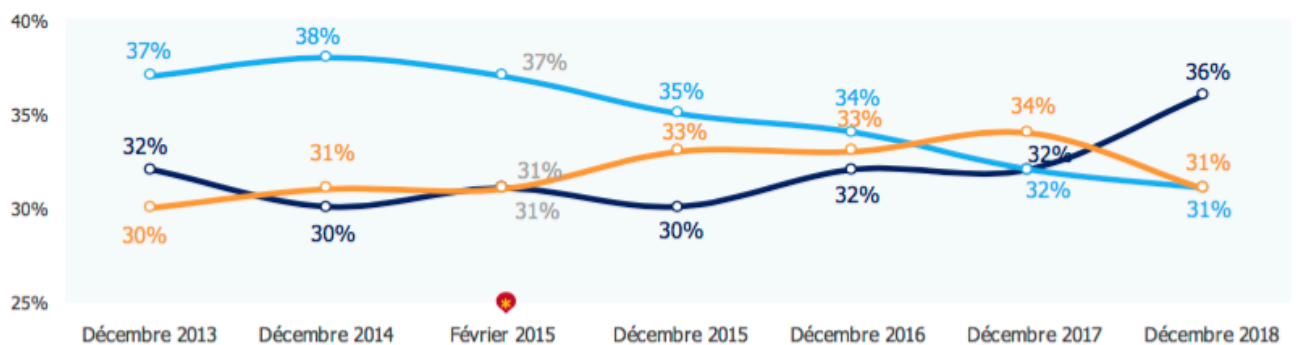
Ne se prononce pas : 22%

Si on ajoute aux indécis ceux qui ne se prononcent pas, cela représente malgré tout plus d'un tiers de la population...

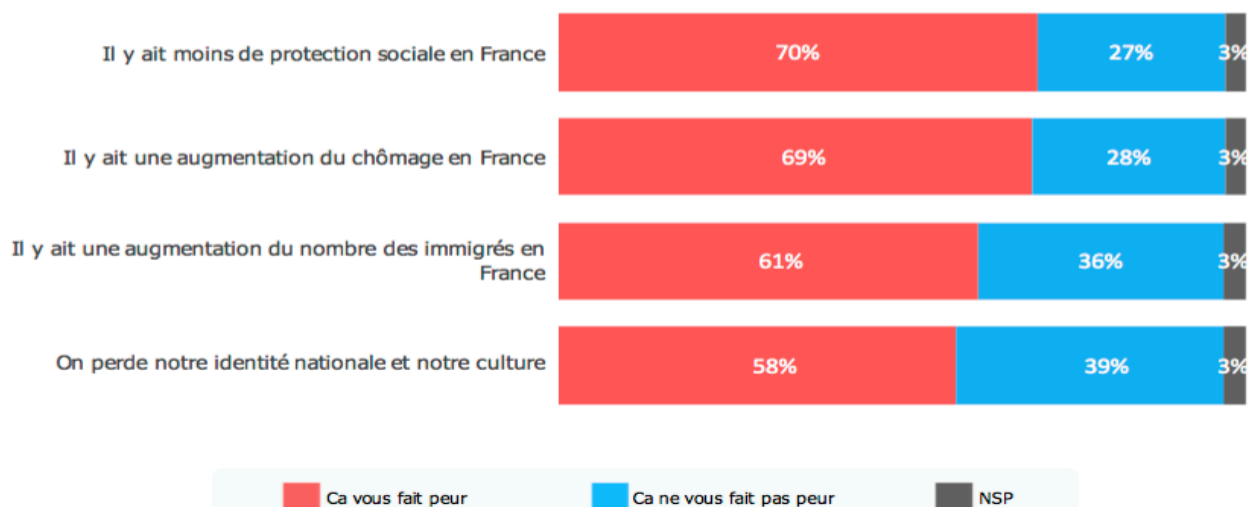
2116 individus
Q54. Vous personnellement, vous sentez-vous ... ?



Comparatif par rapport à la vague 9 (décembre 2017)



On assiste depuis bien 3 ans à une remontée du nombre de ceux qui ne se sentent absolument pas européens...



On a dans ces pourcentages l'explication principale des résultats des deux précédents graphiques.

• JANVIER 2019 ->

Mardi 1^{er}, l'euro a 20 ans ! Rappelons que l'euro est d'abord né dans sa version « scripturale », avant d'en prendre l'habit fiduciaire début 2002, avec le lancement des billets et pièces en euros.

En ce début 2019, il y a arrêt de la production de la coupure de 500 euros.

Mercredi 2, en cette semaine d'anniversaire des 20 ans de l'euro, paraissent trois documents qui dressent un bilan pour le moins mitigé de la monnaie unique européenne.

• Le premier est le tout dernier livre de Jean Quatremer, journaliste spécialiste reconnu des questions européennes, publié ce jour chez Calmann-Lévy, qui s'intitule : « Il faut achever l'euro ».

Ce titre joue astucieusement sur les deux sens du verbe « achever », ce qui correspond très bien à l'enjeu correspondant aux futurs possibles de la monnaie unique : soit, si on ne modifie rien dans le fonctionnement de la zone euro, alors elle sera condamnée, soit, on va plus loin pour parachever la zone euro et on peut donc la sauver : « l'intégration fait du surplace depuis le lancement de l'euro, ce qui fait peser une menace durable sur son existence. (...) Seule l'Union politique, c'est-à-dire la création d'un Union fédérale, peut stabiliser la monnaie unique, car elle légitimera l'union monétaire et rendra quasi impossible une sécession. (...) Sans elle, la solidarité financière entre pays riches et pays pauvres sera toujours questionnée, alors qu'elle ne l'est pas pour les États fédérés allemands ou américains. (...) L'euro, projet politique à l'origine, n'a pas été accompagné des partages de souveraineté nécessaires pour qu'il devienne l'instrument d'une puissance politique. Il n'est pas trop tard pour y remédier ».

• Le second est l'analyse de Jean-Luc Baslé, ancien directeur de Citigroup New York, intitulée : « De sérieux doutes sur l'avenir de l'euro », parue sur LesEchos.fr.

Plusieurs points méritent d'être retenus :

- « Sur le plan pratique, l'euro, qui fête ses vingt ans, est un succès. (...) Mais économiquement c'est un échec. De 2000 à 2017, la croissance moyenne de la zone euro (1,3 %) est plus faible que celle de l'Union européenne (1,7 %), de la Grande-Bretagne (1,9 %) et des États-Unis (2 %). Le chômage (9,5%) y est plus élevé qu'en Union européenne (9,0%), qu'en Grande-Bretagne (5,9%) et qu'aux États-Unis (6,1%). Le taux de chômage des moins de 25 ans est alarmant : 34% pour l'Espagne, 29% pour l'Italie et 24% pour la France. Seuls, l'Allemagne (9,8%) et les Pays-Bas (10,2%) font mieux. Ces chiffres sont à comparer avec ceux des États-Unis (12,8%) et de la Grande-Bretagne (15,3%). (...) »
- L'objet de l'euro était d'arrimer l'Allemagne à l'Europe. C'est une idée française. C'est aussi une idée fumeuse qui démontre l'inculture économique de nos élites. (...)

L'EURO

- En abandonnant l'esprit de solidarité présent dans la déclaration Schuman au profit du néolibéralisme, le traité de Maastricht est une bombe à retardement dont on voit les premiers effets en Italie, en France et dans le reste de l'Europe. Peu l'ont relevé, mais le lien existe. (...)
 - Structurellement, l'euro est une construction déficiente. La monnaie unique ne répond pas aux conditions posées par l'économiste canadien Robert Mundell dans sa théorie de la zone monétaire optimale. (...)
 - En l'absence de budget commun, la zone euro ne dispose que du levier monétaire pour répondre aux chocs externes, comme celui de la crise des «subprimes». (...)
 - Tout décor a son revers. La Bundesbank accumule sur les pays du sud de l'Europe une créance qui ne cesse de croître. Fin 2017, elle s'élève à près du tiers de son PIB avec pour principaux débiteurs l'Italie (481 milliards d'euros), l'Espagne (389 milliards), et le Portugal (81 milliards). (...)
 - Il fut un temps où l'euro pouvait être sauvé. Ce temps est révolu. L'Italie et l'Espagne souffrent ainsi que la France, à un moindre degré. Quant à l'Allemagne, elle accumule des créances douteuses sur les nations du sud de l'Europe avec le risque d'être le banquier de l'Europe – risque inacceptable pour les Allemands. Par ailleurs, son avenir n'est plus à l'ouest mais à l'est, en Russie, en Chine et en Inde. Ces deux facteurs conduiront ses dirigeants à reconsidérer leur adhésion à la monnaie européenne et, in fine, à reprendre leur liberté pour se concentrer sur les marchés d'avenir. L'euro aura vécu ».
- Le troisième document est un « Flash Economie » de Natixis, dont le thème est « le choix impossible des pays en difficulté de la zone euro ». Son introduction résume bien l'impasse dans laquelle la monnaie unique place ces pays, c'est-à-dire ceux du Sud, et le document pose la question de savoir si la France fait partie de ce groupe... :
« Les pays en difficulté de la zone euro (Italie, peut-être même France) sont confrontés aujourd'hui au choix entre :
 - sortir de l'euro et déprécier leur taux de change, ce qui entraînerait de fortes difficultés et même des défauts pour tous les agents économiques (États, entreprises, banques) qui ont une dette extérieure en euros ;
 - rester dans l'euro et subir :
 - l'impossibilité de monétiser les déficits publics, donc une forte hausse des taux d'intérêt lorsque la politique budgétaire devient plus expansionniste ;
 - l'impossibilité de corriger un handicap de compétitivité-coût autrement que par une dévaluation interne, c'est-à-dire par la baisse des salaires ;
 - la concurrence des pays qui ont mis en place une dévaluation interne (comme l'Espagne).Sortir de l'euro est donc catastrophique, mais rester dans l'euro peut être catastrophique aussi ».

Nous trouvons dans ces trois documents des argumentations que les lecteurs de notre historique connaissent bien.

Ce n'est pas un hasard si l'article réunit l'Italie et la France : ces deux pays souffrent d'handicaps similaires dont la gravité est telle que l'on peut se demander s'ils peuvent permettre de rester dans la zone euro telle qu'elle fonctionne actuellement : des finances publiques déséquilibrées, une lourdeur des politiques redistributives, une progression des salaires réels systématiquement plus élevée que la productivité du travail, des difficultés d'employabilité de la population active à cause de leur portefeuilles de compétences et un manque de modernisation des entreprises, ce qui se traduit à la fois par une compétitivité amoindrie et par un ajustement « schumpétérien » de l'emploi.

Le **jeudi 3**, parution chez l'éditeur Allia du livre d'un sinologue suisse réputé, Jean-François Billeter : « Demain l'Europe ». Ce livre de 47 pages seulement, mérite d'être lu ! « L'Europe est en crise parce que les Européens ont besoin d'un État européen fort et démocratique, mais tiennent à leurs États nationaux parce que l'Union européenne n'est ni forte ni démocratique. Ils sont pris comme dans un piège et n'en sortiront qu'en tranchant la question de la souveraineté. Ils ne pourront pas avoir les deux, les souverainetés nationales auxquelles ils tiennent, et l'Europe souveraine, forte et démocratique, dont ils ont besoin. S'ils ne tranchent pas, ils n'auront ni l'un ni l'autre ». Ailleurs, l'auteur note que « à la différence de la Chine, de la Russie et des États-Unis qui se considèrent aujourd'hui comme des nations et se conduisent en puissances nationalistes, l'Europe n'est pas une

nation et ne le sera jamais. Son projet doit donc être d'une autre nature. (...) Si les Européens veulent avoir un avenir, ils doivent se proclamer citoyens d'une République européenne ».

Banco pour une République fédérale européenne !

Une UE « forte et démocratique » est une nécessité dans un monde dominé par ces pays à tendance nettement impérialiste que sont les États-Unis, la Russie et la Chine. Si ce projet n'aboutit pas, non seulement l'Europe mais aussi les nations qui la composent seront englouties. Avec la question de la fusion entre Alstom et Siemens, l'actualité nous livre un exemple symptomatique du risque que l'Europe court : pour moi, il est scandaleux que Bruxelles mette des bâtons dans les roues d'un tel rapprochement ; la constitution d'un géant européen du rail est vitale pour résister aux prétentions chinoises. La position de la Commission européenne (« être plus royaliste que le roi » en disant au reste du monde : « plus libéral que moi tu meurs ! ») serait à la rigueur concevable si l'Union européenne était refermée sur elle-même mais elle est suicidaire dans le contexte de la mondialisation actuelle.

Vendredi 4, la Bourse de Tokyo chute à son tour dès la clôture : l'indice Nikkei perd 2,26%. La bourse japonaise suit ainsi le mouvement de forte baisse commencé sur toutes les places en fin d'année 2018, et qui se poursuit : hier jeudi, à New York, le Dow Jones a perdu 2,83%, le S&P 2,48% et le Nasdaq 3,04%.

Ce même vendredi 4, le site « Contrepoints » fait paraître un article de Jean-Pierre Nikolus (« L'euro, monnaie de dingues ! »), dans lequel nous retrouvons des arguments développés dans cet historique de l'euro, et une réflexion générale certes impertinente mais pertinente :

« (...) Depuis son lancement, l'euro, loin de niveler par le haut les performances des industriels de la Zone, fait au contraire diverger les économies en donnant un sur-avantage aux plus productifs germains et en handicapant **les moins productifs latins**. Les théoriciens français de l'euro-mark comme messieurs Delors et Trichet pensaient que la devise fait l'économie alors que c'est l'économie qui fait la devise. Ils pensaient que l'économie fait la société alors que c'est la société qui fait l'économie. Ils pensaient que c'est la société qui fait la culture alors que c'est la culture qui fait la société. C'est donc la culture qui fait la devise. Ils avaient oublié que **les Trente glorieuses françaises** étaient en franc fondant, que le miracle italien était en lire évaporante et qu'une bonne économie est une économie en croissance qui fournit des emplois. La monnaie est un outil, pas une fin en soi. Ils n'avaient pas perçu que, pour que vive l'idole euro-mark, il aurait fallu une Europe allemande, que l'on abandonne le vin pour la bière, ou qu'à minima, en quelques mois, nous répliquions à l'identique le modèle économique allemand. Quand l'idéologie entre par la porte, le réalisme sort par la fenêtre. La France, on le sait depuis 1968 et les fameux Accords de Grenelle, a besoin de **sa planche à billets nationale** pour huiler ses rouages sociaux. Peu importe si sa monnaie est molle et si les prix montent un peu tant que les entreprises investissent, trouvent des marchés et embauchent. Le président Macron fera davantage de déficits budgétaires pour acheter la paix sociale, alors il devra enfoncer le mur des dogmes bruxellois. La messe est dite. Le critère de Maastricht des 3 % de déficit c'est la récession, **le taux d'intérêt bas et artificiel** administré par la BCE c'est du surendettement sans fin, le taux de change de l'euro est une subvention aux industriels allemands, une monnaie commune c'est la ruine ou la délocalisation des entreprises des pays les moins productifs et le diktat bruxellois en matière de politiques budgétaires, c'est le défilé des Gilets Jaunes. (...) Le dénouement viendra à la prochaine crise financière quand le peuple Allemand sera confronté au coût caché de l'euro que sont les prêts consentis à ses clients zonards insolubles. L'euro donne à l'Allemagne l'illusion du pouvoir que donne la détention du chéquier et à la France, l'illusion de la richesse que donne la détention d'une carte de crédit. Le jour où les Allemands constateront que les chèques de leur chéquier sont en bois, **ils aspireront à reprendre l'authentique deutschemark**. Quant aux industriels français, libérés d'une concurrence distordue par l'euro depuis presque deux décennies, ils pourront profiter de l'intérêt d'investir à nouveau dans leur pays ».

Après les parutions de ces précédents jours, plutôt ou carrément négatives à l'endroit de la monnaie unique européenne, paraît le samedi 5 un article de François Le Hodey sur le site du groupe qu'il dirige, « La Libre.be », qui est beaucoup plus positif. Cet article répond en effet favorablement à la question posée dans son titre : « L'euro, une bonne ou une mauvaise affaire ».

« L'euro présente un bilan très largement positif. Avec 20 % des réserves mondiales, pour une monnaie qui ne bénéficie pas du sous-jacent d'un État unique, l'euro réussit fort bien. Le dollar reste grand premier avec un peu plus de 60 % des réserves, mais les troisième et quatrième, le yen et la livre sterling, sont loin derrière avec chacun moins de 5 %.

Détenir des euros ou des actifs libellés en euros, c'est mieux que détenir hier des actifs en francs français ou belges, en pesetas ou en liras.

Ensuite, dans les échanges commerciaux internationaux, le dollar domine certes là aussi, mais l'Europe réussit à facturer plus de 50 % de ses exportations en euro. C'est donc une partie importante des risques de change qui sont externalisés.

Autre bénéfice important de l'euro, c'est son impact positif sur la stimulation des échanges au sein du marché unique grâce à la fin des coûts et des risques de change.

Enfin, pour les États, la possibilité de financer leur dette publique en euros a permis de réduire substantiellement leurs coûts financiers. Pour les entreprises et les particuliers, les coûts d'endettement ont aussi été diminués ».

Mais il reprend les conclusions de l'étude menée par des économistes de Bloomberg, citée ici en date du 28 décembre 2018, et dans laquelle la France fait partie des pays en difficulté. Alors, de manière très orthodoxe, il considère que « les voies de progrès pour ces pays en difficulté, ce sont les réformes structurelles et culturelles, qui dépendent tant des gouvernements que de toutes les composantes de la société en général, des entreprises, universités, intellectuels, responsables politiques et syndicaux, des médias, etc. C'est en se focalisant sur l'esprit entrepreneurial général, sur la recherche, la formation, l'innovation ; c'est en développant une culture du travail constructive et qualitative, une culture de l'excellence au niveau des produits, services et *process* ; c'est en décentralisant dans les territoires les outils publics de promotion des *start up* et des investissements ; c'est en créant des ponts entre les universités et les entreprises grandes et petites, locales et internationales; et c'est en stimulant une conscience collective qui prend la mesure de ce qui se passe dans le monde que l'on crée les conditions du développement économique et de la compétitivité internationale ».

Le dimanche 6, publication sur le site « atlantico.fr » d'un article de Jean-Luc Baslé, intitulé « L'euro pourra-t-il survivre à la nouvelle crise économique qui se profile, et si non, que faire pour s'y préparer ? » L'auteur pronostique une disparition de l'euro et étudie les conditions pour que la crise qui s'ensuivrait soient les moins pénibles. Mais, préalablement, il relève les différentes causes des faiblesses structurelles de la monnaie unique européenne. Pour lui, l'une de ces causes est que « l'euro est une monnaie sans nation. La valeur d'une monnaie dépend au premier chef de la nation dont elle est issue. Le dollar tire sa valeur de la nation américaine, de son pouvoir économique, politique et militaire. La première banque fédérale américaine fut créée en 1816, vingt-neuf ans après l'adoption de la constitution américaine. Une monnaie suit la constitution d'une nation. Elle ne la précède pas. L'euro fait exception à ce principe. La banque centrale européenne existe alors que l'Union européenne n'est pas achevée. L'euro est donc une monnaie sans nation, et de ce fait ne bénéficie pas de la confiance des investisseurs au même titre que le dollar ».

Le même jour, à Atlanta, Olivier Blanchard fait une intervention pleine d'audace puisqu'il remet en cause les dogmes de l'orthodoxie financière et de l'austérité budgétaire en matière de dette publique puisqu'il admet qu'elle peut « ne pas être si mauvaise », surtout dans un contexte de taux bas, mais à condition qu'elle soit bien utilisée.

Cela fait penser à la distinction faite souvent dans notre document entre la « bonne » dette et la « mauvaise », comme pour le cholestérol. Cela fait penser à la distinction faite souvent dans notre document entre la « bonne » dette et la « mauvaise », comme pour le cholestérol. Si le déficit creuse la dette pour financer des dépenses courantes, c'est mauvais. Par contre, si c'est pour financer des investissements publics dont la rentabilité à long terme doit permettre de dégager des rendements futurs élevés, c'est bon ; en intégrant l'effet d'éviction que ces investissements publics peuvent avoir sur les investissements privés.

Le mercredi 9, le Professeur Jean-Paul Pollin fait paraître une Chronique du Cercle des économistes dont le titre veut tout dire : « La faiblesse de l'union monétaire tient au fait qu'elle ne repose sur aucune souveraineté politique clairement définie » (<https://lecercladeseconomistes.fr/leuro-une-monnaie-en-manque-de-souverainete/>). La qualité du propos – et le fait que la démonstration faite approfondisse le raisonnement que nous tenons ici depuis très longtemps – nous poussent à citer l'article pratiquement dans son intégralité.

J.-P. Pollin, professeur d'économie spécialiste des questions monétaires et financières, considère que « l'union monétaire est une construction bancaire qui a plutôt desservi les intérêts de ses États membres. De fait, durant ses vingt premières années, l'euro n'a pratiquement tenu aucune de ses promesses : il n'a pas provoqué le sursaut de croissance que l'on en attendait, il n'a pas contribué à stimuler les échanges commerciaux ou financiers entre les pays de la zone et il n'a pas facilité la convergence entre les économies partenaires. Son seul véritable succès concerne la maîtrise de l'inflation pour laquelle la BCE a si bien agi qu'elle peine actuellement à faire remonter l'inflation sous-jacente vers l'objectif des 2 %. C'est-à-dire que la zone continue à flirter avec la déflation. Mais c'est durant la Grande Récession que la monnaie unique a montré le plus clairement ses faiblesses. Avant celle-ci, l'alignement des taux d'intérêt a incité certains pays à l'endettement pour financer le logement ou les déficits publics. Puis, quand la situation s'est dégradée, le retournement des flux de capitaux a signé la désintégration monétaire et financière de la zone. Et, en l'absence de mécanismes de solidarité, il a provoqué la crise des dettes publiques avec les conséquences que l'on sait. L'euro n'a donc pas tenu le rôle de bouclier contre les chocs extérieurs qu'on lui avait prêté. Ces résultats étaient largement prévisibles, car on pouvait aisément constater que la zone euro ne satisfaisait

nullement aux critères classiques d'une zone monétaire optimale. Mais, à l'époque, cette objection avait été balayée en expliquant que l'instauration de l'union monétaire, en modifiant la structure des économies, permettrait d'assurer le respect des critères. Les faits ont démontré la vacuité de cette argumentation. Plus profondément, la faiblesse de l'union monétaire tient au fait qu'elle ne repose sur aucune souveraineté politique clairement définie, alors que la monnaie en est en principe l'expression. Ce point avait aussi été invoqué en critique à la construction de l'euro et la réponse à cette objection avait été du même ordre : la création de la monnaie unique serait une étape cruciale dans la constitution de l'union politique. Or, ici encore, les faits ont démenti la prophétie : le fonctionnement de l'union monétaire a plutôt divisé les États qu'il ne les a rapprochés, attisant les rancœurs des uns et la défiance des autres.

Pourtant, en dépit de toutes ces déconvenues, l'union monétaire est devenue irréversible. Parce que les coûts économiques et politiques de sa dissolution seraient considérables ; de plus, les citoyens européens y seraient hostiles dans leur très grande majorité. Mais il faut alors trouver des solutions pour que son fonctionnement ne nuise pas aux économies de la zone. Logiquement, cela impliquerait de faire aussi vite que possible ce qui aurait dû être fait avant l'introduction de l'euro, c'est-à-dire la construction d'une souveraineté européenne se concrétisant dans un budget fédéral, des systèmes sociaux comparables, une harmonisation des règles régissant les marchés du travail... ainsi qu'une vision partagée de l'exercice de la démocratie. Mais un tel projet qui éclaire le long terme est pratiquement impossible à réaliser dans un futur proche. Du fait des replis nationalistes et des clivages qui se sont durcis entre le bloc ordo-libéral du Nord et les populismes du Sud. Sur le moyen terme, il faudra donc se contenter des ravaudages conçus dans l'urgence pendant la crise : des politiques macroprudentielles nationales pour moduler les effets hétérogènes de la politique monétaire unique, des fonds de secours pour aider des systèmes nationaux d'assurance... Au mieux, une solution d'attente ».

Le hasard du calendrier veut que deux articles avec lesquels je suis parfaitement en phase paraissent en l'espace de deux jours. Leur analyse rejoint complètement la mienne quand je prétends que l'on a mis la charrue avant les bœufs en pensant pouvoir créer une monnaie sans État (voir sur ce point mon commentaire personnel le plus récent, en date du 3 juin 2018). Et un grand bravo et un grand merci à Jean-Paul Pollin pour la clarté et la pertinence de son texte. J'apprécie tout spécialement non seulement l'importance qu'il accorde à la souveraineté politique comme fondement de l'édifice monétaire mais aussi sa référence au « bloc ordolibéral ».

Le jeudi 10, paraît sur le site « comptoir.org » un article de Romain Masson, « L'euro, 20ans d'aveuglement » (<https://comptoir.org/2019/01/10/leuro-20-ans-daveuglement/>). La monnaie unique européenne y est présentée comme « le produit de la libéralisation financière », en reprenant les thèses de Jacques Sapir, et considère que « le rêve d'une Europe fédérale » a été brisé par la monnaie, en citant dans son développement Patrick Artus, Emmanuel Todd et Coralie Delaume, également Thomas Piketty et Yanis Varoufakis mais pour les critiquer, auteurs que nous citons souvent ici-même, et en mettant à juste titre l'accent sur le manque d'une politique budgétaire commune. Le titre de son dernier paragraphe est : « mettre fin à l'euro pour renouer avec la démocratie et sauver l'État social ». On y lit en particulier : « Loin de se réduire à une monnaie, l'euro est devenu un mode de gouvernement visant à imposer aux populations la politique définie à Francfort et à Bruxelles, avec le consentement plus ou moins passif et souvent hypocrite des différents gouvernements. (...) Accepter de rester dans le cadre de l'euro, implique dans les faits d'accepter le démantèlement de l'État social issu de l'après-guerre et la baisse du niveau de vie. Quand l'État se prive de la possibilité de dévaluer sa monnaie pour résoudre les problèmes de compétitivité du coût du travail, la seule possibilité restante est de comprimer les salaires. Quand l'État se place lui-même sous la tutelle des marchés financiers, que tout financement du déficit par la banque centrale est interdit, la seule option pour réduire le déficit est d'augmenter les impôts et de couper dans les dépenses publiques, autrement dit de supprimer des services publics, fermer des écoles, des hôpitaux, des crèches, des maternités, dérembourser les soins, diminuer les pensions de retraites, etc. Dans la mesure où ces dépenses constituent par ailleurs une source de soutien à la demande, il ne peut s'ensuivre à terme qu'une montée du chômage et des inégalités. (...) ». Enfin, Romain Masson cite aussi l'article signé par

plusieurs économistes, paru sur le site « atlantico.fr », en date 10 décembre (voir dans ce document ce que nous en reprenons dans notre propos sur la crise des gilets jaunes), « l'existence de l'euro, cause première des « gilets jaunes ».

Le jeudi 10 aussi, la Roumanie prend pour 6 mois la Présidence tournante du Conseil de l'UE.

Le jeudi 10 également, parution chez « Les petits matins », du livre de Matthieu Calame « La France contre l'Europe. Histoire d'un malentendu ».

L'éditeur présente cet ouvrage de la manière suivante :

« Alors que les discours anti-européens se multiplient, la question d'une dislocation de l'Union est désormais posée. Et les déclarations d'europhilie n'y changeront rien si les actes ne suivent pas les paroles. Car, si l'UE actuelle est une confédération lâche et sans capacité d'action, c'est principalement parce que, durant un demi-siècle, les gouvernements français n'ont eu de cesse de bloquer une intégration politique réelle afin de conserver une illusoire souveraineté en matière de politique étrangère, mais aussi sur le plan budgétaire et social. Pour justifier ce comportement ambigu, intellectuels et politiciens ont brandi l'épouvantail d'une Europe réduite à l'état de "grande Suisse". Mais, tout bien considéré, l'histoire de la confédération helvétique au 19^{ème} siècle évoque par maints aspects le défi européen : ligue médiévale marginalisée au moment où se constituent les puissances européennes, elle a dû, pour survivre, se transformer en État-nation multiculturel. Au moment où la lutte pour l'hégémonie mondiale est engagée entre les grandes puissances – États-Unis, Russie, Chine, Inde –, il devient nécessaire d'accomplir le grand saut fédéral et de se constituer en État-nation européen. Il est plus que temps pour la France de sortir de l'hypocrisie – s'il n'est pas déjà trop tard ».

Comme l'auteur, je suis convaincu que l'Europe n'est en l'état actuel qu'un « objet intermédiaire - une sorte de chimère - entre une confédération d'États et un État fédéral. (...) L'Europe n'existera dans le monde que si elle représente une puissance politique ». Mais je serais moins critique que lui sur l'attitude d'E. Macron qu'il considère comme étant dans la continuité de ses prédécesseurs dont le comportement a toujours consisté à bloquer le saut fédéral. En effet, le Président Macron a fait à plusieurs reprises des discours importants sur l'Europe montrant sa détermination à relancer l'Union européenne et une vision que l'on peut qualifier de fédéraliste (en particulier à la Pnyx à Athènes le 7 septembre 2017, à la Sorbonne à Paris le 26 septembre 2017 et lors de la cérémonie de remise du prix Charlemagne à Aix-La-Chapelle le 10 mai 2018). Mais quand on voit Emmanuel Macron à l'œuvre, il est vrai que l'on a envie de fredonner l'air de la chanson « Paroles, paroles... ; encore des mots, toujours des mots... ». « Rien que des mots » ?

Le vendredi 11, « xerficanal.com » publie un article de son directeur, Olivier Passet, sur « L'Europe a déraillé : que faire », qui se termine ainsi :

« (...) L'Europe, de fait, continue à se singulariser. Et c'est bien un triangle de concurrence, de protection des individus et d'innovation, celui de la flexisécurité, qu'elle propose à ses membres. L'Europe aujourd'hui, s'expose donc à la casse de la mondialisation, mais s'engage à réparer la casse de la mondialisation via la dépense publique. Or c'est précisément ce credo qui fait l'objet de tous les scepticismes de la part des populations. L'État est perçu comme de moins en moins crédible dans sa capacité à mutualiser les pertes de la mondialisation, d'indemniser les perdants, de réduire les inégalités. Or précisément, l'idée d'un budget européen, c'est encore cela. C'est poser l'État en grand réparateur du marché, au moment où les populations considèrent que cela est hors de sa portée. Et c'est là peut-être que la France devrait songer à renouveler son offre de refondation. Que proposer pour faire en sorte que l'Europe soit réellement un espace protecteur, réduisant la casse humaine et sociale et mobilisant moins, a posteriori, des États de moins en moins crédibles dans leur fonction réparatrice ? ».

Nous qui soutenons un fédéralisme au moins budgétaire ne pouvons qu'être d'accord avec la vision des choses d'O. Passet ; et nous acceptons le risque de nous faire taxer de « keynésien » en défendant l'interventionnisme public au niveau européen.

Le mardi 15, en France est lancé le « Grand Débat national » par le Président Macron, suite à la lettre adressée aux Françaises et Français dimanche soir.

À Londres, la Chambre de Communes vote sur l'accord sur le Brexit conclu entre Theresa May et l'UE : le résultat est franchement négatif. Ce qui vient d'arriver est un véritable saut dans l'inconnu, d'autant plus qu'une motion de défiance contre le gouvernement de Theresa May est annoncée dans la foulée par l'opposition. Y a-t-il un plan B ou se dirige-t-on vers un divorce dur ?

Le 15 également, parce qu'elle veut -enfin- faire progresser la question de l'harmonisation fiscale, la Commission européenne propose l'activation de la « clause passerelle » pour tenter de contourner la règle de l'unanimité. En effet, l'article 48-7 du traité de l'UE permet de passer d'un vote à l'unanimité à un vote à la majorité qualifiée pour l'adoption d'un acte dans un domaine donné. Mais sous certaines conditions et on peut douter de la sincérité de cette démarche dans la mesure où l'adoption de cette clause passerelle nécessite elle-même l'unanimité des membres du Conseil !

Article 48-7 :

« Lorsque le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne ou le titre V du présent traité prévoit que le Conseil statue à l'unanimité dans un domaine ou dans un cas déterminé, le Conseil européen peut adopter une décision autorisant le Conseil à statuer à la majorité qualifiée dans ce domaine ou dans ce cas. Le présent alinéa ne s'applique pas aux décisions ayant des implications militaires ou dans le domaine de la défense.

Lorsque le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne prévoit que des actes législatifs sont adoptés par le Conseil conformément à une procédure législative spéciale, le Conseil européen peut adopter une décision autorisant l'adoption desdits actes conformément à la procédure législative ordinaire.

Toute initiative prise par le Conseil européen sur la base du premier ou du deuxième alinéa est transmise aux parlements nationaux. En cas d'opposition d'un parlement national notifiée dans un délai de six mois après cette transmission, la décision visée au premier ou au deuxième alinéa n'est pas adoptée. En l'absence d'opposition, le Conseil européen peut adopter ladite décision.

Pour l'adoption des décisions visées au premier ou au deuxième alinéa, le Conseil européen statue à l'unanimité, après approbation du Parlement européen, qui se prononce à la majorité des membres qui le composent ».

Le mercredi 16, la motion de défiance déposée contre Theresa May et son gouvernement par l'opposition est rejetée de justesse. La première ministre doit présenter un « plan B » d'ici au 21 janvier.

Judi 17, le journal Le Monde publie un article d'Olaf Scholz, le vice-chancelier allemand et ministre fédéral des finances ; lequel a depuis un certain temps plusieurs contacts privilégiés avec son homologue français, Bruno Le Maire. D'ailleurs, il n'hésite pas à écrire « (...) Afin de défendre ses intérêts et ses valeurs dans le monde, l'UE se doit d'être forte et résolue. Elle doit être souveraine, dans l'acception soulignée par le président français Emmanuel Macron : *“Comment faire une Europe forte, dans le monde tel qu'il va”* était une des questions de son fameux discours de la Sorbonne et c'est aussi la mienne ». Et il reconnaît que « notre union monétaire n'était pas suffisamment préparée à affronter tant la crise financière il y a dix ans que la crise des dettes souveraines qui s'est ensuivie. La Banque centrale européenne (BCE) était la seule institution puissante et efficace de la zone euro. Elle a été trop souvent critiquée pour cela, en particulier dans mon pays. Mais qui partage notre ambition d'une union monétaire efficace doit aussi s'impliquer pour la doter d'institutions légitimées démocratiquement et soumises au contrôle parlementaire tout en étant résistantes en temps de crise. De l'Union bancaire à la réforme du Mécanisme européen de stabilité en passant par l'initiative commune franco-allemande pour un budget de la zone euro, beaucoup a déjà été fait ou lancé sur de bons rails. (...) Pour faire avancer l'Europe, je suis persuadé que l'Allemagne joue un rôle particulier. (...) Nous nous devons d'être plus généreux que d'autres, même plus que nous l'avons été jusqu'ici. Il ne s'agit pas ici d'un chèque plus ou moins important que nous devrions signer. Mais plutôt de bien concevoir que nos intérêts sont ceux du bien commun de l'Europe. Car aucun pays ne bénéficie autant de cette Europe unie que l'Allemagne. C'est à nous d'œuvrer pour que cette Europe perdure et se déploie ».

Ce propos courageux et déterminé d'Olaf Scholz prouve le fort engagement européen de son auteur. Ceux qui croient dans le pari d'E. Macron pour relancer l'Europe et réformer l'euro, doivent croire aussi dans le pouvoir de persuasion qui est nécessaire à Olaf Scholz pour convaincre ses concitoyens et ses collègues qui président aux destinées de son pays.

L'EURO

Mais encore faut-il que la France soit elle-même en mesure de soutenir ce pari : son comportement budgétaire actuel vaut-il en ce sens ?

Rien n'est moins sûr car, comme on l'a déjà écrit dans cet historique de l'euro, les deux économies les plus importantes de la zone euro s'opposent catégoriquement sur de nombreux points. Un dernier « Flash Économie » de Natixis publié ce 17 janvier semble même conforter à partir du taux d'emploi l'idée que notre pays fait toujours partie du « Club Med » pour reprendre l'expression déplaisante utilisée outre-Rhin :

« L'Allemagne a un taux d'emploi beaucoup plus élevé aujourd'hui que la France, l'Espagne ou l'Italie. Ceci s'explique par le niveau plus élevé en Allemagne des compétences de la population active et des jeunes, par la modernisation plus rapide des entreprises, par le maintien d'une industrie de grande taille.

Le taux d'emploi plus élevé en Allemagne implique que l'offre de biens et services est plus importante qu'en France, en Espagne et en Italie, ce qui explique l'essentiel des différences entre l'Allemagne et les trois autres pays :

- l'excédent budgétaire de l'Allemagne et les déficits des autres pays ;
- l'excédent extérieur de l'Allemagne, et la nécessité dans les autres pays de contracter leur demande intérieure pour faire disparaître leur déficit extérieur ;
- la hausse du niveau de vie de l'Allemagne par rapport aux trois autres pays (...).

Une preuve supplémentaire est donnée par l'éditorial d'Adrien de Tricornot, rédacteur en chef Xerfi Canal, publié le 8 janvier, intitulé « Grosse colère allemande contre la situation française : “La France est « menacée de rejoindre l'Italie en troisième classe ». Emmanuel Macron n'est « plus un partenaire pour sauver l'Europe et la zone euro mais un facteur de risque ». Épidémique, pavlovienne, la colère exprimée outre-Rhin après les mesures sociales destinées à répondre, en décembre, à la crise des gilets jaunes se lit dans cet éditorial publié à chaud par Die Welt. Sans surprise, la perte de crédibilité budgétaire française est jugée très sévèrement outre-Rhin ».

Le lundi 21, Theresa May déclare qu'elle souhaite continuer à s'entretenir avec ses collègues européens, spécialement sur la question du « filet de sécurité » dans la question irlandaise.

Pour les Européens, à travers les déclarations de M. Barnier, il n'est pas question de renégocier l'accord qui reste le « seul traité de divorce possible ». Il est difficile de savoir si l'on se dirige ou non vers un « no deal » car les parlementaires britanniques sont majoritaires à la fois pour refuser l'accord avec l'UE et pour refuser le « no deal » ! En tous les cas, les 27 se préparent tous à l'issue du « no deal ».

Ce même lundi 21, un rapport co-financé par l'OCDE et par l'Union européenne donne des indicateurs de l'intégration des immigrés sous le titre « Trouver ses marques 2018 ». Nous en extrayons un tableau concernant le taux d'emploi de ces jeunes :

Taux d'emploi
Pourcentage de la population âgée de 15 à 64 ans, 2017

	Personnes nées à l'étranger								Personnes nées dans le pays					
	Total	Hommes	Femmes	Faiblement éduqués	Diplômés du supérieur	Nés dans l'UE	Nés hors UE	Immigrés récents (<5 ans)	Installés (>10 ans)	Total	Hommes	Femmes	Faiblement éduqués	Diplômés du supérieur
Allemagne	67	74	60	58	80	77	60	49	73	76	79	73	66	91
Australie	72	80	64	54	82	--	--	59	73	75	79	72	60	87
Autriche	66	72	59	55	83	73	58	60	66	74	77	71	62	91
Belgique	54	61	47	41	75	64	46	50	54	64	67	61	46	87
Bulgarie	60	70	52	--	76	--	58	52	71	63	66	60	37	85
Canada	72	78	66	55	80	--	--	61	74	74	76	72	54	84
Chili	74	84	65	77	87	--	--	77	74	59	71	49	60	81
Chypre ^{1,2}	66	70	64	69	72	66	66	69	63	62	67	57	47	81
Corée	71	83	56	76	78	--	--	66	80	68	77	58	70	81
Croatie	56	64	49	35	79	63	55	--	57	56	61	52	37	82
Danemark	65	71	59	58	79	75	59	63	64	76	78	74	70	89
Espagne	60	66	54	56	72	61	54	48	59	61	67	56	54	83
Estonie	72	78	66	65	76	69	70	73	70	74	77	71	66	88
États-Unis	70	82	59	64	78	--	--	58	73	68	72	65	35	83
Finlande	60	67	53	61	76	70	53	45	67	70	71	70	53	86
France	57	65	49	48	75	66	52	39	58	66	69	63	53	87
Grèce	53	65	42	56	57	55	53	38	54	54	63	45	48	73
Hongrie	74	79	68	70	82	73	70	63	76	68	75	61	53	86
Irlande	64	72	57	45	79	68	57	59	65	64	69	59	46	86
Islande	83	87	80	86	90	85	80	80	80	85	88	83	82	95
Israël	79	81	77	66	86	--	--	68	81	66	70	62	48	89
Italie	60	72	49	55	69	61	58	40	63	58	66	49	41	79
Japon	70	80	62	--	--	--	--	--	--	73	81	65	--	--
Lettonie	67	72	62	47	77	69	64	41	65	70	72	69	59	89
Lithuanie	70	72	69	--	81	62	69	--	69	70	71	70	47	91
Luxembourg	69	75	64	63	85	72	59	71	67	63	66	59	54	88
Malte	68	83	54	62	81	71	--	57	70	65	77	52	55	93
Mexique	52	66	39	60	79	--	--	--	--	61	79	45	65	81
Norvège	68	73	63	56	82	81	60	63	70	76	76	75	63	92
Nouvelle-Zélande	74	80	67	63	85	--	--	68	76	75	79	70	64	90
Pays-Bas	64	71	57	51	82	75	57	45	63	78	82	74	70	91
Pologne	70	75	67	--	82	65	58	--	--	66	73	59	43	89
Portugal	74	78	71	73	85	72	68	47	73	67	70	64	68	88
République slovaque	68	78	61	37	82	58	67	61	60	66	72	60	37	83
République tchèque	77	87	68	59	84	72	74	66	73	73	81	66	50	88
Roumanie	60	--	--	--	--	--	--	--	--	62	70	53	51	87
Royaume-Uni	73	83	64	62	86	78	67	67	73	76	79	72	65	88
Slovénie	67	73	61	54	82	60	62	56	60	70	72	67	48	89
Suède	67	71	63	57	83	76	60	48	73	80	81	80	67	94
Suisse	76	84	68	69	84	81	68	74	76	82	85	79	78	92
Turquie	46	64	26	40	66	--	--	--	--	52	70	31	51	74
Total OCDE	68	77	59	58	79	--	--	57	71	67	74	60	55	84
Total UE	64	73	57	55	80	71	59	53	66	68	73	63	53	87

Source : Indicateurs 3.4 à 3.6 dans OCDE/UE (2019), Trouver ses marques 2018 : Les indicateurs de l'intégration des immigrants, oe.cd/indicateurs-integration-immigres.

On note que la France enregistre des taux d'emploi systématiquement au plus égaux à la moyenne de l'UE. Cela révèle de graves difficultés d'insertion des immigrants, professionnelles et donc aussi sociales.

Le mardi 22 est marqué par deux événements internationaux.

Le premier est l'ouverture à Davos du forum économique mondial annuel (en l'absence des présidents E. Macron et D. Trump et de Th. May). Fort à propos, son fondateur Klaus Schwab lance un appel à la « remoralisation de la mondialisation et à une mondialisation inclusive ».

Le second événement international de la journée est la signature à Aix-la-Chapelle par E. Macron et A. Merkel d'un nouveau traité de coopération et d'intégration franco-allemand (appelé aussitôt « traité d'Aix-la-Chapelle »), en s'appuyant sur le socle fondateur du Traité de l'Élysée signé il y a 56 ans, jour pour jour, par le Général de Gaulle et le Chancelier Adenauer.

Soulignons, avec une déception certaine, que dans ce nouveau traité rien n'est dit sur l'euro. La monnaie unique n'est jamais évoquée, que ce soit dans le chapitre premier, pourtant consacré aux « Affaires européennes » ou dans le chapitre 5, sur le « développement durable, climat, environnement et affaires économiques », avec les deux alinéas de l'article 20 :

« (1) Les deux États approfondissent l'intégration de leurs économies afin d'instituer une zone économique franco-allemande dotée de règles communes. Le Conseil économique et financier franco-allemand favorise l'harmonisation bilatérale de leurs législations, notamment dans le domaine du droit des affaires, et coordonne de façon régulière les politiques économiques entre la République française et la République fédérale d'Allemagne afin de favoriser la convergence entre les deux États et d'améliorer la compétitivité de leurs économies.

(2) Les deux États instituent un « Conseil franco-allemand d'experts économiques » composé de dix experts indépendants afin de présenter aux deux gouvernements des recommandations sur leur action économique ».

Lors du « dialogue citoyen » qui suit la cérémonie de signature, les deux dirigeants reconnaissent que leurs pays sont en désaccord sur des points importants, notamment en matière de défense et sur la question budgétaire. Comme le dit E. Macron lui-même, « si je devais schématiser un peu, sans doute la France a-t-elle un goût immodéré pour l'augmentation des dépenses publiques et une très faible sensibilité à la notion de déficit public, alors que d'un autre côté l'Allemagne a un goût immodéré

pour la consolidation budgétaire et une faible sensibilité à la relance par la dépense » ; et A. Merkel rappelle que le terme allemand « Schuld » signifie à la fois dette et culpabilité.

Sur le site Atlantico.fr, ce nouveau traité franco-allemand suscite aussitôt un débat entre Édouard Husson et Christophe Bouillaud. Cela donne l'occasion, en particulier à Édouard Husson de faire plusieurs réflexions qui méritent d'être retenues : « (...) Il n'y a aucune intégration franco-allemande réelle. Ni fédéralisme européen véritable. Est-ce que l'Allemagne est prête à la mutualisation des dettes entre pays membres de la zone euro ? Elle pratique cette mutualisation au sein de la République Fédérale, entre les Länder. Mais elle n'en veut pas entre pays membres de la zone euro ! En 1992, si l'on nous avait proposé une vraie monnaie européenne, avec une banque centrale fonctionnant comme la Fed aux États-Unis, j'aurais applaudi des deux mains et voté oui à Maastricht. Mais l'on nous a proposé un système de banques centrales nationales, liées de manière contraignante les unes aux autres. Elles ne peuvent plus véritablement participer au financement de l'économie nationale mais il n'y a pas non plus de possibilité de financer l'économie par la création de crédit sur un mode européen. L'Allemagne informe ses décisions d'investissement par des jugements de valeur tout à fait arbitraires: il y a, selon elle, des pays qui sont vertueux et d'autres qui ne le sont pas. C'est un mode de pensée précapitaliste. Si l'Allemagne recyclait ses immenses surplus commerciaux dans l'économie européenne, non seulement elle alimenterait la prospérité du continent mais elle en profiterait largement en retour. (...) L'Allemagne est obsédée par son taux d'épargne et son équilibre budgétaire au point d'y sacrifier sa propre démographie, son modèle social et la solidarité européenne. La France et l'Italie ont besoin d'un système de changes flexibles pour que leur industrie reste compétitive sans que soit sacrifiée la solidarité entre les compétitivités disparates de leurs régions. La Grande-Bretagne préfère la flexibilité commerciale à l'insertion dans l'Union européenne. Je conçois que le réel puisse heurter puissamment des croyances ; mais si les peuples ne sont pas entraînés par un grand élan fédéraliste européen, il vaut mieux en tenir compte et construire la politique sur la réalité sociale héritée de l'histoire, les nations démocratiques. À vrai dire, tout ceci était prévisible dès 1991-1992. La crise des Gilets Jaunes n'est que le symptôme d'une lente destruction du tissu socio-économique français par une politique monétaire inappropriée, dont la première victime avait été la vague de créations entrepreneuriales françaises du début des années 1990, qui furent laminées par l'alignement des taux français sur les taux d'une Allemagne occupée à combattre la poussée inflationniste consécutive à sa réunification monétaire. C'est le moment de constater que *Errare humanum est, perseverare diabolicum*. (...) La crise des Gilets Jaunes est l'appel au secours d'une société qui ne veut ni être écrasée comme la Grèce, ni s'éteindre à petit feu comme l'Italie d'avant la coalition Ligue/Cinq Etoiles, ni souffrir en silence comme l'Espagne depuis une décennie. Or la vision sociale, économique, monétaire, qui imprègne le Traité d'Aix-La-Chapelle est dans la continuité parfaite de ce qui nous mène à la crise politique, économique et sociale que nous traversons actuellement. On ne peut donc que prédire une catastrophe accrue. (...) ».

Plus pragmatique que je ne le suis, Édouard Husson renonce à l'idéal fédéraliste. Mais comme moi, il critique la stratégie de l'Allemagne et le contenu du traité qui vient d'être signé par la France et l'Allemagne à Aix-La-Chapelle. Je rappelle aussi que si les performances économiques de l'Allemagne restent satisfaisantes - grâce à sa supériorité à l'exportation mise d'ailleurs de plus en plus à mal par la situation économique et politique des PECO et par la concurrence de la Chine dans le cadre de la « nouvelle Route de la soie » - son modèle social est très malmené. Certes, on assiste depuis quelque temps à une augmentation des salaires en faveur des classes moyennes, mais cela concerne en définitive peu de salariés puisque seulement 1 sur 2 n'est désormais couvert par un accord de branche ou d'entreprise. 23% des salariés allemands sont à bas salaires contre 9% en France (selon l'Institut Jacques Delors). Le salaire médian est plus élevé en France qu'en Allemagne. De plus, 1 actif allemand sur 8 vit depuis plusieurs années dans la précarité des petits boulots et manque de protection sociale (4,8 millions de personnes en Allemagne travaillent pour 450 euros par mois, sans cotisations sociales ni de cotisations-retraite) ; et on assiste en même temps

à une flambée des prix de l'immobilier. Par ailleurs, il est bon de corriger quelque peu la supériorité du modèle allemand sur celui de la France en matière de croissance et d'emploi : depuis la création de la zone euro jusqu'à la fin 2018, la croissance totale de l'Allemagne a été de 31,62% et celle de la France de 32,35%. En ce qui concerne le taux de chômage, il est évident que l'Allemagne réussit bien mieux que la France, mais on doit néanmoins remarquer que l'écart serait beaucoup moins si l'on tenait compte du différentiel de croissance démographique entre les deux pays (le taux de chômage se calcule en proportion de la population active ; or, celle de la France croît relativement davantage que celle de l'Allemagne, ce qui nécessite une croissance économique relativement plus forte pour dégager des créations nettes d'emplois). Non seulement le modèle social allemand est malmené mais ses performances économiques doivent être elles-mêmes relativisées : sa croissance subit actuellement une baisse significative par rapport aux prévisions car ses faiblesses structurelles, les défaillances de ses infrastructures publiques, son manque de main d'œuvre qualifiée commencent à se faire de plus en plus sentir. Et comme l'Europe est « allemande » - plus que l'Allemagne n'est européenne - l'économie de la zone euro va en subir inévitablement des conséquences négatives ; d'autant plus que d'autres facteurs jouent dans le même sens : la situation italienne, les gilets jaunes français, un retournement du cycle économique aux États-Unis, la guerre commerciale internationale, ...

Le mercredi 23, paraît chez Fayard le livre de François Reynaert, « Voyage en Europe ».

Dans son introduction, on peut lire notamment :

« (...) L'histoire telle que l'ont apprise tous les Français suit généralement les grandes périodes suivantes : l'Antiquité ; le Moyen Âge, avec ses chevaliers, ses châteaux et ses villes qui s'ornent de cathédrales ; la Renaissance ; les Lumières et la Révolution ; l'industrialisation ; l'empire colonial ; les guerres du XX^e siècle, etc. Il n'est nul besoin de travailler longtemps sur l'histoire chinoise ou arabe pour comprendre que cette chronologie n'a pas grand sens dans ces mondes-là. (...) En observant ainsi les choses de loin, on se rend compte aussi que cette division chronologique qui classe notre histoire nationale n'a précisément rien de national : un Allemand, un Polonais, un Anglais ou un Espagnol, à quelques détails près, utilise la même. Lui aussi a son Moyen Âge avec d'autres châteaux, d'autres princesses et d'autres cathédrales ; une Renaissance qui lui évoque de grands artistes et de grands rois, des Lumières et le reste. C'est simplement que, avec tous ses cousins, il appartient à un même univers historique. (...) ».

Pour l'auteur, le Moyen-Âge a joué un rôle déterminant dans cette histoire commune, avec ses cathédrales, ses Universités, ses rois, son église, ses révolutions scientifiques, puis il y a eu Les Lumières, elles aussi européennes. Ce n'est qu'au 18^{ème} siècle que l'idée de Nation se développe vraiment et le 19^{ème} siècle est celui des « romans nationaux ». De la fin du 15^{ème} siècle à la fin du 19^{ème}, l'Europe est devenue le phare du monde, avec ses grandes expéditions maritimes et commerce au long cours, la domination d'empires coloniaux, une révolution industrielle, une emprise culturelle et scientifique, etc. François Reynaert termine un entretien donné à l'Obs en reconnaissant que l'Europe est actuellement un « grand monstre technocratique qui ne fait pas rêver. Il est donc de notre devoir d'Européens de réformer notre Union, de la réenchâter ».

Le jeudi 24, la BCE laisse inchangés ses taux directeurs et elle estime qu'ils ne changeront pas avant l'été.

« (...) En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, nous entendons poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle nous commencerons à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire. Les informations disponibles sont restées en retrait des anticipations, sous l'effet d'un fléchissement de la demande

extérieure et de facteurs spécifiques à certains pays et secteurs. La persistance des incertitudes, liées en particulier aux évolutions géopolitiques et à la menace protectionniste, pèse sur le climat économique. Dans le même temps, les conditions de financement avantageuses, la dynamique favorable des marchés du travail et l'accélération de la hausse des salaires continuent de soutenir l'expansion de la zone euro et le raffermissement progressif des tensions inflationnistes. Ces éléments étayaient notre confiance dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs, mais proches de 2 % à moyen terme. Un niveau significatif de relance monétaire reste essentiel pour consolider le renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation globale à moyen terme (...) » (Communiqué de presse suite à la réunion du Conseil des gouverneurs). Vendredi 25, aux États-Unis, fin du « shutdown » de 36 jours après la mise en place d'un accord, mais un nouveau « shutdown » est à craindre pour février.

Mardi 29, le Parlement britannique vote pour que la première ministre Theresa May renégocie avec « les 27 », et repousse l'idée d'un second référendum. Bruxelles et plusieurs dirigeants, dont Emmanuel Macron, ont aussitôt refusé toute renégociation. L'hypothèse du « No deal » se renforce encore un peu plus.

Mercredi 30, la Fed met un terme à la remontée de ses taux directeurs, engagée depuis décembre 2015. Certes, le président de la Fed Jerome Powell justifie cette décision par le fait que les taux sont maintenant dans une fourchette qu'il considère comme neutre, mais cela est sans doute le signe d'un changement de point de vue sur la situation à venir de l'économie américaine. En tous cas, le Président Trump et Wall Street sont ravis...

Au cours de ce mois de janvier, deux événements ont eu lieu en France qui entrent en contradiction à la fois avec la nature européenne des questions dont il s'agit et avec les discours pro-européens des dirigeants français : il s'agit de la taxation des GAFAM et de l'amende contre Google décidée par la CNIL.

Le vendredi 25, l'euro cote 1,1405 \$ après avoir coté 1,1394 le 4, 1,1464 le 11 et 1,1360 le 18.

Le dimanche 27, 17 des Banques centrales nationales sur les 19 que compte la zone euro cessent d'émettre les billets de 500 €.

• Février 2019 ->

Le vendredi 1^{er}, l'Italie entre officiellement en récession puisqu'elle vient de connaître deux trimestres successifs de contraction de son activité.

Également le 1^{er} février, dans le journal Les Échos, un article sur les achats d'or par les Banques centrales révèle par un graphique qu'alors entre les années 70 et la crise de 2007-2008 il y a pratiquement constamment des ventes nettes, à partir de la crise jusqu'à aujourd'hui on a affaire à des achats nets et l'année 2018 enregistre un record avec plus de 650 tonnes d'or. Ainsi, depuis la grande crise financière, les Banques centrales accroissent la « dé-dollarisation » de leurs réserves de change. C'est une preuve supplémentaire de la perte progressive du leadership monétaire de la monnaie américaine.

Le samedi 2, « Atlantico.fr » interviewe l'économiste américain Ashoka Mody à propos de son livre - paru le 30 avril 2018, voir dans cet Historique à cette date - et consacré aux États-Unis livre de l'année 2019 par l'association des éditeurs : « EuroTragedy ; a Drama in Nine Acts ».

On lit en particulier dans cet entretien :

« Le référendum français de septembre 1992 a été particulièrement important dans ce processus pour plusieurs raisons. La première est de comprendre que sociologiquement et économiquement, les personnes qui ont voté NON correspondent aux Gilets jaunes d'aujourd'hui. Ce moment a donc révélé qu'il existait déjà une profonde fracture en France, même si celle-ci ne s'est pas toujours reflétée dans les élections. Les politiques français ont pensé trouver dans l'euro une solution à leurs problèmes économiques, alors qu'il s'agissait avant tout de problèmes domestiques : manque de croissance, inégalités, fragmentation sociale. Mais l'idée selon laquelle l'euro allait résoudre ces problèmes n'a rien en commun, ni avec la théorie, ni avec la pratique économique. Le deuxième message de ce

référendum, est que ceux qui ont voté NON avaient peur de voir l'Allemagne devenir le pays dominant de l'Union monétaire. Et la logique de ce raisonnement est facile à comprendre : puisque l'Allemagne est le pays le plus puissant sur le plan économique, l'Allemagne aura l'influence la plus forte sur la zone euro. Ce qui est remarquable, et je crois beaucoup à la sagesse des peuples, c'est que dès septembre 1992, les Français ont articulé cette vision que l'Allemagne deviendrait le pays dominant. Helmut Kohl a fait partie de cette machine publicitaire qui a essayé de faire croire que cela n'arriverait pas, et le fait que cela puisse devenir une réelle possibilité a toujours été écarté. Ainsi, et alors que les politiques français avaient pour objectif de lutter contre une supériorité économique allemande, et malgré la clairvoyance des Français qui s'inquiétaient que cette domination puisse réapparaître sous une différente forme, l'euro a produit l'inverse du résultat recherché. Et en certains aspects, cette domination est apparue sous une forme encore plus désagréable, parce que maintenant, les allemands ne seraient plus seulement économiquement supérieurs, ils auront en plus la possibilité d'imposer des réformes économiques allemandes à l'Europe et à la France. Cela est exactement ce qu'il s'est passé au cours de ces 20 dernières années, avec des ministres des finances allemands qui ont, implicitement ou explicitement, essayé de dire à la France quelles étaient les politiques économiques qu'ils devaient mettre en œuvre. Une union monétaire ne change pas les équilibres de pouvoir entre nations, ces équilibres réapparaissent sous une autre forme. (...)

La principale erreur est en réalité très basique. Il n'y a vraiment aucun mystère ici, et de nombreux auteurs avaient averti de cette situation dès 1969. Une politique monétaire appliquée à plusieurs pays provoquera toujours une situation qui ne correspond aux intérêts d'aucun pays. La politique monétaire sera trop restrictive pour les pays les plus fragiles et elle sera trop souple pour les pays les plus forts. C'est une évidence inhérente à la monnaie unique. Pour faire face à cela, il pourrait y avoir des mécanismes de compensation. La version initiale était qu'il fallait parvenir à une importante mobilité des travailleurs, et à une union fiscale. Il y a eu un long débat dans les années 70 sur la taille que devrait avoir une telle union fiscale, et la conclusion était qu'il fallait mettre en place un budget correspondant au moins à 5 - 7% du PIB. Ce qui signifie que chaque pays devrait contribuer à hauteur de 5-7% de son PIB à une union fiscale qui serait utilisée dans les périodes de récession ou de crise. Mais dès le début des négociations, il a été parfaitement clair que les allemands - ils l'ont toujours dit - ne participeraient pas au sauvetage des autres pays. (...)

Pourtant, les Allemands disent vouloir une union politique, mais cela signifierait que le parlement européen serait supérieur au Bundestag. Et toute autre chose que cela n'est pas une union politique. Dans une union politique, le Bundestag aurait la même relation au parlement européen qu'un Lander avec le Bundestag aujourd'hui. Alors il s'agirait d'une union politique. Quand Helmut Kohl dit vouloir une union politique tout en disant que l'Allemagne ne paiera pas les factures des autres pays, c'est un oxymore. La contradiction se joue à deux niveaux. Au niveau économique, ou une union monétaire nécessite une union fiscale, mais aussi au niveau politique. Cette duplicité dans le langage est devenue endémique à la construction de l'euro, elle est devenue partie intégrante de la culture de l'euro. (...)

Je rends Helmut Kohl responsable de cette situation. Il est à l'origine de l'idée que ces difficultés politiques et économiques pourraient être surmontées. Dans ce même discours d'avril 1998, Helmut Kohl a dit que la monnaie unique serait le véhicule de la liberté, de la démocratie, de la paix, et de la prospérité. Ces mots sont très importants parce qu'ils se sont inscrits dans la psychologie européenne. Concernant la prospérité, et comme je l'ai indiqué dans une critique du discours d'anniversaire de l'euro de Mario Draghi, l'évidence économique est désormais parfaitement claire : il n'y a pas de bénéfice économique à la monnaie unique alors qu'elle fait peser des risques économiques réels sur ses membres. Concernant la paix... comment croire qu'une monnaie unique crée la paix ? Comme l'a indiqué Nicholas Kaldor dès 1971, une monnaie unique crée de la divergence économique, et cette divergence approfondit les divisions politiques. En 1998, Martin Feldstein est allé plus loin en disant que les européens s'opposeraient dans le futur en raison de la monnaie unique. Quel que soit le résultat, et j'espère que cela ne sera pas un résultat malheureux, l'euro n'a rien avoir avec la paix. Lorsque le Pakistan était unifié avec le Pakistan Oriental avec une monnaie unique, cela s'est terminé par une guerre civile et une division des pays, entre Pakistan et Bangladesh.

Une monnaie unique n'a pas plus à voir avec la démocratie, parce qu'en réalité, c'est une subversion de la démocratie. Aujourd'hui, on peut voir que lorsque le parlement grec présente une loi de finances,

elle doit être acceptée par ses crédeurs, ce qui veut dire, implicitement ou explicitement, que le Bundestag doit approuver le budget grec. (...)

Nous assistons à un retard cognitif qui voudrait que l'euro soit la continuation de la réussite du traité de Rome, ce qui n'est simplement pas vrai. (...)

Et si le déclin économique continue, notamment en Allemagne, je pense que cela affectera la capacité des européens à faire face. Je ne dis pas aujourd'hui que l'euro va s'effondrer, mais je dis qu'il y va avoir un processus continu d'affaiblissement des défenses de l'euro au cours des 10 ou 20 prochaines années. Il est également possible qu'une crise italienne devienne si importante que la capacité européenne d'y faire face ne sera simplement plus là. Oui, des efforts ont été faits, mais les déceptions économiques et politiques sous-jacentes vont continuer d'éroder les capacités de répondre aux prochaines crises. Je pense qu'à un moment, une résolution bien plus dramatique devra arriver ».

Comme je l'ai écrit en commentaire lors de la parution du livre, il y a sur des très nombreux points une grande proximité entre les thèses d'Ashoka Mody et les miennes.

Et je profite de la référence qu'il fait au référendum de septembre 1992, donc sur le traité de Maastricht, pour faire une confidence : personnellement, j'ai voté « non » à ce référendum (le « oui » l'a emporté avec 51,04% des voix) mais j'ai voté « oui » au référendum de mai 2005 sur le traité établissant une Constitution pour l'Europe (le « non » l'a emporté avec 54,67% des voix). Mes deux votes, à l'inverse de ce qu'a décidé la majorité de mes compatriotes, sont cohérents avec la position que j'ai toujours défendue : il ne faut pas mettre la charrue avant les bœufs et faire en sorte que des fondations politiques et démocratiques précèdent la création de la monnaie unique (ou commune le cas échéant).

Le jeudi 7, en France, le Président de la Cour des Comptes remet au Président de la République son rapport public annuel.

Concernant « la situation d'ensemble des finances publiques (à fin janvier 2019) », le rapport en fait la « présentation » suivante :

« Selon la dernière prévision du Gouvernement, le déficit public s'établirait à 2,7 points de PIB en 2018, comme en 2017. Mesuré en termes structurels, c'est-à-dire en neutralisant l'impact des facteurs exceptionnels et de la conjoncture économique, le solde structurel serait lui aussi stable par rapport à 2017.

Le projet de loi de finances (PLF) pour 2019 prévoyait une augmentation du déficit public, à 2,8 points de PIB, en raison notamment de la transformation du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) en baisse de cotisations qui accroît le déficit de manière temporaire et exceptionnelle.

Des mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages, d'un montant important, ont été prises en toute fin d'année 2018. Elles ont conduit à dégrader le déficit public, désormais prévu par le Gouvernement à 3,2 points de PIB en 2019. Le déficit structurel serait au mieux stable et la dette publique rapportée au PIB augmenterait de nouveau, contrairement à ce que prévoit la loi de programmation des finances publiques.

Les perspectives de finances publiques pour 2019 sont affectées d'une fragilité toute particulière. En effet, seule une partie des mesures en faveur du pouvoir d'achat des ménages a été intégrée à la loi de finances. Le respect de la prévision de solde public du Gouvernement suppose donc que les mesures contenues dans la loi portant mesures d'urgence économiques et sociales votées en fin d'année 2018, qui accroissent le déficit de 3,7 Md€, soient compensées par les économies et les recettes supplémentaires que le Gouvernement a annoncées, mais qui demandent encore à être traduites en dispositions législatives ou réglementaires. De plus, le scénario macroéconomique du Gouvernement, qui reste celui présenté en septembre 2018 lors du dépôt du PLF, ne tient compte ni de l'impact macroéconomique des mesures prises en fin d'année, ni, en sens inverse, de la dégradation de la conjoncture survenue depuis lors en Europe ».

Et, en dernières lignes du document :

« La France est désormais l'un des pays les plus endettés en Europe, après la Grèce, l'Italie, le Portugal et la Belgique. Or, suite à la dernière crise financière de 2008-2009, ces pays ont enregistré

des tensions sur leurs taux d'intérêt, voire des difficultés de refinancement de leur dette, ce qui les a conduit à mener des programmes d'ajustement budgétaire rigoureux sans pouvoir amortir le choc macroéconomique par une politique de soutien à l'activité. Même si la situation de la France n'est pas totalement comparable à celle de ces pays, le haut niveau d'endettement public en France et le niveau important de déficit public ne laissent donc que peu de marges de manœuvre, notamment en cas de retournement de la conjoncture ou de situation de crise ».

Et dans la conclusion :

« Dans ces conditions, la Cour estime indispensable que le Gouvernement présente, dès que possible, des projets de lois financières rectificatives, pour l'État et la sécurité sociale, intégrant de manière exhaustive et sincère l'ensemble des mesures annoncées ainsi que les conséquences de l'évolution de la situation macroéconomique. Au-delà, il devra actualiser la trajectoire de finances publiques présentée dans la loi de programmation de janvier 2018. Cette trajectoire devrait servir de base à un redressement en profondeur de nos finances publiques, plus que jamais nécessaire, les événements récents ayant démontré l'insuffisance et la grande fragilité du redressement opéré jusqu'à présent. Une réduction soutenue des déficits effectif et structurel est impérative de manière à amorcer enfin la décrue du ratio de dette publique au PIB et à retrouver des marges de manœuvre budgétaires permettant, notamment, de faire face à un retournement conjoncturel ou à une situation de crise. Compte tenu du niveau élevé des prélèvements obligatoires, un tel assainissement, a fortiori si on veut l'accompagner d'une baisse de prélèvements obligatoires, passe nécessairement par une maîtrise accrue des dépenses publiques ».

Jeudi 7 aussi, Paris rappelle son ambassadeur à Rome : le torchon brûle entre la France et l'Italie. Cette sur-réaction française est une manifestation politicienne de la préparation des élections européennes de part et d'autre des Alpes.

Samedi 9, Laurent Herblay publie un article très critique et pessimiste sur les 20 ans de l'euro : « la triple calamité de l'euro », calamité économique (la construction monétaire européenne est « une monstruosité »), calamité sociale et calamité démocratique. Sa conclusion est radicale : « la conjugaison de l'insatisfaction chronique des peuples à l'égard des politiques menées, des problèmes que crée cette construction artificielle et de critiques des économistes fait que, tôt ou tard, le château de cartes s'effondrera, pour notre plus grand bien ».

Au point où en est l'Europe aujourd'hui et, en effet, et vu les vices de construction de la zone euro, la prédiction du gaulliste souverainiste L. Herblay pourrait se réaliser ; mais il faut résister car cela ne serait pas du tout pour notre plus grand bien !

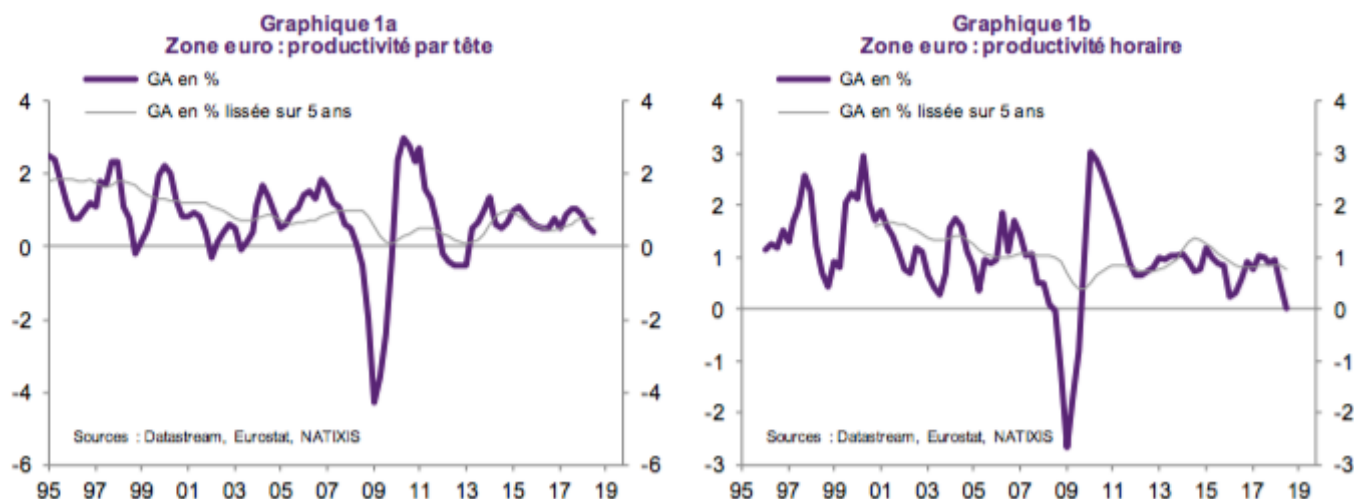
Jeudi 14, paraît chez Gallimard le 1^{er} numéro d'une nouvelle collection, « Tracts » : son titre est « L'Europe fantôme » et son auteur, Régis Debray. On lit dans la 4^{ème} section, intitulée « La grammaire fédérative », « (...) L'espoir qu'en créant par décret un Parlement européen, s'ensuivrait un peuple du même nom, ou que d'une monnaie unique naîtrait une économie unique, n'a pas été exaucé. La charrue avant les bœufs n'a pas creusé de sillon. Il suffit de mettre côte à côte un dollar et un euro, lapsus révélateurs, pour saisir de visu la différence. L'euro est un billet de Monopoly, sans date, sans lieu ni devise, illustration fantomatique d'un non man's land incorporel. Le dollar incarne une mémoire et un territoire, avec une géographie (des sites), une généalogie (les Pères fondateurs) et une métaphysique (in God We trust). L'euro ne nous raconte aucune histoire, paysage ou transcendance. (...) ».

En l'espace de quelques jours, sont donc parues deux contributions sur l'avenir de l'Europe, celle de François Reynaert et celle de Régis Debray. Le premier se montre optimiste parce qu'il considère l'univers historique de l'Europe comme un socle à partir duquel elle peut construire son avenir, tandis que le second est pessimiste parce qu'il partage la conviction de J.-P. Chevènement en le citant : « les Européens se sont accommodés de la vassalisation » ; il est en effet persuadé que l'Europe s'est « anglo-saxonnisée » ; et il pose pour finir la question : « en quel canton de la planète vit-on mieux et plus longtemps, gouverne-t-on moins sauvagement, est-on plus en sécurité, et en meilleure santé, avec des inégalités croissantes certes mais tempérées en France par les sursauts d'un génie maison de type égalitaire et gilet jaune, et d'un reste appréciable de droits sociaux ? ». Il est donc préférable de terminer la lecture de ces deux ouvrages par celui de Reynaert...

Vendredi 15, le Flash Economie que fait paraître Natixis s'inquiète de la baisse de la productivité dans la zone euro et que montrent bien les deux schémas suivants.

Selon l'organe de recherche de Natixis, cela peut faire craindre tout à la fois une stagnation du pouvoir d'achat et ses conséquences politiques possibles, une éventuelle dégradation de la compétitivité au cas où les salaires augmenteraient plus que la productivité et une stagnation des recettes fiscales, et,

par contrecoup, un recul des dépenses publiques particulièrement utiles pour l'avenir. À cela, il faut ajouter un ralentissement de la croissance dans toute la zone euro et en particulier en Allemagne, sa « locomotive ».



Mercredi 20, le ministre allemand des finances Olaf Scholz déclare que la France et l'Allemagne sont tout près d'un accord sur un projet de budget pour la zone euro. Ce projet pourrait être mis au point cette semaine ou la semaine prochaine ; après quoi, il s'agira de le présenter aux autres partenaires... Mais, en fonction des informations disponibles, il y a de fortes chances que ce projet ait surtout la marque de la conception allemande : ce budget serait intégré dans le budget général de l'UE au moyen d'un mécanisme le plaçant dans le cadre financier pluriannuel européen (il ne sera donc pas disponible avant 2021), avec un pilotage intergouvernemental des 19, ce qui peut correspondre à une forme de gouvernement économique. Il financerait essentiellement les investissements stratégiques, favoriserait les pays qui réussissent leurs réformes économiques et aurait au bout du compte pour mission de faire converger les politiques économiques. Mais rien encore de précis sur l'enveloppe de ce budget et sur ses modalités de financement.

Le projet sera mis au point le surlendemain, vendredi 22, et les autres partenaires auront à s'exprimer en mars. Notons que ce nouvel instrument budgétaire serait ouvert aux pays de l'MCE II, c'est-à-dire à ceux qui sont dans l'antichambre de la zone euro.

Vendredi 22, à Bologne, à l'occasion de sa réception du titre de docteur Honoris causa à l'Università degli Studi di Bologna, le président de la BCE Mario Draghi fait un important discours dont on reprend ci-après quelques extraits

(<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190222~fc5501e1b1.fr.html>) :

« (...) Globalement, il semble que les citoyens européens apprécient les bienfaits de l'intégration économique apportés par l'UE^[2]. La libre circulation des personnes, des biens et des services, grâce au Marché unique, est généralement perçue comme le résultat le plus positif de l'UE. De même, 75 % des habitants de la zone euro sont favorables à l'euro et à l'union monétaire, alors que 71 % des Européens soutiennent la politique commerciale commune de l'UE.

L'opinion publique européenne se montre toutefois plus sceptique à l'égard des structures politiques de l'UE. La confiance dans l'UE est en moyenne de 42 %, contre 57 % en 2007. Ce recul s'inscrit dans le contexte d'une perte de confiance généralisée dans les institutions publiques. La confiance dans les gouvernements et les parlements nationaux est ainsi tombée à 35 %.

Cette tension entre intégration économique et coopération politique est alimentée par une conviction tenace : il faudrait absolument choisir entre l'appartenance à l'UE et la capacité à exercer la souveraineté. Autrement dit, si les citoyens veulent exercer un plus grand contrôle sur leur destin, ils devraient desserrer l'étreinte des structures politiques européennes.

Cette croyance est erronée, car elle confond *indépendance* et *souveraineté*.

La véritable souveraineté ne réside pas dans le pouvoir de faire la loi, selon une définition juridique, mais dans un plus grand contrôle des événements afin de répondre aux besoins fondamentaux des citoyens, que John Locke définit comme « *la paix, la sécurité et le bien public* ». La capacité de prendre des décisions de façon indépendante n'assure pas un tel contrôle. En d'autres termes, l'indépendance ne garantit pas la souveraineté. (...)

Les structures européennes prévoient que Conseil de l'UE et le Parlement européen fixent les règles communes, que la Commission veille à leur respect et que la Cour de justice européenne assure la protection judiciaire en cas de violation. Au niveau de la zone euro, la supervision bancaire européenne et le mécanisme de résolution unique contribuent à contenir les effets de l'instabilité financière.

Dans cet environnement interconnecté, vouloir s'affranchir des institutions européennes ne va pas sans poser de sérieux dilemmes. Soit les pays acceptent les règles adoptées par d'autres pour continuer de pouvoir accéder au marché européen, ce qui limite leur contrôle sur des décisions nationales, soit ils se distancient de leurs partenaires commerciaux les plus proches et perdent en partie le contrôle sur le bien-être de leur citoyens.

Si les barrières commerciales étaient réintroduites en Europe, le PIB reculerait d'environ 8 % en Allemagne et de quelque 7 % en Italie, selon les estimations.

L'argument selon lequel la coopération renforce la souveraineté vaut également pour la relation entre l'UE et le reste du monde. Peu de pays européens ont une taille leur permettant de résister aux retombées générées par les grandes économies ou de peser sur des négociations commerciales internationales. Au sein de l'UE, en revanche, leur force est démultipliée.

L'UE représente 16,5 % de la production économique mondiale, seule la Chine la devançant, ce qui procure aux pays européens un vaste marché domestique de repli en cas de perturbations commerciales. Les échanges commerciaux au sein de l'UE constituant 15 % du commerce mondial, contre environ 11 % pour les États-Unis, l'UE bénéficie d'un poids significatif dans les négociations commerciales. Par ailleurs, l'euro est la deuxième monnaie internationale la plus échangée, ce qui protège l'économie de la zone euro de la volatilité des cours de change. (...) Se trouver en dehors de l'UE peut aller de pair avec une plus grande indépendance en matière de politique économique, mais pas nécessairement s'accompagner d'une plus grande souveraineté. Il en va de même pour la monnaie unique. (...) L'UE a voulu créer une souveraineté là où il n'y en avait pas. Il n'est pas surprenant que, dans un monde où les points de contact entre les grandes puissances se transforment toujours plus en points de frictions, les défis externes menaçant l'existence de l'UE se fassent de plus en plus pesants. Dès lors, une seule réponse est possible : restaurer l'unité de vision et d'action sans laquelle la cohésion de pays aussi différents ne pourra pas être maintenue. Ce souhait est doublé d'une aspiration guidée par un intérêt politique et économique. Par ailleurs, des défis internes, non moins déterminants pour l'avenir de l'UE, doivent également être surmontés. Nous devons apporter une réponse à la perception d'un manque d'équité entre les pays et entre les classes sociales. Nous devons d'abord être à l'écoute, puis passer à l'action et expliquer. L'unité et l'équité sont plus nécessaires que jamais à l'orientation des politiques en Europe. (...) ».

Les explications de M. Draghi sont convaincantes sur la différence à faire entre indépendance et souveraineté. Il a raison, même si on peut le regretter, qu'un nombre important de citoyens n'est pas prêt, tout au contraire, à abandonner davantage de compétences à des institutions fédérales, existantes ou à créer. Il a bien sûr également raison quand il reconnaît que l'unité et l'équité sont absolument nécessaires pour inspirer les politiques économiques et sociales européennes.

Le lundi 25, dans un entretien accordé à Alternatives économiques, Xavier Ragot, Président de l'OFCE, relativise l'intérêt que présenterait un budget de la zone euro : « (...) Quand on observe avec attention les divergences qui se creusent entre pays européens (dettes publiques, productivité du travail, taux de chômage, balance courante, etc.), peu sont véritablement liées à l'absence d'un budget européen. La résolution de la crise européenne appelle d'autres solutions. Ce qu'il faut en priorité, c'est créer un marché du travail européen, grâce notamment à la coordination des salaires minimums ou la création d'instances de réglementation communes. Le premier chantier est probablement la mise en place d'une assurance chômage européenne, pensée en lien étroit avec les partenaires sociaux. Nous devons en effet arrêter de réformer l'Europe par le haut, au travers du prisme unique de la Commission, et intégrer davantage au processus la société civile qui compose cette Europe. L'objectif ? Définir la portabilité des droits entre les États membres, les conditions d'indemnisation d'un tel système. Nous avons davantage besoin d'un ministre européen du Travail que d'un ministre des Finances. Sur d'autres sujets, comme la défense, les discussions entre États vont certes bon train. Mais cela revient à construire un État européen par la main droite, le maintien de l'ordre. Je préfère miser sur la main gauche et la protection sociale. (...) ».

L'EURO

Nous avons toujours lié ici harmonisation fiscale et harmonisation sociale. X. Ragot a raison d'insister sur l'importance du marché du travail et de la protection sociale dans la réforme nécessaire de la zone euro. Le fédéralisme budgétaire reste malgré tout une « ardente obligation » pour compléter le fédéralisme monétaire, sans quoi la zone euro court le danger d'une véritable implosion.

En ce mois de février, le Centre de Politique européenne (CEP), think tank allemand libéral, prônant même l'idéologie ordolibérale, publie une étude empirique des économistes Alessandro Gasparotti et Matthias Kullas, intitulée : « L'euro a 20 ans : qui sont les perdants ? Qui sont les gagnants ? » (https://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/cep.eu/Studien/20_Jahre_Euro_-_Gewinner_und_Verlierer/Les_Etudes_du_cep_L_euro_a_20_ans.pdf).

D'emblée apparaît le tableau suivant :

Pays de la zone euro	Impact de l'introduction de l'euro sur la prospérité par habitant (1999 – 2017)	Impact global de l'introduction de l'euro sur la prospérité (1999 – 2017)
Allemagne	+ 23 116 euros	+ 1 893 milliards d'euros
Pays-Bas	+ 21 003 euros	+ 346 milliards d'euros
Grèce	+ 190 euros	+ 2 milliards d'euros
Espagne	- 5 031 euros	- 224 milliards d'euros
Belgique	- 6 370 euros	- 69 milliards d'euros
Portugal	- 40 604 euros	- 424 milliards d'euros
France	- 55 996 euros	- 3 591 milliards d'euros
Italie	-73 605 euros	- 4 325 milliards d'euros

Il apparaît nettement que l'Allemagne et les Pays-Bas ont profité, et même largement, de la mise en œuvre de la monnaie unique, tandis que les pays du Sud, en particulier la France, y ont beaucoup perdu. Ces résultats sont obtenus en utilisant la méthode de contrôle synthétique. Comme le disent les auteurs, « (...) cette méthode permet de quantifier l'impact d'une mesure politique - en l'occurrence l'introduction de l'euro - sur une valeur donnée - en l'occurrence le produit intérieur brut par habitant. Avec la méthode de contrôle synthétique, l'évolution réelle du PIB par habitant d'un pays de la zone euro peut être comparée à l'évolution qui aurait été la sienne dans l'hypothèse où ce pays n'aurait pas adopté l'euro (scénario dit "contrefactuel"). Le scénario contrefactuel est calculé en extrapolant l'évolution du PIB par habitant dans d'autres pays qui n'ont pas adopté l'euro et qui, au cours des années précédentes, ont enregistré des évolutions économiques très similaires à celles du pays de la zone euro considéré (groupe dit de contrôle) (...) ». Pour la France, ce sont les économies de l'Australie et du Royaume-Uni qui sont servi pour bâtir le scénario contrefactuel, avec des pondérations respectivement de 55,4% et 44,6%.

Concernant la France, les auteurs de l'étude fournissent la conclusion suivante :

« En France, l'adhésion à la zone euro a entraîné chaque année un déclin de prospérité. Depuis l'introduction de l'euro, ces pertes se sont élevées à 3,6 billions d'euros. Cela correspond à une perte de 55 996 euros par habitant. Après l'Italie, la France est donc le pays où l'euro a entraîné le déclin le plus important. Cette évolution montre que la France n'a pas encore trouvé le moyen de renforcer sa compétitivité au sein de la zone euro. Dans les décennies qui ont précédé l'introduction de l'euro, la France a régulièrement dévalué sa monnaie à cette fin. Depuis lors, cela n'est plus possible. Au lieu de cela, des réformes structurelles sont nécessaires. Pour bénéficier de l'euro, la France doit poursuivre sur la voie des réformes engagées par le Président Macron ».

La dernière phrase de cette conclusion est une signature « ordolibérale » : que tous les pays fassent comme l'Allemagne pour bénéficier des bienfaits de l'euro ! Ce que nous contestons à plusieurs reprises dans cet historique... D'autant plus que l'Allemagne et les Pays-Bas, c'est-à-dire les deux pays qui sont déclarés dans cette étude comme étant les grands gagnants de l'euro, totalisent à eux deux 93,04% du solde courant de la zone euro. Cela signifie essentiellement deux

L'EURO

choses. D'abord, que l'épargne de ces deux pays profite au reste du monde hors zone euro et n'est donc pas utilisée au sein de la zone euro pour financer d'utiles investissements. C'est une preuve qu'il n'y a pas de bonne allocation de cette épargne et que les capitaux ne circulent pas correctement au sein de la zone ; le fait que ces deux pays, en particulier l'Allemagne, ne prêtent pratiquement plus aux autres pays de la zone euro s'explique de trois façons principales : ces pays connaissent moins de croissance et surtout ils sont plus risqués sur le plan de leur solvabilité, et les taux d'intérêt américains sont plus élevés que les européens, ce qui crée naturellement une attraction particulière. Ensuite, l'excédent durable de la zone euro - et le fait qu'il s'explique essentiellement par les excédents importants de l'Allemagne et des Pays-Bas - signifie que la croissance de la zone euro est peu autonome et endogène et que, contrairement aux États-Unis, le taux d'ouverture de la zone est relativement important - et il est croissant -, ce qui montre une dépendance de la situation économique de la zone par rapport à celle du reste du monde (cette dépendance de la zone euro au niveau de la conjoncture se double - hélas - d'une dépendance sur le plan technologique, encore plus inquiétante puisqu'elle concerne le long terme). De surcroît, les auteurs de l'étude ont un leitmotiv : la compétitivité. Or, quand on étudie le cas de l'Allemagne, on s'aperçoit que la capacité exportatrice de ce pays s'explique essentiellement de quatre façons : premièrement, par un niveau élevé de l'épargne, avec un faible taux d'investissement due en particulier à une politique budgétaire restrictive (les infrastructures allemandes sont globalement en mauvais état), deuxièmement, par le fait que dans les exportations 47% sont des réexportations d'importations, troisièmement, par une faiblesse des importations qui s'explique par la modération salariale pratiquée pendant de nombreuses années en Allemagne, autrement dit par une politique de dévaluation interne (certaines études considèrent que cet argument explique un tiers de l'excédent) ; et quatrièmement, par une sous-évaluation chronique de l'économie allemande par rapport au reste de la zone euro qui a été entérinée lors de la fixation des parités pour définir l'euro (l'économie française est au contraire sous-évaluée, d'où un déséquilibre structurel entre les deux économies les plus importantes de la zone euro ; ce qui, avec une monnaie unique, est un facteur majeur de divergence, donc de déséquilibre, pour la zone tout entière). Cette sous-évaluation de l'économie allemande lui donne un avantage cumulatif dans le temps puisqu'elle profite d'un taux de change de l'euro par rapport aux autres monnaies qui dope ses exportations : le taux de change de l'euro résulte d'une péréquation, et l'Allemagne profite d'un euro à 1,10\$ alors qu'en fonction de ses excédents il devrait être pour elle à 1,70\$, peut-être même davantage ! Au bout du compte, la compétitivité de l'Allemagne tant vantée est assez artificielle. D'ailleurs, certains experts commencent à se poser la question de savoir si le modèle allemand, qui est encore cité en exemple, n'est pas en train de s'essouffler au point que l'Allemagne pourrait redevenir « la grande malade de l'Europe » comme elle l'a été lors des années 1990. Sur le plan industriel, point fort historique de l'économie allemande, il faut constater que malgré les gros efforts faits pour moderniser son industrie, en particulier en développant beaucoup sa robotisation, l'Allemagne souffre de plus en plus de deux maux : la stagnation de la productivité du travail et la baisse de la demande de ses produits industriels. On peut même se demander si l'aggravation éventuelle des difficultés de l'économie allemande ne pourrait pas amener ses responsables à réviser leur position sur la politique budgétaire en admettant l'intérêt qu'il y aurait à provoquer une certaine relance. Du point de vue européen, une telle révision serait une solution « coopérative », mais l'Allemagne pourrait au contraire choisir une solution non coopérative en décidant en particulier de se replier sur elle-même en pratiquant une dévaluation interne et en baissant les impôts sur les entreprises pour redonner un coup de fouet à la compétitivité.

Cela dit, l'étude de Alessandro Gasparotti et Matthias Kullas et leurs conclusions soulèvent trois principales critiques. D'abord, quand on se réfère à une autre étude du même genre réalisée en juin 2018 par Laura Puzello et Pedro Gomis-Porqueras (« *Winners and losers from the Euro* »), les conclusions ne sont pas totalement concordantes : « À l'aide de la méthode de contrôle synthétique, cet article évalue l'effet de l'adhésion à l'union monétaire sur le revenu par habitant de six des premiers utilisateurs de l'euro. Nos estimations suggèrent que, si le revenu par habitant de la Belgique, de la France, de l'Allemagne et de l'Italie aurait été supérieur sans l'euro, celui de l'Irlande aurait été considérablement inférieur. En revanche, les Pays-Bas auraient été aussi bien lotis sans l'euro. Nous montrons que ces estimations ne dépendent pas de notre choix de groupes de contrôle de base, de prédictors de croissance et de période de prétraitement. En outre, nous utilisons les informations de la littérature sur les déterminants économiques des coûts et des avantages des unions monétaires pour expliquer nos estimations. Nous constatons que les premiers utilisateurs de l'euro dont le cycle économique est plus synchronisé avec celui de l'union et plus ouverts au commerce intra-union ou à la migration perdent moins ou gagnent davantage de l'euro. L'intégration des marchés des capitaux a joué un rôle clé dans l'augmentation des pertes de revenus des membres de l'union après l'euro ». Ensuite, plusieurs experts ont des doutes sur la qualité de la méthode utilisée. En ce qui concerne les conclusions, Marcel Fratzscher, directeur du « *Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung* », estime que les erreurs des gouvernements ont joué un rôle plus important que la monnaie unique elle-même dans les performances, et Jörg Krämer, chef économiste de la Commerzbank, considère que les mauvaises performances de nombreux pays de la zone euro trouvent leur origine dans le non-respect des règles de Maastricht. Pour nous, les arguments de ces deux économistes ne sont pas en définitive très éloignés de ceux de Alessandro Gasparotti et Matthias Kullas, dans la mesure où les uns et les autres défendent une vision très orthodoxe.

L'EURO

Enfin, et surtout, la méthode utilisée est sans doute intéressante mais aussi très fragile (comme le prouve bien le classement de la Grèce en 3^{ème} position) dans la mesure où, de nature purement statistique, elle ignore les interférences et interdépendances que pourraient prendre en compte des modèles maroéconomiques. Il n'empêche que les conclusions de l'étude rejoignent bel et bien l'idée que l'Allemagne en particulier a profité considérablement de la sous-évaluation de son économie comme on vient de le rappeler, alors que les économies du Sud souffrent depuis le début d'un euro sur-évalué.

Le mercredi 27, la Commission européenne publie un rapport dans le cadre du « semestre européen » qui évalue les forces et les faiblesses des différentes économies de l'UE. Selon ce rapport, le PIB de l'UE devrait croître pour la 7^{ème} année consécutive (elle prévoit +1,5% pour 2019 et +1,7% pour 2020). Elle est également confiante en matière de baisse du chômage, de réduction des déficits publics, d'investissement public et privé et de solidité des banques. Seulement, pour la France, elle souligne ses vulnérabilités et ses déséquilibres, en raison de sa dette publique élevée (98,5% du PIB) ; la Commission revoit à la baisse la croissance pour 2019 (1,3%) et à la hausse le déficit public (3,2%). La France fait partie des pays qui sont en « déséquilibres macroéconomiques » ; l'Allemagne aussi mais pour ses importants excédents qui se réduisent très lentement. La Commission n'a pas déclenché à l'encontre de l'Italie la procédure pour « déséquilibres macroéconomiques excessifs » assortie de sanctions... en attendant que les élections européennes aient lieu.

C'est également à partir de ce mercredi 27 que des discussions reprennent entre Bruxelles et le RU sur les conditions du Brexit, en particulier entre Michel Barnier et Geoffrey Cox, l'attorney général du R.-U. Un report de la date du Brexit devient de plus en plus probable.

Le jeudi 28 février, l'euro cote 1,1373\$ après avoir coté 1,1454 le 1^{er}, 1,1321 le 8, 1,1294 le 15 et 1,1334 le 22.

Notons qu'en ce mois de février 2019, paraît chez La Découverte le livre annuel de l'OFCE sur l'économie européenne (Repères n°720). On y trouve d'excellents chapitres consacrés à la genèse et à l'historique de l'euro, au Brexit, à l'imposition des multinationales, aux problèmes des marchés du travail, des retraites, des migrations, des défis numériques, et à la BCE, vue au travers du prisme de l'ordolibéralisme. Sur ce dernier point, le chapitre écrit par M. Deschamps et F. Labondance est particulièrement intéressant. Il fournit d'abord une excellente synthèse sur l'ordolibéralisme. Ensuite, il montre en quoi les achats d'actifs par la BCE entrent dans le moule ordolibéral. Cette politique d'achats d'actifs aurait pu ne pas pouvoir être mise en œuvre suite à la contestation qui en a été faite par le Cour constitutionnelle allemande. Mais la Cour de justice de l'UE - CJUE – a donné raison à la BCE. M. Deschamps et F. Labondance montrent qu'une lecture ordolibérale peut être faite à la fois de la contestation de la Cour constitutionnelle, de l'arrêt de la CJUE et également des conclusions de l'avocat général.

La conclusion est que la logique ordolibérale commande l'ensemble de la politique monétaire de la BCE, non seulement sa politique conventionnelle mais également sa politique non conventionnelle.

• Mars 2019 ->

Le vendredi 1^{er}, IHS Markit publie son indice PMI manufacturier pour la zone euro. En étant à 49,3, il baisse pour un septième mois consécutif et, surtout, c'est la première fois qu'il passe sous le seuil de 50, ce qui signifie qu'il constate une contraction d'activité, ce qui est la première fois depuis juin 2013 ; et cela touche plusieurs économies importantes de la zone euro, en particulier celle de l'Allemagne, pour un deuxième mois consécutif. Ainsi, le secteur manufacturier de la zone euro connaît sa plus mauvaise période depuis 6 ans. Cette évolution défavorable s'explique par le ralentissement de l'économie mondiale, le Brexit et les risques de guerre commerciale.

Le dimanche 3, E. Macon reçoit la chancelière A. Merkel pour fêter en quelque sorte le traité de coopération et d'intégration franco-allemands signé à Aix-la-Chapelle il y a exactement un mois. Pour lui, « (...) C'est cette même volonté commune qui a permis de faire avancer l'agenda de défense des intérêts stratégiques, économiques et commerciaux de l'Europe à travers là aussi des avancées à la Commission et autour de la table du Conseil européen. C'est parce qu'il y a eu un accord franco-allemand dès l'été 2017 que nous avons pu modifier la directive des travailleurs détachés, qui est un

élément essentiel de la convergence économique et sociale entre nos deux pays, que nous sommes en train de parachever et au-delà de ça, au sein du marché unique et de l'Union européenne. J'ai ensuite fait des propositions à l'automne 2017 et nous avons eu un long travail ensemble qui a conduit à l'accord franco-allemand de Meseberg. Et c'est sur la base de cet accord que nous avons réussi, là aussi, à faire avancer l'agenda européen. Sur les sujets stratégiques, diplomatiques et militaires que je viens de rappeler, sur les sujets de convergence économique et sociale, et sur des projets très concrets : la taxation des GAFAs, une politique et une stratégie mieux coordonnée en matière énergétique et commerciale, ou un budget de la zone euro que nous avons acté en décembre dernier. (...) ».

Le soir de ce dimanche 3, E. Macron est invité dans l'émission « Che tempo che fa » diffusée sur RAI 1 (mais enregistrée le jeudi précédent). Cette émission, que certains considèrent comme faisant déjà partie de la campagne du président français pour les élections européennes, est surtout une manière de déminer l'ambiance très désagréable qu'il y avait dans les relations entre l'Italie et la France.

Le lundi 4 au soir, pour une publication le lendemain dans des organes de presse de tous les États membres de l'UE, l'Élysée publie une tribune du Président Macron, « Pour une Renaissance européenne », adressée aux « citoyens d'Europe » (<https://www.elysee.fr/emmanuel-macron/2019/03/04/pour-une-renaissance-europeenne>).

On retiendra en particulier les passages suivants :

« (...) résistant aux tentations du repli et des divisions, je vous propose de bâtir ensemble cette Renaissance autour de trois ambitions : la liberté, la protection et le progrès. (...) »

Le modèle européen repose sur la liberté de l'homme, la diversité des opinions, de la création. Notre liberté première est la liberté démocratique, celle de choisir nos gouvernants là où, à chaque scrutin, des puissances étrangères cherchent à peser sur nos votes. Je propose que soit créée une Agence européenne de protection des démocraties (...)

Fondée sur la réconciliation interne, l'Union européenne a oublié de regarder les réalités du monde. Or aucune communauté ne crée de sentiment d'appartenance si elle n'a pas des limites qu'elle protège. La frontière, c'est la liberté en sécurité. Nous devons ainsi remettre à plat l'espace Schengen. (...)

Une police des frontières commune et un office européen de l'asile, des obligations strictes de contrôle, une solidarité européenne à laquelle chaque pays contribue, sous l'autorité d'un Conseil européen de sécurité intérieure : je crois, face aux migrations, à une Europe qui protège à la fois ses valeurs et ses frontières. (...)

Nos frontières doivent aussi assurer une juste concurrence. Quelle puissance au monde accepte de poursuivre ses échanges avec ceux qui ne respectent aucune de ses règles ? Nous ne pouvons pas subir sans rien dire. Nous devons réformer notre politique de concurrence, refonder notre politique commerciale : sanctionner ou interdire en Europe les entreprises qui portent atteinte à nos intérêts stratégiques et nos valeurs essentielles, comme les normes environnementales, la protection des données et le juste paiement de l'impôt ; et assumer, dans les industries stratégiques et nos marchés publics, une préférence européenne comme le font nos concurrents américains ou chinois. L'Europe n'est pas une puissance de second rang. L'Europe entière est une avant-garde : elle a toujours su définir les normes du progrès. Pour cela, elle doit porter un projet de convergence plus que de concurrence : l'Europe, où a été créée la sécurité sociale, doit instaurer pour chaque travailleur, d'Est en Ouest et du Nord au Sud, un bouclier social lui garantissant la même rémunération sur le même lieu de travail, et un salaire minimum européen, adapté à chaque pays et discuté chaque année collectivement.

Renouer avec le fil du progrès, c'est aussi prendre la tête du combat écologique. (...)

Le progrès et la liberté, c'est pouvoir vivre de son travail : pour créer des emplois, l'Europe doit anticiper. C'est pour cela qu'elle doit non seulement réguler les géants du numérique, en créant une supervision européenne des grandes plateformes (sanction accélérée des atteintes à la concurrence, transparence de leurs algorithmes...), mais aussi financer l'innovation en dotant le

nouveau Conseil européen de l'innovation d'un budget comparable à celui des États-Unis, pour prendre la tête des nouvelles ruptures technologiques, comme l'intelligence artificielle. (...)
D'ici la fin de l'année, avec les représentants des institutions européennes et des États, mettons en place une Conférence pour l'Europe afin de proposer tous les changements nécessaires à notre projet politique, sans tabou, pas même la révision des traités. Cette conférence devra associer des panels de citoyens, auditionner des universitaires, les partenaires sociaux, des représentants religieux et spirituels. Elle définira une feuille de route pour l'Union européenne traduisant en actions concrètes ces grandes priorités. (...)

Dans cet historique consacré à l'euro, ce n'est pas le lieu de commenter cette tribune qui n'évoque à aucun moment la monnaie unique européenne. Pour cela, on peut par exemple lire avec intérêt les réactions du Professeur Édouard Husson dans son « décryptage » paru dès le mardi matin dans Atlantico.fr (<https://www.atlantico.fr/decryptage/3567413/progressistes-pro-europe-contre-populistes-euro-critiques-le-match-des-verites-des-approximations-ou-des-propos-100-faux-edouard-husson>). Le même auteur fera le 8 mars, toujours chez Atlantico.fr, un commentaire corrosif sur l'emploi que fait E. Macron du mot « Renaissance ». En ce qui nous concerne, nous ne pouvons pas nous empêcher de remarquer que cette tribune lance bel et bien la campagne des élections européennes dans la mesure où elle est le résultat d'un calcul politicien qui est fait dans la perspective des alliances que la majorité du Président devra nécessairement faire dans le prochain Parlement européen ; avec pour conséquences qu'Emmanuel Macron s'engage d'ores et déjà dans des compromis (aboutissements logiques du « en même temps ») et sacrifie au bout du compte sa vision fédéraliste. Le discours de La Sorbonne est bien loin...

Quoi qu'il en soit, même si cette tribune concerne par définition l'UE tout entière, il faut non seulement regretter mais aussi ne pas admettre qu'aucune allusion ne soit faite à la monnaie unique ; pour deux raisons. D'abord, hormis le Royaume-Uni - sur le point de quitter l'UE - et le Danemark, tous les États membres qui sont hors zone euro se sont engagés à adopter l'euro une fois remplis les critères de convergence ; cela signifie que toute l'UE est potentiellement concernée par la monnaie unique. Ensuite, la « renaissance de l'Europe » est intimement liée à la survie de l'euro : si la zone euro implose, toute l'UE éclate.

Ce n'est pas ce reproche que l'on peut faire à Hubert Védrine, ancien ministre français des affaires étrangères, ni à Luuk van Middelaar, philosophe et historien néerlandais, qui ont écrit ensemble un article dans l'édition du 5 mars du journal Le Monde. À plusieurs égards, cet article est aussi intéressant, sinon davantage, que la tribune d'E. Macron, même si nous ne partageons pas le point de vue central qui y est défendu, dès l'introduction : « Le moment est venu d'admettre et d'assumer la maturité de l'édifice européen construit depuis soixante ans. Un point d'équilibre a peut-être été atteint dans la répartition des compétences entre les États membres et le niveau européen ». Car, il y a pour nous une sorte de contradiction entre ce point de vue et ce qui suit, quelques lignes plus loin : « Mais maturité ne veut pas dire fixité et immobilisme, eu égard aux inachèvements qui demeurent, face aussi aux nouveaux enjeux nés des technologies et des nouveaux rapports de force mondiaux. À l'Union et à ses États membres, conjointement, d'y faire face ensemble ». Nous sommes d'accord avec cette idée d'inachèvement, mais pas avec celle d'équilibre. Les auteurs ont d'ailleurs raison de proposer plus loin d'achever « ce qui est resté incomplet, de l'union économique et monétaire à l'espace de libre circulation Schengen. Malgré la résilience manifestée par ces constructions imparfaites face aux crises des dernières années, malgré les travaux accomplis pour les renforcer lorsque leur survie même était en jeu, elles demeurent vulnérables du fait de leurs lacunes. L'Union a démontré au cours de la dernière décennie sa capacité à surmonter des crises existentielles et à décider dans l'urgence, parfois en improvisant. Il lui faut à présent s'armer pour les chocs à venir, anticiper et prévoir ». En définitive, les deux auteurs de cet article estiment que les Européens sont au milieu du gué, avec derrière eux l'Europe des nations et devant eux l'Europe fédérale et que, tout bien réfléchi, on est arrivé sur un îlot au milieu du fleuve de l'histoire européenne qui offre un confort suffisant : point n'est donc besoin de poursuivre les efforts en vue du saut fédéraliste ; peut-être même que « le jeu n'en vaut pas la chandelle ». Pourtant le préambule du Traité sur l'Union européenne rappelle lui-même, dès le début, « l'importance historique de la fin de la division du continent européen et la nécessité d'établir des bases solides pour l'architecture de l'Europe future (...) dans la perspective des étapes ultérieures à franchir pour faire progresser l'intégration européenne », comme si l'Union européenne ne devait être que la préfiguration de quelque chose de plus abouti.

Le discours prononcé le 12 mai 2000 à l'Université Humboldt de Berlin par Joschka Fischer, alors Vice-chancelier et ministre fédéral allemand des affaires étrangères, est d'une criante actualité et il est beaucoup plus courageux, ambitieux et précis que les déclarations, tribunes et articles actuels : « La communautarisation de l'économie et de la monnaie a créé un rapport antagoniste avec les structures politiques et les structures démocratiques, qui restent à mettre en place. Ce rapport est susceptible d'engendrer des crises intérieures dans l'Union européenne si nous ne remédions pas à temps de

L'EURO

manière productive aux déficits dans le domaine de l'intégration politique et parachevons ainsi le processus d'intégration (...).

Il existe une réponse toute simple : le passage de la Confédération de l'Union à l'entière parlementarisation dans une Fédération européenne que demandait déjà Robert Schuman il y a cinquante ans. Et cela ne veut pas dire moins qu'un parlement européen et un gouvernement, européen lui aussi, qui exercent effectivement le pouvoir législatif et le pouvoir exécutif au sein de la Fédération. Cette Fédération devra se fonder sur un traité constitutionnel (...).

Parachever l'intégration européenne n'est concevable que si ce processus s'effectue sur la base d'un partage de souveraineté entre l'Europe et l'État-nation. C'est précisément ce fait qui se dissimule derrière la notion de "subsidiarité", laquelle fait actuellement l'objet de discussions partout et que personne ou presque ne comprend vraiment (...).

C'est faisable, à mes yeux, à condition que ce parlement européen dispose de deux chambres, dont une serait composée de députés élus appartenant en même temps aux parlements nationaux. C'est là le moyen d'éviter tout antagonisme entre les parlements nationaux et le parlement européen, entre État-nation et Europe. En ce qui concerne l'autre chambre, il faudra choisir entre un modèle de sénat réunissant des sénateurs des États membres qui seront élus au suffrage direct et une chambre des États comparable à notre Bundesrat (...).

Il faut également développer le Conseil européen pour en faire un gouvernement européen (...).

Précisément dans une Union élargie et par conséquent plus hétérogène, une différenciation plus poussée deviendra indispensable (...). La formation d'un centre de gravité pourrait constituer plus tard une étape intermédiaire sur la voie du parachèvement de l'intégration politique. Un tel groupe d'États conclurait un nouveau traité fondamental européen qui serait le noyau d'une constitution de la Fédération. Sur la base de ce traité fondamental, la Fédération se doterait de ses propres institutions, d'un gouvernement qui, au sein de l'UE, devrait parler d'une seule voix au nom des membres du groupe dans un nombre de questions aussi grand que possible, d'un parlement fort et d'un président directement élu. Un tel centre de gravité devrait être l'avant-garde, la locomotive du parachèvement de l'intégration politique et comprendre déjà tous les éléments de la future Fédération. »

Le mercredi 6, l'Italie annonce qu'elle souhaite signer d'ici la fin du mois un protocole d'accord pour prendre part à la « nouvelle route de la soie » de la Chine. Cette annonce ne manque évidemment pas d'inquiéter les partenaires européens de l'Italie.

Le jeudi 7, le Conseil des gouverneurs de la BCE prend les décisions de politique monétaire suivantes :

« (1) 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 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit désormais que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin de 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

(2) Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

(3) Une nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO-III), chacune d'une échéance de deux ans, seront menées entre septembre 2019 et mars 2021. Ces nouvelles opérations contribueront à préserver des conditions de prêts bancaires favorables et une transmission harmonieuse de la politique monétaire. Dans le cadre des TLTRO-III, les contreparties pourront emprunter jusqu'à 30 % du stock de prêts éligibles au 28 février 2019 à un taux indexé sur le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement pour toute la durée de chaque opération. Comme le programme TLTRO en cours, les TLTRO-III comprendront des incitations visant à conserver des conditions de crédit favorables. De plus amples informations sur les conditions précises des TLTRO-III seront communiquées prochainement.

(4) Les opérations de prêt de l'Eurosystème resteront effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la période de constitution des réserves obligatoires commençant en mars 2021 ».

La mesure nouvelle de politique monétaire annoncée par la BCE ce jeudi est évidemment la troisième, autrement dit une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme. Voici comment, dans sa conférence de presse, Mario Draghi justifie la position de la BCE :

« (...) Les décisions de politique monétaire adoptées ce jour visent à garantir que l'inflation continue de suivre une trajectoire durable vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Malgré des signes indiquant que certains des facteurs domestiques spécifiques freinant la croissance commencent à s'estomper, la détérioration des données économiques suggère un net ralentissement du rythme de l'expansion économique qui se poursuivra dans l'année en cours. La persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, de la menace protectionniste et des vulnérabilités sur les marchés émergents semble exercer une influence sur le climat économique. De plus, l'inflation sous-jacente continue d'être modérée. L'essoufflement de la dynamique économique ralentit l'ajustement de l'inflation vers notre objectif. Dans le même temps, les conditions de financement avantageuses, la dynamique favorable des marchés du travail et l'accélération de la hausse des salaires continuent de soutenir l'expansion de la zone euro et le raffermissement progressif des tensions inflationnistes. Les décisions que nous avons prises ce jour permettront de consolider le renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation globale à moyen terme. Nos indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*), associées aux réinvestissements du volume considérable de titres acquis et la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées continueront de contribuer à un niveau significatif de relance monétaire. En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour garantir le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif. (...) ».

La politique monétaire de la BCE reste donc accommodante et va le rester encore longtemps. Cela peut se comprendre dans la mesure où la zone euro connaît un ralentissement de son activité économique générale et que celle-ci n'est pas encouragée par des politiques budgétaires qui sont relativement contraintes, spécialement pour les pays les plus endettés. Par conséquent, sous couvert de permettre à l'inflation de rejoindre la cible fixée (2%), la BCE cherche en réalité à soutenir une activité qui montre toujours des accès de faiblesse en annonçant à nouveau des prêts importants et avantageux aux banques pour qu'elles maintiennent des conditions de crédit favorables.

Mais cette politique de la BCE présente aussi plusieurs inconvénients que l'on a déjà repérés ici : difficultés pour les banques parce que leurs marges d'intermédiation sont laminées, incitation à la concentration des entreprises, assurance-vie pour les entreprises non efficaces, non-sélectivité des investissements, et, finalement, effets seulement éphémères sur la croissance.

Au bout du compte, il se pourrait que cette politique se traduise davantage par des risques de crise financière accusés que par un raffermissement de la croissance. Cette conclusion est d'autant plus grave que l'on voit mal comment la BCE va sortir de sa politique de taux bas dans la mesure où une remontée des taux présente elle-même des dangers. Elle est dangereuse pour les emprunteurs parce qu'elle nuit à leur solvabilité et pour les détenteurs de titres obligataires qui peuvent enregistrer de fortes pertes en capital. On est donc en droit de se demander si la politique de taux bas menée par les Banques centrales n'est pas irréversible.

Le vendredi 8, les négociations sur le Brexit sont toujours dans l'impasse. C'est encore et toujours la question du « backstop » qui bloque, c'est-à-dire celle de ce filet de protection qui doit permettre à l'Irlande du Nord d'éviter le retour d'une frontière après le Brexit.

Dimanche 10, parution dans le journal du dimanche « Welt am Sonntag » d'une tribune de la nouvelle présidente de la CDU, Annegret Kramp-Karrenbauer, intitulée « Faisons l'Europe comme il faut », et disponible en 6 langues sur le site du parti. « AKK » est d'accord avec E. Macron : dans le contexte géostratégique actuel, « l'Europe doit être plus forte ». Mais, contrairement au Président français, elle estime que cela passe davantage par l'économie que par la politique. Elle admet qu'il faille réformer le droit européen de la concurrence, elle défend aussi l'idée d'un budget européen en faveur de l'innovation, avec une « nouvelle capacité stratégique européenne pour les technologies d'avenir », et elle reconnaît l'urgence environnementale, mais sans donner d'objectifs précis (« « Simplement fixer des valeurs limites et des objectifs européens ambitieux ne nous mènera à rien »). De plus, elle reprend le catéchisme de son parti : « Nous devons miser sur un système reposant sur la subsidiarité, la responsabilité individuelle et les devoirs qui en découlent. Le centralisme européen, l'étatisme européen, la communautarisation des dettes, l'eupéanisation des systèmes de protection sociale et du salaire minimum seraient la mauvaise voie ». Par conséquent, les suggestions d'E. Macron de créer un salaire minimum européen et d'un bouclier social sont réfutées. Elle récuse aussi la proposition française de créer de nouvelles agences de supervision et se prononce clairement pour une Europe des États-nations. Elle n'hésite pas non plus à proposer qu'il y ait à l'ONU un siège permanent commun de l'UE et que le Parlement européen soit regroupé à Bruxelles. Bref, la tribune

de la cheffe de la CDU est une réponse très opposée à celle d'E. Macron, sauf que, comme lui, elle évite soigneusement d'évoquer la réforme de la zone euro.

Ce que l'on appelle encore « le couple franco-allemand » traverse une crise grave et le projet d'E. Macron de relance de l'Europe est quasiment mort-né.

Avec le lundi 11 commence à Londres une semaine riche en votes de la Chambre des Communes : en effet, le lundi, vote pour rejeter le plan présenté par le gouvernement de Th. May et Bruxelles sur le déroulement du Brexit, puis le mercredi 13, vote avec 4 voix de différence seulement pour rejeter l'option du « no deal », et le lendemain, le jeudi 14, vote pour reporter la date de sortie du R.-U. de l'UE, prévue le 29 de ce mois en fonction de l'article 50 du traité de Lisbonne (report au moins jusqu'au 30 juin). Mais encore faut-il que ce report soit accepté de manière unanime par les 27 États membres lors du Conseil européen des 21 et 22 mars. De son côté, Michel Barnier considère que les négociations sont bel et bien terminées en se posant la question « prolonger les négociations, pour quoi faire ? Elles sont terminées ».

Le jeudi 21, les dirigeants européens décident d'accorder au R.-U. deux options pour un report du Brexit au-delà de la date initialement prévue, le 29 mars : la sortie est reportée au 12 avril si le Parlement britannique n'approuve pas la semaine prochaine le traité de retrait et, s'il l'approuve, la sortie est reportée jusqu'au 22 mai, veille des élections européennes.

Dans les conclusions de ce conseil européen des 21 et 22 mars, on lit notamment :

« (...) il y a lieu d'approfondir et de renforcer encore le marché unique, l'accent devant être mis en particulier sur la mise en place d'une économie des services et sur l'intégration des services numériques ; il faut éliminer les obstacles injustifiés qui subsistent, sur la base de la communication de la Commission de novembre 2018, et ne pas en créer de nouveaux. (...) La Commission est invitée à élaborer d'ici mars 2020, en étroite coordination avec les États membres, un plan d'action à long terme visant à mieux mettre en œuvre et faire respecter les règles du marché unique. (...) l'UE doit aller plus loin dans la mise en place d'une économie numérique compétitive, sûre, inclusive et éthique, dotée d'une connectivité de rang mondial. (...) il y a lieu d'assurer une concurrence loyale au sein du marché unique et au niveau mondial, aussi bien pour protéger les consommateurs que pour favoriser la croissance économique et la compétitivité, conformément aux intérêts stratégiques à long terme de l'Union. Nous continuerons d'adapter notre cadre européen en matière de concurrence aux nouvelles évolutions technologiques et sur le marché mondial. La Commission entend déterminer avant la fin de l'année les moyens de combler les lacunes du droit de l'UE afin de pallier pleinement les effets de distorsion sur le marché unique induits par les participations que prennent des États étrangers et les financements qu'ils assurent au moyen d'aides d'État ; (...) l'UE doit aussi préserver ses intérêts à la lumière des pratiques déloyales de pays tiers, en faisant pleinement usage des instruments de défense commerciale et de ses règles relatives aux marchés publics, ainsi qu'en assurant une réciprocité effective en matière de marchés publics avec les pays tiers. Le Conseil européen appelle à reprendre les discussions sur l'instrument de l'UE relatif aux marchés publics internationaux ; le nouveau cadre européen pour le filtrage des investissements étrangers permettra aux États membres de s'attaquer aux investissements qui menacent la sécurité ou l'ordre public. (...) Le Conseil européen a préparé le sommet UE-Chine, qui se tiendra le 9 avril 2019. Il a procédé à un échange de vues sur l'ensemble des relations avec la Chine dans le contexte international. (...) ».

Lors de sa conférence de presse qui suit le Conseil, et à propos des relations UE-Chine, qui, visiblement se durcissent (la Commission européenne n'hésite pas à parler à propos de la Chine de « rival systémique » et de « concurrent stratégique »), E. Macron affirme que « le temps de la naïveté européenne est révolu ».

Le samedi 23, manifestation très importante à Londres pour demander un nouvel référendum sur le Brexit.

Le lundi 25, sur « Werfi Canal », Alexandre Mirlicourtois, le Directeur de la conjoncture et de la prévision, publie un article intitulé : « Nos grandes erreurs de politique économique depuis 10 ans ». On y lit notamment : « (...) Parmi les erreurs de stratégie, une est commune à tous les gouvernements : c'est l'absence de prise à bras le corps de ce qui est à l'origine du malaise hexagonal : le déséquilibre du couple franco-allemand et la « périphérisation » de l'économie française. Au cœur du problème français, il y a l'agglomération de la force de frappe exportatrice de l'autre côté du Rhin et en corolaire la perte d'audience française à échelle européenne qui participe à la panne du projet d'intégration. Remonter la pente, tout en se différenciant devrait être au cœur de nos problématiques économiques. Au lieu de cela, la France, comme les autres pays de la Zone euro, s'évertue à devenir une pâle copie de l'Allemagne et nous ne convenons uniquement nos réformes que par rapport à cette dernière. Résultat, la France, subit pour l'heure l'orthodoxie ordo-libérale allemande au plan budgétaire, salarial et fiscal pour retrouver le chemin de la compétitivité. (...) ».

Ceux qui lisent régulièrement notre document ne seront pas étonnés que la référence à l'orthodoxie ordolibérale allemande ne soit pas pour nous déplaire...

Ce même lundi 25, les députés britanniques votent un amendement qui leur permet de prendre la direction du processus du Brexit au détriment de l'exécutif. Des « votes indicatifs » devraient intervenir après-demain mercredi sur diverse formule de Brexit alternatives à l'accord prévu par Madame May. Mais il n'est pas sûr que ces « votes consultatifs » permettent de dégager une majorité dans un sens ou dans un autre.

Également ce lundi 25, première réunion à Paris d'une Assemblée parlementaire franco-allemande, avec 50 députés de chacun des deux pays. Créée à l'initiative de R. Ferrand (président de l'Assemblée nationale française) et de W. Schäuble (président du Bundestag), cette assemblée franco-allemande concrétise une idée lancée par le Président Chirac et le chancelier Schröder 16 ans plus tôt - en 2003 - à l'occasion du 40^{ème} anniversaire du Traité de l'Élysée. Elle a pour but de faciliter la transposition des directives européennes en termes identiques dans les deux pays, l'application des décisions prises chaque année par le conseil des ministres franco-allemand et la réalisation des objectifs du traité d'Aix-la-Chapelle.

C'est aussi ce lundi 25 que la Fondation Robert Schuman fait paraître son « Rapport Schuman sur l'Europe, l'état de l'Union 2019 ». C'est la 5^{ème} édition de ce rapport (la 1^{ère} date de 2007), qui présente comme les précédentes un intérêt pédagogique certain, grâce notamment à ses cartes originales et tableaux statistiques commentés.

Le mardi 26, le Président français E. Macron reçoit Xi Jinping, le président chinois. Il a convié A. Merkel et J.-C. Juncker à le rejoindre, pour adopter une position « coordonnée » dans les relations de l'Europe avec la Chine. Il est en effet question de mettre en place un « partenariat défini sur des bases claires, exigeantes et ambitieuses ».

On note que cette volonté de construire un partenariat UE-Chine est affirmée par les deux économies les plus importantes de l'UE, au même moment où la Chine a signé avec l'Italie, qui est la 3^{ème} économie de l'UE, un protocole d'accord pour les « nouvelles routes de la soie ». Il faut alors se demander quelle va être la portée de cette rencontre à l'Élysée. La « guerre commerciale » entre la Chine et les États-Unis est peut-être une chance pour l'UE et ce serait une réussite si les « nouvelles routes de la soie » étaient effectivement à double sens comme le demande instamment E. Macron.

Remarque : ce que l'on appelle « les nouvelles routes de la soie », projet que le président chinois Xi Jinping a lancé en septembre 2013, est l'ensemble de liaisons maritimes et ferroviaires entre la Chine et l'Europe, qui passent par l'Afrique (Nigéria, Égypte, Éthiopie), le Moyen-Orient (Turquie, Oman, Iran), l'Asie (Kazakhstan, Tadjikistan, Pakistan, Indonésie, Inde, Philippines, Thaïlande, Laos), et l'Europe (Allemagne, Pays-Bas, Russie, Géorgie, Espagne, Grèce, Italie).



Le mercredi 27, les députés britanniques proposent 8 scénarios alternatifs à l'accord de Brexit défendu par la Première ministre Theresa May. Mais aucun ne réunit de majorité (celui qui a obtenu le plus de voix prône un second référendum). À la fin de cette folle journée, Th. May déclare : « je suis disposée à quitter mes fonctions plus tôt que j'en avais l'intention afin d'accomplir ce qui est bon pour notre pays et notre parti ».

Le vendredi 29, les députés britanniques rejettent pour la 3^{ème} fois l'accord de divorce avec l'UE. Immédiatement après, le président du Conseil européen, Donald Tusk, convoque un sommet européen le 10 avril ; sachant que la date du Brexit devrait être le 12 avril après ce nouvel échec selon le nouveau calendrier fixé par les 27.

En fin de mois, l'euro cote 1,1217 \$ après avoir coté 1,1362 le 1^{er}, 1,1235 le 8, 1,1324 le 15 et 1,1300 le 22.

• Avril 2019 ->

En ce début de mois d'avril, France-Stratégie fait paraître une note d'analyse intitulée : « Refonder l'Europe de la solidarité ». Dans l'introduction, on lit notamment : « (...) Il n'est ni réaliste ni souhaitable que les politiques sociales deviennent principalement du ressort de l'Union européenne, mais la coordination à ce niveau se justifie lorsqu'elle permet de gagner en efficacité. Cette coordination accrue pourrait intervenir dans quatre directions : écarter la tentation du moins-disant en matière sociale, fiscale et salariale ; mieux accompagner les mutations ; encourager la mobilité ; enfin, privilégier l'action en commun lorsque l'efficacité l'impose. (...) ».

Nous ne sommes pas sûr que la proposition ici faite de compter sur la coordination des États membres soit beaucoup plus réaliste.

Le mardi 2, après un des plus longs conseils des ministres, Th. May décide de tendre la main au leader de l'opposition, Jeremy Corbyn, pour tenter de trouver une solution transpartisane pour le Brexit, tout en espérant aussi obtenir un nouveau report de ses partenaires européens. J. Corbyn accepte aussitôt la proposition.

Le même jour, le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, remet sa « lettre au Président de la République », en introduction au Rapport 2019 consacré aux 20 ans de la monnaie unique européenne. Dans l'entretien qu'il accorde à France-Inter, il s'extasie sur le succès populaire de l'euro pour reprendre le titre du magazine Marianne.

L'EURO

Sur « Atlantico », l'économiste Mathieu Mucherie fera le jeudi 4 une critique féroce :

« Un vrai et franc succès mais partagé ni par les marchés financiers (qui sous-pondèrent massivement la zone euro), ni par les économistes (je parle de ceux qui sont à peu près libres de s'exprimer !!), ni par les électeurs (qui votent de plus en plus pour des eurosceptiques), ni par ceux qui regardent la cible d'inflation de la BCE qui s'éloigne sans cesse, ni par les mouvements de type gilets jaunes qui fleurissent partout, ni par les banques centrales étrangères qui n'augmentent pas du tout leurs réserves en euros, ni par tous ceux qui ont un tout petit peu regardé la séquence des événements depuis 2008 au moins. À part ça, comme pour l'URSS, le bilan est « globalement positif ». Pas de soviets (tout le pouvoir à la BCE indépendante), et pas l'électricité (toujours moins de croissance), certes, mais le proconsul gouverneur Villeroy de Galhau est content, c'est le principal. On imagine une grande fête populaire avec la direction du Trésor au grand complet, et Jean-Claude Trichet comme DJ.

Plus sérieusement, il y a quelque chose de pourri à l'intérieur de cet échec total (et programmé) qu'est l'euro, (...) »

La suite du raisonnement est à lire... Mais il faut savoir aussi que le gouverneur de la Banque de France reconnaît malgré tout que l'euro n'a pas favorisé comme attendu la convergence des revenus entre les États membres et qu'il y a même depuis la crise une divergence croissante des dynamiques de croissance.

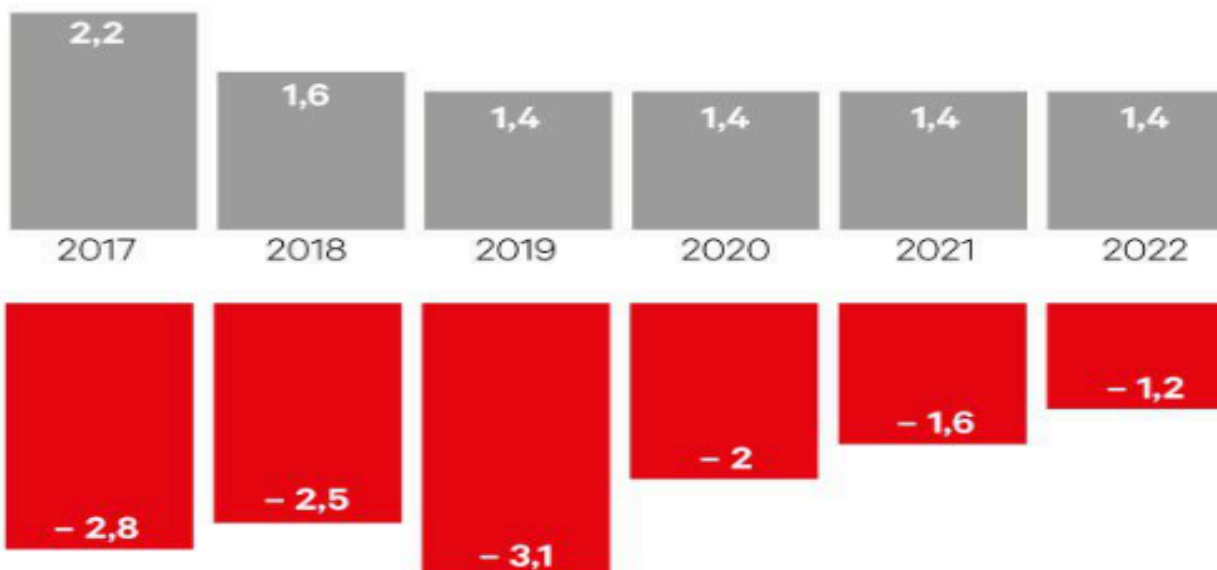
Le mercredi 3, Les Échos font paraître un article des ministres Le Maire et Darmanin sur le programme de stabilité que la France doit adresser à Bruxelles pour préciser sa stratégie budgétaire, suite au mouvement des « Gilets jaunes ». Il apparaît en particulier que les objectifs initiaux ne seront pas réalisés, qu'il s'agisse de parvenir à l'équilibre budgétaire en fin de mandat (Bercy table plutôt sur un déficit public de 1,2%) ou d'avoir une dette en diminution de 5 points (la baisse maintenant prévue n'est que de 1,6 point).

On trouve les schémas suivants en résumé de ce programme :

Les grands indicateurs du programme de stabilité

Croissance

Variation annuelle, en %

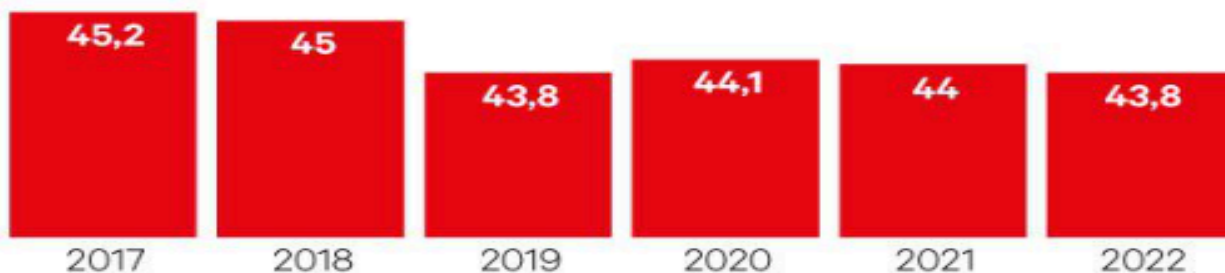


Déficit public

En % du PIB

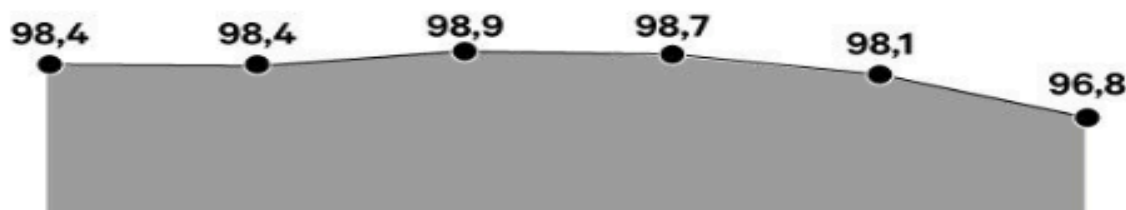
Taux des prélèvements obligatoires

En % du PIB



Dettes publiques

En % du PIB



Mercredi 3, parution chez Fayard de « Civiliser le capitalisme », de Xavier Ragot, économiste et président de l'OFCE.

On peut y lire en particulier :

« (...) La construction européenne porte une part de responsabilité dans la sous-estimation de ces instabilités économiques, en ayant accordé une place centrale aux mécanismes de la seule concurrence sur le marché des biens et services. L'idée maîtresse de cette construction était que l'organisation de la concurrence sur le marché unique allait faire évoluer les marchés du travail européens, afin de les rendre compatibles (sans nécessairement les faire converger vers un modèle unique, d'ailleurs). Cela n'a pas été le cas, et c'est au contraire la divergence qui a été la règle. L'Europe a cependant évolué après la crise vers une approche bien plus pragmatique, et c'est heureux, mais ces évolutions récentes ne suffisent pas. La difficulté actuelle n'est plus en effet la seule idéologie de la construction européenne. La difficulté provient aujourd'hui de la divergence des

intérêts nationaux : certains pays du nord de l'Europe sont en surchauffe économique, tandis que des pays du Sud ont un chômage élevé et des gains de productivité faibles. Des pays connaissent des taux de chômage historiquement bas, comme l'Allemagne, tandis que d'autres, l'Espagne ou l'Italie, luttent encore pour faire décroître des taux de chômage à deux chiffres. Dès lors, comment faire converger les marchés du travail, stabiliser l'économie et mieux répartir les risques ? (...) ».

Le lendemain même, donc le jeudi 4, parution chez Gallimard, du livre du ministre français de l'économie et des finances, Bruno Le Maire : « Le nouvel empire. L'Europe du 21^{ème} siècle ».

La présentation qu'en fait l'éditeur est la suivante :

« L'Europe peut disparaître. Non pas le marché unique, mais le projet politique. Jamais les forces d'éclatement n'ont été aussi fortes depuis le traité de Rome de 1957 : des tensions internes entre pays membres de l'Union européenne se font jour, alors que le Royaume-Uni a décidé de sortir de l'Union. Mais surtout, l'affrontement des États-Unis et de la Chine, dont la maîtrise des technologies et les forces financières nous surpassent, nous impose un choix radical entre une Europe souveraine et une Europe soumise. Il est donc temps que l'Europe affirme elle aussi sa puissance. Celle d'un continent riche de la diversité de ses nations, avec de véritables frontières. Une puissance technologique, qui favorise la création de champions industriels européens, capables de créer les emplois et d'assurer la formation des centaines de millions d'Européens. Une puissance au service de la paix, qui défend ses intérêts économiques et militaires, ses entreprises comme ses citoyens. L'Europe doit définir un projet politique et s'affirmer, au XXI^e siècle, comme un nouvel empire ».

Le constat est exact, le projet est louable. Mais comme Catherine Chatignoux dans Les Echos, on doit remarquer que « le ministre n'est ici pas totalement d'accord avec son président. Bruno Le Maire cherche le compromis là où Emmanuel Macron préfère partir en guerre contre les nationalistes et jouer les rapports de force. Il s'oppose aussi à une "Europe à plusieurs vitesses" que défend le chef de l'État. Il la juge trop arrogante et dépassée "car il faut aujourd'hui entraîner toute l'Europe". Ce livre révèle en creux les limites du volontarisme politique et de la stratégie déployée par la France : soit elle porte le fer au sein de l'Europe et court le risque d'une paralysie politique, soit elle privilégie le compromis et la condamne à l'insuffisance. L'empire européen n'est peut-être pas pour demain ». Ce commentaire renvoie directement à notre document sur « les paris pour sauver l'euro ». !

Jeudi 4 aussi, le gouvernement britannique discute toujours avec l'opposition pour éviter un Brexit sans accord. A. Merkel, en visite en Irlande, dit vouloir tout tenter jusqu'au bout pour éviter le « no deal » et considère que « quand la volonté est là, on y arrive ». Quelques jours auparavant, E. Macron disait refuser que l'UE soit « l'otage de la résolution d'une crise politique au Royaume-Uni ».

Également le jeudi 4, parution des « minutes » du Conseil des gouverneurs de la BCE concernant sa réunion des 6 et 7 mars dernier. On y lit en particulier : « Des inquiétudes ont été formulées à propos des effets des taux durablement bas qui pourraient avec le temps affaiblir les marges d'intérêt et la rentabilité des banques et avoir des conséquences négatives pour l'intermédiation bancaire et la stabilité financière à long terme. Il a été rappelé que les conséquences de taux d'intérêt bas sont différentes selon les maturités et selon les banques, en fonction de leurs modèles économiques et de la structure de leurs actifs et de leurs passifs ».

Encore ce jeudi 4, on apprend que la France place sur les marchés plus de 1,8 milliards d'euros d'obligations à 30 ans au taux de 1,46%, qui est pour la France le taux le plus bas de son histoire. Les taux des emprunts à 10 et 15 ans sont également orientés à la baisse (respectivement à 0,39% et 0,80%). Ce record et ces baisses s'expliquent essentiellement par une forte demande dans la mesure où, dans ce monde actuellement bousculé par une foule d'incertitudes, les investisseurs sont à la recherche des actifs les plus sûrs possibles.

Toujours ce jeudi 4, le magazine Challenges fait paraître un sondage réalisé pour lui par Odaxa sur la part d'opinions favorables qu'ont les Français sur les principaux dirigeants européens. Les résultats sont les suivants : 71% des Français placent A. Merkel en tête. Puis viennent J.-C. Juncker (45%), T. May (41%), E. Macron (30%), M. Salvini (27%) et V. Orban (22%).

Je suis personnellement étonné et même attristé par ce « classement » dans la mesure où j'estime que c'est malgré tout E. Macron qui a la vision et le projet le plus cohérents pour l'Europe de tous les dirigeants européens actuels. Mais il est vrai que depuis son discours à La Sorbonne (26 septembre 2017) ses ambitions ont bien changé, pour preuve la lettre qu'il a adressée aux Européens (5 mars 2019), et que de surcroît il y a « les mots et les choses ».

Le dimanche 7 et lundi 8, Le Monde publie 5 articles aussi intéressants les uns que les autres sur « le grand flou des Banques centrales ».

-Le premier est de Karl Eychenne, analyste financier : l'auteur considère que les politiques accommodantes de la BCE (en matière monétaire) et des gouvernements (en matière budgétaire) traduisent le désarroi dans lequel la situation économique et financière actuelle les met. Ce désarroi s'explique notamment par trois paradoxes que l'auteur repère bien : « trois paradoxes démontent l'orthodoxie à laquelle elles se sont longtemps fiées :

1. le retour de la croissance doit s'accompagner d'un retour de l'inflation ; or nous avons bien eu un retour de la croissance, mais pas de l'inflation.
2. L'endettement doit s'accompagner d'une remontée des taux d'intérêt ; or, nous avons bien eu de l'endettement, mais pas de remontée des taux réels.
3. Les investissements en nouvelles technologies doivent s'accompagner d'une hausse de la productivité du travail ; or nous avons bien les nouvelles technologies, mais pas de rebond de la productivité...

(...) À vrai dire, cet état des lieux ne serait pas préoccupant si les marchés pouvaient faire preuve de discernement. Ils éviteraient alors de prendre pour argent comptant les annonces de tournant accommodant, et ils s'arrêteraient avant d'atteindre des niveaux intégrant des promesses qui ne pourront pas être tenues. Mais il y a au moins deux bonnes raisons de penser, en raisonnant par l'absurde, que ce ne sera pas le cas (...) ».

-Le deuxième article est celui des économistes Dorothea Bohnkamp et Holger Müller qui s'alarment de l'écart croissant entre le solde créditeur allemand et le solde débiteur italien auprès de la BCE parce qu'il peut légitimement faire craindre une nouvelle crise de dette publique dans la zone euro.

*La dette publique italienne a des conséquences directes sur la solidité des banques, d'abord les banques italiennes puisque ce sont elles qui détiennent le plus de la dette des administrations publiques de leur pays, mais aussi, en second et troisième positions les banques espagnoles et françaises ; d'où un risque de contagion. « Le canal direct de transmission pourrait passer par d'importantes pertes à la valeur de marché sur les avoirs en obligations d'État et autres actifs, ce qui affaiblirait le capital de base des banques. Parmi les canaux indirects potentiels, figurent des conditions de financement plus strictes, si les spreads de crédit augmentent pour les banques italiennes et les autres grandes banques de la zone euro », analysent deux économistes de la BRI. Actuellement, l'Italie est le seul pays de la zone euro à cumuler deux facteurs négatifs et aggravants pour la gestion de sa dette publiques (qui est la deuxième la plus importante de la zone euro) : ses taux d'intérêt longs sont plombés par des primes de risque en hausse et son taux de croissance est faible, et surtout il est plus faible que les taux d'intérêt longs, ce qui constitue une exception dans notre monde où les Banques centrales font tout pour que les taux d'intérêt restent en-dessous des taux de croissance. D'où, pour préserver la solvabilité budgétaire, la nécessité arithmétique de dégager un excédent budgétaire primaire élevé (supérieur à : dette publique * [taux d'intérêt - taux de croissance]). Dans le cas de l'Italie, cela impose au gouvernement une gestion budgétaire extrêmement contrainte. Rappel : le taux d'endettement est le rapport du montant de la dette et du montant du revenu (PIB) : ce taux augmente donc quand le montant de la dette augmente plus vite que le PIB, donc quand le taux d'intérêt est plus élevé que le taux de croissance*

-Le troisième est celui d'une spécialiste des questions monétaires, Laurence Scialom, dans lequel on lit en particulier « Passées de l'ombre à la lumière, outrepassant leurs fonctions traditionnelles de grande prêtresse de la lutte contre l'inflation, élargissant leurs missions à des questions de stabilité financière et de politique macroprudentielle, les banques centrales sont devenues des acteurs économiques aux pouvoirs considérables. D'aucuns diraient même disproportionnés, relativement à ceux des États. Palliant parfois l'incurie des gouvernements, comme lors de la crise des dettes souveraines européennes, elles ont pu s'ériger en véritable acteur politique, au sens "du" politique et non de "la" politique. C'est bien la BCE qui a sauvé l'euro ! Pourtant, ces institutions aux super-pouvoirs monétaires et financiers échappent au contrôle citoyen. C'est particulièrement frappant en Europe du fait de la non-coïncidence entre l'espace de circulation de l'euro et les espaces de souveraineté des États membres de l'union monétaire. Or, cette indépendance vis-à-vis des gouvernements, ce vide démocratique, s'accompagne d'une écoute particulière et attentive aux intérêts du monde de la finance. En témoigne la composition des comités d'experts de la BCE. (...) La BCE est donc indépendante des pouvoirs politiques, ce qui en soi peut poser des problèmes de "policy mix" (articulation entre politique monétaire et budgétaire), mais l'est-elle des intérêts privés de la finance ? Rien n'est moins sûr. (...) La boucle est ainsi dramatiquement bouclée. Les politiques, comme frappés d'amnésie et toujours aussi perméables aux intérêts de la finance, ont

certes commencé à relever les digues de protection (ratio de capital et de liquidité notamment), mais bien insuffisamment. Ils n'ont pas eu le courage de s'attaquer aux monstres financiers que sont les banques systémiques, en faisant avorter toutes tentatives de séparation des activités de marchés et de dépôts au sein des banques, et n'ont pas non plus engagé des réformes visant à désintoxiquer nos économies de la dette, réformes qui, il est vrai, se heurteraient de plein fouet aux intérêts de la finance. Nous en sommes là... (...) Une trop grande attention portée aux intérêts de la finance, tant par les banques centrales que par les gouvernements, n'a-t-elle pas créé cet enlèvement dans une situation macroéconomique dans laquelle les unes comme les autres sont pris au piège, et voient leurs capacités d'action très amoindries ? Nous dansons au-dessus du volcan, mais tant que la musique joue, l'illusion que la situation est sous contrôle demeure ».

-Le quatrième article, de l'économiste Ariell Reshef, rejoint le précédent sur l'idée que les banquiers centraux raisonnent sous l'influence de la finance de marché et pose clairement la question : « dans quelle mesure ces dirigeants peuvent-ils représenter les intérêts nationaux et européens face à ceux de leurs anciens employeurs privés du secteur financier ? » Et elle fait trois constats très convaincants : « Premier constat : la proportion de présidents ayant une expérience antérieure dans le secteur financier (principalement dans le secteur bancaire) a été multipliée par trois, passant de 10 % en 1980 à 30 % en 2011. La moitié d'entre eux sont passés du secteur financier à la présidence d'une banque centrale en un an. Et environ un quart sont employés par le secteur financier après la fin de leur mandat. Deuxième constat : cette tendance coïncide avec la dérégulation financière, en particulier dans les pays à haut revenu. (...) Troisième constat, nous montrons qu'un président qui a travaillé précédemment pour le Fonds monétaire international met en œuvre plus rapidement, toutes choses égales par ailleurs, une politique de déréglementation financière, ce qui est cohérent avec les principes libéraux du "consensus de Washington". Ces constats amènent forcément à s'interroger sur la qualité de la politique de régulation financière assurée par les Banques centrales et sur les conséquences dangereuses qui peuvent en découler.

-Le cinquième article est de Patrick Artus, souvent cité ici. Il porte sur les bas taux d'intérêt, qui caractérisent la politique que la BCE mène depuis de nombreuses années et qu'elle compte mener encore longtemps. P. Artus montre, comme on a déjà eu l'occasion de le faire nous-même ici, que cette politique est contre-productive. Pour le montrer, il avance trois arguments :

. parce que ces taux directeurs bas, loin d'inciter les banques commerciales à accroître les crédits qu'elles accordent, diminuent leur marge, donc leurs profits, donc leurs prises de risques, d'où au contraire une diminution de l'offre de crédits, surtout si en même temps les banques souffrent de fonds propres insuffisants. Cette politique de taux bas menée par la BCE conduit irrésistiblement à une désintermédiation des financements de l'économie, donc à un appel des agents non financiers aux marchés (s'ils reliaient cet argument avec les deux articles précédents, spécialement celui d'A. Reshef, de mauvais esprits suspecteraient le président de la BCE de le faire exprès) ;

. parce que des taux bas assurent le soutien d'entreprises « zombies », avec toutes les conséquences négatives pour toute l'économie que cela peut avoir ;

. parce que des taux bas constituent une taxation des épargnants - sans compter les effets sur l'assurance-vie et sur les pensions - là aussi avec beaucoup de conséquences négatives, microéconomiques et macroéconomiques ; qui viennent annuler les effets positifs que ces taux bas peuvent avoir sur l'investissement (nous rappelons cependant que des taux bas nuisent à la sélectivité des investissements réalisés, et, par conséquent, à la compétitivité de l'économie sur le long terme).

Une telle taxation des épargnants et le préjudice causé aux pensions font que la politique monétaire de la BCE est très critiquée en Allemagne.

On vit le fameux « paradoxe de l'épargne » en ce sens que, faute d'encourager la consommation et/ou l'investissement, les taux négatifs amènent les épargnants à thésauriser, tant les motifs de précaution sont importants, et à quoi bon placer son épargne si elle ne rapporte rien, autant la garder sous forme monétaire ! D'ailleurs, les Banques centrales nationales de la zone euro constatent une forte demande de billets alors que leur utilisation dans les paiements continue à représenter seulement un cinquième environ de leur circulation en valeur. Comme l'écrivait Alain Minc dans Les Echos des 13 et 14 septembre 2019, les taux négatifs « est une révolution dont les particuliers n'ont pas encore pris conscience. Ils la comprendront vraiment le jour où ils verront qu'il leur faudra payer pour laisser leur argent à la banque ».

Dans le Flash Economie du 17 septembre 2019, les économistes de Natixis listeront 13 inconvénients que présentent les taux d'intérêts négatifs dans la zone euro, en concluant qu'il faut changer la politique économique qui aboutit à de tels dérèglements : « Les taux d'intérêt deviennent de plus en plus bas dans la zone euro, malgré les 13 effets négatifs des taux d'intérêt bas :

- 1- la fin du « Leaning Against the Wind », d'où le risque de bulles et d'excès d'endettement en particulier public ;
- 2- la dégradation de la situation des banques et des sociétés d'assurance-vie ;
- 3- le transfert de l'épargne vers la monnaie ;
- 4- la difficulté à gérer l'hétérogénéité des situations des banques ;
- 5- la bulle immobilière et les inégalités patrimoniales induites ;
- 6- la spoliation des épargnants-futurs retraités ;
- 7- le risque de hausse du taux d'épargne ;
- 8- le financement des entreprises zombies ;
- 9- les sorties de capitaux vers les États-Unis ;
- 10- l'irréversibilité de la politique monétaire très expansionniste ;
- 11- la domination de la BCE par les marchés financiers ;
- 12- l'affaiblissement de la croissance potentielle ;
- 13- la disparition de l'information contenue dans les prix des actifs financiers ».

Soulignons que beaucoup de ces effets traduisent une très mauvaise allocation de l'épargne, surtout que la croissance potentielle est négativement affectée et que les prix des actifs n'ont plus vraiment de signification, en particulier sur le futur en termes de croissance et de risques.

On doit ajouter un argument fondé sur la théorie monétaire classique pour qui le taux d'intérêt est le prix du temps. Par conséquent, un taux quasi nul signifie que le futur a le même prix que le présent dans les calculs économiques et comme l'explique très bien Olivier Passet, directeur de recherche, Xerfi, « (...) des taux négatifs, c'est comme si tout un coup on inversait la polarité d'un circuit électrique. Et que la mécanique tournait en sens inversé. Cette mécanique, c'est tout le processus d'avance de fonds et d'accumulation qui sous-tend l'expansion du capitalisme. Les taux d'intérêt, c'est dans la représentation classique de l'économie, la récompense de l'acte d'épargne, de notre renonciation à la myopie de la satisfaction immédiate. Le niveau des taux naît de la tension entre ce désir de consommer tout de suite et celui de se projeter dans le futur à travers l'acte d'investissement. Et les taux seront d'autant plus élevés que l'appétence pour le futur est forte, et que les dépenses d'avenir contiennent de fortes promesses de retour sur investissement. Inverser la polarité de ce processus, c'est comme si les marchés se projetaient d'emblée dans un monde de baisse des prix et de décroissance. Où mille euros aujourd'hui valent moins que mille euros demain... autrement dit, un monde en attrition, en rétraction. Dans ce monde sans désir de futur, c'est le passé que joue la finance, c'est la plus-value sur le capital ancien (...) ». On devrait donc s'attendre dans un tel contexte à ce qu'il y ait une augmentation des dépenses de recherche et d'éducation, des dépenses en faveur des énergies renouvelables, des dépenses d'investissement des entreprises et une valorisation importante des actions. Or, rien de tout cela ne se produit. Surtout que des taux bas correspondent à une taxation quand ils sont inférieurs au taux de croissance, ce qui est en ce moment le cas. Or, cette taxation de l'épargne est profitable à tous les emprunteurs : les États et les entreprises peuvent donc utiliser le fruit de cette taxation pour financer des investissements. Bref, la macroéconomie traditionnelle ne fonctionne plus. D'ailleurs, elle fonctionne d'autant moins bien que, en réalité, les entreprises européennes continuent à s'endetter mais pour détenir des liquidités et pour faire de la croissance externe au lieu d'investir véritablement. En définitive, les seuls emprunteurs qui profitent des taux bas sont les États ; ce qui « piège » la BCE qui peut difficilement pour cette raison normaliser sa politique monétaire, de peur de mettre à mal la solvabilité des États les plus endettés. Comme l'explique à nouveau Olivier Passet, « (...) les taux d'intérêt négatifs sonnent alors comme l'oraison funèbre d'un capitalisme financiarisé, où l'argent est surabondant, mais ne sait plus où s'investir pour porter la croissance de demain. (...) Les banques centrales se retrouvent coincées. Remonter les taux, ce serait étrangler tout le système bancaire. Et maintenir les taux de refinancement à zéro, si les taux longs continuent à s'affaïsser, risque aussi de rapidement s'avérer insuffisant. Si rien n'est fait, et que la dépression s'approfondit, elles n'auront d'autre choix que d'accompagner la baisse et de briser elles aussi le tabou des taux négatifs. Avec le risque d'enclencher un nouveau tour de baisse des taux longs. La seule issue, tout le monde la connaît, mais personne ne sait la mettre politiquement en œuvre. Que les États se coordonnent et bâtissent les normes et les infrastructures pour arracher le capitalisme à sa crise du futur ». Cette crise du futur du capitalisme, son « autodestruction » par la chute des taux pour reprendre le titre de la chronique d'O. Passet, risque d'être précédée par une crise financière importante, soit des dettes publiques si les taux remontent et, s'ils ne remontent pas, par une crise immobilière et de l'assurance-vie ainsi que par une fuite des capitaux.

Alors que les Banques centrales ont pour mission de lutter contre l'inflation, en prenant pour cible un taux moyen de 2%, elles ne parviennent pas à relever ce taux d'inflation qui reste irrémédiablement faible (cela explique que plusieurs

L'EURO

économistes suggèrent que la BCE change d'objectif : certains proposent par exemple une diminution de la cible à 1%, d'autres, plus radicaux, proposent la fixation d'une norme de progression du PIB en valeur). Les structures du capitalisme actuel en sont en grande partie responsables : comme ce capitalisme est financier, le partage des revenus se fait plutôt au détriment des salaires, et donc l'inflation n'est pas alimentée, qu'il s'agisse de « l'inflation par les coûts » ou de « l'inflation par la demande », et comme ce capitalisme est mondialisé, la concurrence généralisée empêche les entreprises européennes tout spécialement à avoir la maîtrise de leurs prix. Il faut donc admettre que la politique monétaire accommodante des Banques centrales rencontre un obstacle de taille : les Banques centrales ne peuvent rien contre les structures. Et leur politique monétaire de taux bas est complètement contre-productive puisque, si les données actuelles vérifient bien la théorie fishérienne, elle aboutit à la baisse du taux d'inflation et non à sa hausse. De surcroît, lorsque les taux sont bas et que donc les obligations et la monnaie deviennent des actifs quasi-substituables, tout QE devient lui-même contre-productif puisque l'effet d'éviction que causent généralement les politiques budgétaires expansives ne joue plus, que l'offre de monnaie n'a plus vraiment de limites, et que, les taux d'intérêt n'étant plus en mesure d'absorber les chocs d'offre et de demande, ce sont la croissance et le prix des actifs qui deviennent les variables d'ajustement.

Dans un Flash Economie du 28 octobre 2019, les économistes de Natixis n'hésiteront pas à affirmer, preuves à l'appui, que « l'objectif d'inflation a depuis le début amené la BCE à faire de mauvais choix de politique monétaire, par rapport à ce qu'aurait été la politique monétaire avec un objectif plus large (incluant les prix des actifs, l'endettement, la situation cyclique, la croissance nominale).

Avec des valeurs si basses, et même négatives, les taux d'intérêt deviennent des outils de politique économique « sans intérêt » et l'utilisation d'outils non conventionnels a accusé le phénomène. Comme l'a reconnu lui-même le Président de la Banque des règlements internationaux, Agustin Carstens, « la politique monétaire ne peut être le moteur principal de la croissance. Il est temps d'allumer tous les moteurs de la politique économique ». Et comme le dira le Prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz lors d'un entretien accordé au journal Le Monde (édition du 25 septembre) : « (...) L'action de la BCE a sorti la zone euro de la crise des dettes souveraines de 2012, mais elle échouera à restaurer une croissance dynamique. Baisser à nouveau les taux a désormais un effet négligeable, voire négatif, sur l'activité comme l'offre de crédit. Aujourd'hui, le seul outil susceptible de soutenir efficacement la croissance est la politique budgétaire – en particulier dans les États disposant de marges de manœuvre en la matière, tels que l'Allemagne. Les autres pays membres, comme la France, sont limités par les règles du pacte de stabilité. L'idéal serait d'assouplir celles-ci, et que la zone euro se dote également d'un véritable outil budgétaire commun. Mais cela exige des réformes complexes et longues à mettre en œuvre. (...) ».

Après avoir fait un peu plus haut l'inventaire des inconvénients des taux d'intérêt quand ils sont très bas, on peut souligner un aspect plutôt positif : des taux bas taxent les pays qui épargnent le plus (les « fourmis » de la zone euro) et permettent de financer ceux qui dépensent excessivement (les « cigales » de la zone euro), ce qui, au bout du compte, est une forme de fédéralisme budgétaire...

Le vendredi 5, Theresa May demande pour la 2^{ème} fois en un mois le report du Brexit : « la politique du gouvernement a toujours été et restera de sortir de l'UE de manière ordonnée (...) Le Royaume-Uni propose que cette période prenne fin le 30 juin 2019 », écrit-elle à Donald Tusk. Elle assure qu'elle fera avant cette date tout pour ratifier l'accord du Brexit, sinon, se posera alors la question de la participation des Britanniques aux élections européennes du 26 mai... De son côté, Donald Tusk, Président du Conseil européen, se dit prêt à envisager un « report flexible » pour repousser la sortie du R.-U. jusqu'à un an ! Mais il n'est pas sûr du tout que les États membres acceptent une telle proposition.

Le lundi 8, le FMI publie ses « perspectives de l'économie mondiale » et les présente de la manière suivante : « Il y a un an, l'activité s'accélérait dans presque toutes les régions du monde et il était prévu que la croissance mondiale atteindrait 3,9 % en 2018 et en 2019. Un an plus tard, les choses ont bien changé : l'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, les tensions macroéconomiques en Argentine et en Turquie, les perturbations du secteur automobile en Allemagne, le durcissement de la politique du crédit en Chine et le resserrement des conditions financières, conjugués à la normalisation de la politique monétaire dans les plus grands pays avancés, ont contribué à un fléchissement marqué de l'expansion mondiale, surtout au deuxième semestre de 2018. Comme cette faiblesse devrait persister au premier semestre de 2019, les Perspectives de l'économie mondiale (PEM) prévoient un ralentissement de la croissance en 2019 pour 70 % de l'économie mondiale. La croissance mondiale, qui a culminé à près de 4 % en 2017, a fléchi à 3,6 % en 2018, et devrait encore ralentir en 2019, à 3,3 %. Bien qu'une croissance mondiale de 3,3 %

L'EURO

demeure raisonnable, les perspectives de nombreux pays sont très moroses, avec des incertitudes considérables à court terme, d'autant que les taux de croissance des pays avancés convergent vers leur potentiel modeste à long terme ».

Dans ce rapport, on trouve en particulier le tableau suivant qui exprime les résultats de 2017 et 2018 et les prévisions de croissance pour 2019 et 2020 dans le monde et ses différentes régions. Il apparaît clairement que les États-Unis enregistrent des performances bien supérieures à celles de la zone euro. Le Japon a des performances bien moins satisfaisantes... et on dit que la zone euro est en train de se « japoniser » ! (voir notre « analyse personnelle des scénarios pour sauver l'euro »).

	Year over Year				Q4 over Q4 ^B			
	2017	2018	Projections		2017	2018	Projections	
			2019	2020			2019	2020
World Output	3.8	3.6	3.3	3.6	4.0	3.4	3.5	3.6
Advanced Economies	2.4	2.2	1.8	1.7	2.6	2.0	1.8	1.8
United States	2.2	2.9	2.3	1.9	2.5	3.0	2.2	1.7
Euro Area	2.4	1.8	1.3	1.5	2.7	1.1	1.6	1.4
Germany	2.5	1.5	0.8	1.4	2.8	0.6	1.4	1.3
France	2.2	1.5	1.3	1.4	2.8	0.9	1.6	1.3
Italy	1.6	0.9	0.1	0.9	1.7	0.0	0.6	0.8
Spain	3.0	2.5	2.1	1.9	3.1	2.4	1.9	1.7
Japan	1.9	0.8	1.0	0.5	2.4	0.3	0.3	1.4
United Kingdom	1.8	1.4	1.2	1.4	1.6	1.4	1.0	1.5
Canada	3.0	1.8	1.5	1.9	2.9	1.6	1.8	1.8
Other Advanced Economies ²	2.9	2.6	2.2	2.5	2.9	2.4	2.4	2.7
Emerging Market and Developing Economies	4.8	4.5	4.4	4.8	5.2	4.7	4.9	5.0
Commonwealth of Independent States	2.4	2.8	2.2	2.3	1.5	3.4	1.6	2.0
Russia	1.6	2.3	1.6	1.7	1.0	3.4	1.2	1.7
Excluding Russia	4.1	3.9	3.5	3.7	...	...	...	...
Emerging and Developing Asia	6.6	6.4	6.3	6.3	6.8	6.3	6.4	6.3
China	6.8	6.6	6.3	6.1	6.7	6.4	6.3	6.0
India ³	7.2	7.1	7.3	7.5	8.1	6.8	7.2	7.6
ASEAN-5 ⁴	5.4	5.2	5.1	5.2	5.4	5.1	5.3	5.3
Emerging and Developing Europe	6.0	3.6	0.8	2.8	6.2	0.7	2.1	2.9
Latin America and the Caribbean	1.2	1.0	1.4	2.4	1.3	0.3	2.0	2.2
Brazil	1.1	1.1	2.1	2.5	2.2	1.1	2.8	2.2
Mexico	2.1	2.0	1.6	1.9	1.5	1.7	2.0	1.6
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.2	1.8	1.5	3.2	...	...	...	...
Saudi Arabia	-0.7	2.2	1.8	2.1	-1.4	4.0	1.0	2.1
Sub-Saharan Africa	2.9	3.0	3.5	3.7	...	...	...	...
Nigeria	0.8	1.9	2.1	2.5	...	...	...	...
South Africa	1.4	0.8	1.2	1.5	2.2	0.2	1.0	1.8
<i>Memorandum</i>								
European Union	2.7	2.1	1.6	1.7	2.8	1.6	1.7	1.7
Low-Income Developing Countries	4.9	4.6	5.0	5.1	...	...	...	...
Middle East and North Africa	1.8	1.4	1.3	3.2	...	...	...	...
World Growth Based on Market Exchange Rates	3.2	3.1	2.7	2.9	3.3	2.8	2.8	2.8

Soulignons aussi les performances de la Chine, de l'Inde et des pays de l'Association des pays de l'Asie du Sud-Est (ASEAN).

Mercredi 10 et jeudi 11, réunion extraordinaire du Conseil européen sur la question du Brexit.

Voici le texte officiel qui fixe au 31 octobre 2019 la date limite pour la ratification de l'accord de retrait.

« LE CONSEIL EUROPÉEN,

vu le traité sur l'Union européenne, et notamment son article 50, paragraphe 3, considérant ce qui suit:

(1) Le 29 mars 2017, le Royaume-Uni a notifié au Conseil européen son intention de se retirer de l'Union européenne et de la Communauté européenne de l'énergie atomique (ci-après dénommée "Euratom") conformément à l'article 50 du traité sur l'Union européenne, qui s'applique à Euratom en vertu de l'article 106 bis du traité instituant la Communauté européenne de l'énergie atomique.

- (2) Conformément à l'article 50 du TUE, l'Union européenne a négocié avec le Royaume-Uni un accord fixant les modalités de son retrait, en tenant compte du cadre de ses relations futures avec l'Union.
- (3) Le 25 novembre 2018, le Conseil européen a fait sien le projet d'accord sur le retrait du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord de l'Union européenne et de la Communauté européenne de l'énergie atomique (ci-après dénommé "accord de retrait") et a approuvé la déclaration politique fixant le cadre des relations futures entre l'Union européenne et le Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord. Le 11 janvier 2019, le Conseil a adopté la décision (UE) 2019/274 relative à la signature de l'accord de retrait.
- (4) Conformément à l'article 50, paragraphe 3, du TUE, les traités cessent d'être applicables à l'État qui se retire, à partir de la date d'entrée en vigueur de l'accord de retrait ou, à défaut, deux ans après la notification, sauf si le Conseil européen, en accord avec l'État membre concerné, décide à l'unanimité de proroger ce délai.
- (5) Par lettre du 20 mars 2019, le Royaume-Uni a présenté une demande de prorogation jusqu'au 30 juin 2019 du délai prévu à l'article 50, paragraphe 3, du TUE, en vue de finaliser la ratification de l'accord de retrait.
- (6) Par sa décision (UE) 2019/476, le Conseil européen a décidé, en accord avec le Royaume-Uni, de proroger le délai prévu à l'article 50, paragraphe 3, du TUE jusqu'au 22 mai 2019, dans le cas où l'accord de retrait serait approuvé par la Chambre des communes le 29 mars au plus tard. Dans le cas où il ne le serait pas, le Conseil européen est convenu d'une prorogation jusqu'au 12 avril 2019, et il a précisé qu'il attendait du Royaume-Uni qu'il indique une voie à suivre avant le 12 avril 2019, en vue de son examen.
- (7) La Chambre des communes n'a pas approuvé l'accord de retrait pour le 29 mars 2019.
- (8) Par lettre du 5 avril 2019, le Royaume-Uni a présenté une demande de nouvelle prorogation du délai prévu à l'article 50, paragraphe 3, du TUE, tel que prorogé par le Conseil européen, jusqu'au 30 juin 2019 en vue de finaliser la ratification de l'accord de retrait.
- (9) Le 10 avril 2019, le Conseil européen est convenu d'une nouvelle prorogation pour permettre la ratification de l'accord de retrait par les deux parties. Cette prorogation devrait durer le temps nécessaire et, en tout état de cause, ne pas dépasser la date du 31 octobre 2019. Le Conseil européen a également rappelé que, en vertu de l'article 50, paragraphe 3, du TUE, l'accord de retrait peut entrer en vigueur à une date antérieure, dans le cas où les parties achèveraient leurs procédures de ratification respectives avant le 31 octobre 2019. En conséquence, le retrait devrait intervenir le premier jour du mois suivant l'achèvement des procédures de ratification ou le 1er novembre 2019, la date retenue étant la plus proche. »

Le texte suivant, également officiel, donne les conclusions générales du sommet :

1. « Le Conseil européen prend acte de la lettre de la Première ministre Theresa May du 5 avril 2019, dans laquelle est demandée une nouvelle prorogation du délai prévu à l'article 50, paragraphe 3, du TUE.
2. En réponse, le Conseil européen convient d'une prorogation pour permettre la ratification de l'accord de retrait. Cette prorogation ne devrait durer que le temps nécessaire et, en tout état de cause, ne pas dépasser la date du 31 octobre 2019. Si l'accord de retrait est ratifié par les deux parties avant cette date, le retrait interviendra le premier jour du mois suivant.
3. Le Conseil européen souligne que la prorogation ne saurait compromettre le bon fonctionnement de l'Union et de ses institutions. Si le Royaume-Uni est encore membre de l'UE entre le 23 et le 26 mai 2019 et qu'il n'a pas ratifié l'accord de retrait d'ici au 22 mai 2019, il sera tenu de procéder aux élections au Parlement européen conformément au droit de l'Union. Si le Royaume-Uni ne respecte pas cette obligation, le retrait interviendra le 1^{er} juin 2019.
4. Le Conseil européen rappelle que l'accord de retrait ne saurait être rouvert, et que tout engagement, toute déclaration ou tout autre acte unilatéral devrait être compatible avec la lettre et l'esprit de l'accord de retrait et ne doit pas faire obstacle à sa mise en œuvre.

5. Le Conseil européen souligne que cette prorogation ne peut être utilisée pour entamer des négociations sur les relations futures. Toutefois, si la position du Royaume-Uni devait évoluer, le Conseil européen est prêt à reconsidérer la déclaration politique sur les relations futures conformément aux positions et principes énoncés dans ses orientations et déclarations, notamment en ce qui concerne le champ d'application territorial des relations futures.
7. Le Conseil européen note que, durant la prorogation, le Royaume-Uni restera un État membre, avec tous les droits et obligations qui en découlent conformément à l'article 50 du TUE, et que le Royaume-Uni a le droit de révoquer à tout moment la notification qu'il a faite. Le Conseil européen prend acte de l'engagement du Royaume-Uni d'agir de manière constructive et responsable tout au long de la prorogation conformément au devoir de coopération loyale, et il attend du Royaume-Uni qu'il respecte cet engagement et cette obligation prévue par le traité d'une manière qui corresponde à sa situation d'État membre qui se retire. À cet effet, le Royaume-Uni doit faciliter l'accomplissement par l'Union de sa mission et s'abstenir de toute mesure susceptible de mettre en péril la réalisation des objectifs de l'Union, en particulier lorsqu'il participe aux processus décisionnels de l'Union.
8. En plus de tenir des réunions au titre de l'article 50 du TUE, les 27 États membres et la Commission, le cas échéant conjointement avec d'autres institutions, organes et organismes de l'Union, continueront de se réunir séparément à tous les niveaux pour débattre de questions liées à la situation qui se présentera après le retrait du Royaume-Uni.
9. Le Conseil européen restera saisi de la question et fera le point sur les progrès accomplis, lors de sa réunion de juin 2019 ».

Selon plusieurs sources, la majorité des 27 était d'accord pour un report long d'un an (17 étaient pour, 3 n'étaient pas fixés et 4 étaient pour un report court, dont la France). Le Président français s'est montré intransigeant : rapport court ou pas d'accord du tout... Ceux qui défendent un report court craignent l'effet de nuisance du fait que le R.-U ait trop longtemps un pied dedans et un pied dehors. Il n'empêche que la position inflexible d'E. Macron a exaspéré de nombreux représentants des États membres, en particulier les Allemands, et J.-C. Juncker aurait déclaré : « nous ne résolvons plus que les problèmes domestiques français ». Cela n'est pas très favorable pour l'image de l'UE dans le monde.

En ce qui concerne de manière générale la position du R.-U par rapport à l'UE, je pense, pour reprendre le bon mot de J.-L. Bourlanges : « avant le Brexit, les Anglais avaient un pied en Europe et un pied dehors. Maintenant, c'est l'inverse ». Par ailleurs, même si E. Macron s'est montré intransigeant pour un report « court », c'est déjà beaucoup plus long que ce qu'il avait dit. On peut se demander en définitive si, une fois de plus, les Britanniques ne cherchent pas à « avoir le beurre et l'argent du beurre » et si les partenaires européens ne se laissent pas abuser. La désunion entre la France et l'Allemagne sur la question du report doit plaire non seulement aux Anglais mais aussi à Trump et Poutine..., alors que, grâce au travail de Michel Barnier, le traitement du Brexit par les continentaux avait montré une belle – et rare – unité. D'une certaine façon, cette discorde entre plusieurs États membres en général et entre la France et l'Allemagne en particulier correspond à l'importation au sein même de l'UE des disputes qui rongent le parlement britannique.

Citons quelques lignes du point de vue exprimé par Dominique Strauss-Kahn dans Les Echos des vendredi 12 et samedi 13 avril 2019 : « (...) Depuis 1973, on ne peut pas dire que les Britanniques nous aient beaucoup aidés. Hormis une longue période travailliste qui va de 1997 à 2010, leur action n'a visé qu'au ralentissement de la construction européenne, conformément à ce qu'ils jugeaient être leur intérêt. Sans eux, l'Union serait aujourd'hui beaucoup plus loin, beaucoup plus forte, beaucoup plus unie. (...) ».

Persuadé de la justesse d'un tel point de vue, j'ai voulu croire, quand le Brexit l'a emporté au référendum, que les Britanniques faisaient eux-mêmes sauter le verrou qu'ils avaient placé pour empêcher l'Europe d'emprunter le chemin de l'unité politique et que le Brexit était de ce point de vue une chance inespérée pour ma conception fédéraliste ! Hélas, les réactions des États membres au feuilleton du Brexit, combinées aux faiblesses des actuels responsables politiques des plus importants d'entre eux, semblent aujourd'hui être des freins aussi puissants que l'a été le verrou britannique.

Mercredi 10 aussi, réunion de la BCE sur la politique monétaire :

« Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a 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 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin de 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire ».

Encore le mercredi 10, parution dans la Revue de l'OFCE de l'article de G. Sacriste et A. Vauchez, intitulé « L'euro-isation de l'Europe ».

Son introduction expose les raisons qui expliquent ce titre : « Cet article analyse l'émergence d'un nouveau gouvernement européen, celui de l'euro, construit pour une large part à la marge du cadre institutionnel de l'Union. Ce faisant, il rend compte d'un processus de transformation de l'Europe (Union européenne et États membres), qu'on qualifie ici « d'€-isation de l'Europe », autour de trois dimensions : 1) la formation en son cœur d'un puissant pôle des Trésors, des banques centrales et des bureaucraties financières nationales et européennes ; 2) la consolidation d'un système de surveillance européen des politiques économiques des États membres ; 3) la progressive re-hiérarchisation des priorités politiques et des politiques publiques de l'Union européenne comme des États membres autour d'une priorité donnée à la stabilité financière, à l'équilibre budgétaire et aux réformes structurelles. L'article permet ainsi de redéfinir la nature des « contraintes » que la gestion de la monnaie unique fait peser sur les économies des États membres, des contraintes moins juridiques que socio-politiques, moins extérieures et surplombantes qu'immanentes et diffuses, et au final étroitement liées à la position clé désormais occupée par le réseau transnational de bureaucraties financières dans la définition des problèmes et des politiques européennes ».

Vendredi 12, à Washington, le ministre français de l'économie et des finances, Bruno Le Maire déclare tout net devant des journalistes : « il n'y a pas assez de solidarité dans la zone euro (...) les divergences croissantes entre les États membres de la zone euro sont insoutenables à long terme et elles peuvent conduire à la disparition du projet de monnaie commune ».

Notons que dans l'édition du samedi 20 du journal Le Monde, B. Le Maire réitère son point de vue du vendredi : « (...) Si nous ne prenons pas les décisions nécessaires pour aller au bout de la réalisation de la zone euro, elle disparaîtra. Nous avons une monnaie commune, mais nos économies divergent. Cette situation n'est pas tenable. Il faut aller au bout de l'union monétaire. Il faut faire l'union bancaire, l'union des marchés de capitaux et le budget de la zone euro. Il faut que ce soit fait dans les mois qui viennent et non dans les années qui viennent (...) ».

Certes, cela fait plaisir de voir notre ministre prendre conscience d'un phénomène que je dénonce ici depuis longtemps mais « mieux vaut tard que jamais » et il faut rappeler que M. Le Maire occupe depuis de nombreuses années une place importante parmi les responsables de la politique économique européenne : il a été notamment Secrétaire d'État aux affaires européennes en 2008-2009...

Le mardi 16, l'OFCE fait paraître un « policy brief » consacré aux « perspectives économiques 2019-2021 ». Le modèle utilisé confirme que les mesures gouvernementales prises pour répondre à la crise des « gilets jaunes » constituent un soutien au pouvoir d'achat et donc aussi à la demande interne, d'où une hausse attendue de la croissance mais aussi des importations. Cela dit, beaucoup d'aléas planent sur ces prévisions, aléas internes avec la suite qui sera donnée au « grand débat » et aléas externes avec le Brexit et les tensions commerciales internationales.

Le mercredi 17, publication chez Odile Jacob du livre de Sylvain et Jacques Lévy : « Le Pays des Européens ». La présentation qui en est faite est la suivante : « L'Europe, c'est le pays des Européens !

En effet, l'Europe existe en tant que société, la société d'Erasmus et de l'euro bien sûr, celle aussi qui

promeut un mode de vie inégalé dans le Monde. Mais, ce que veulent montrer Sylvain Kahn et Jacques Lévy, c'est que cette société qui s'invente sous nos yeux doit s'incarner politiquement pour être à la hauteur des enjeux qu'elle soulève. Ce livre entre en Europe sous l'angle singulier de l'espace : ses territoires, ses réseaux et les temps longs de la géohistoire. Ce faisant, il éclaire le citoyen européen par ses propositions innovantes, soulignant que l'Europe est le laboratoire d'un monde habitable ici et maintenant. C'est déjà un pays. Se réclamant d'une démarche de "science citoyenne", ce livre le montre : les citoyens européens ont un rôle à jouer et ce sont eux qui auront le dernier mot ! »

Le jeudi 18, dans son numéro hebdomadaire, L'Obs publie la suite des lettres qu'il a demandées à des écrivains d'écrire à l'Europe, élections européennes obligent... Cette fois-ci, c'est notamment Olivier Guez, Prix Renaudot 2017 qui écrit une lettre qui nous plaît bien quand il dit en particulier : « (...) Qu'ont-ils fait de toi ? "Ils", les politiciens frileux qui dirigent - ou voudraient guider - tes petites nations, depuis vingt ans. "Ils" qui t'accablent de tous les maux alors qu'ils t'ont construite frigide et boîteuse, un manchot sans visage, afin que tu deviennes le bouc émissaire de leurs lâchetés et de leurs hypocrisies. (...) Le tableau est sombre, chère Europe, mais je suis amer, je ne décolère pas contre ceux qui ont fait de toi ce machin insipide et sans âme, ce machin sans histoire ni visage, ce navire sans cap ni gouvernail, en proie aux courants violents (...) ».

Également le jeudi 18, publication en France du premier rapport du Centre national de productivité (CNP), sous la responsabilité de son président Philippe Martin (ancien soutien de F. Hollande lors de l'élection présidentielle de 2012 et ancien conseiller économique d'E. Macron au ministère de l'économie et lors de l'élection présidentielle de 2017). Le CNP a été institué en France le 23 juin 2018 après que le Conseil européen ait demandé à tous les États membres, en date du 20 septembre 2016 (voir ici à cette date), de créer un centre national de productivité.

Dans son dernier chapitre, la section « Soldes courants des principaux pays de la zone euro » revient sur des constats faits ici même et les auteurs reconnaissent le danger que représentent les déséquilibres des comptes courants au sein de la zone euro : « (...) dans une union monétaire, ces déséquilibres sont automatiquement financés par les transferts au sein de l'Eurosystème un peu comme à l'intérieur d'un pays les déséquilibres courants entre régions. La crise financière mondiale puis, surtout, celle de la zone euro, ont mis fin à cette insouciance. Même dans une union monétaire, un pays déficitaire peut subir un arrêt soudain de ses financements (un « sudden stop »). L'expérience de la crise de la zone euro a montré qu'un tel « sudden stop » peut générer des anticipations de sortie de la zone pour le pays affecté (ce qui n'est pas le cas pour une région à l'intérieur d'un pays) et donc d'éclatement de la monnaie unique. Les déséquilibres courants doivent donc être davantage surveillés dans une union monétaire car ils peuvent mettre en danger la soutenabilité de la zone elle-même.

Suit un tableau établi par le FMI qui détaille l'état des déséquilibres :

Tableau 3 – Compte courant observé et compte courant « normal » calculé par le FMI dans le cadre de l'« External Balance Assessment »

	Compte courant 2017	Compte courant « normal »	Écart
Allemagne	8,0 %	2,8 %	5,2 %
France	-0,6 %	0,9 %	-1,5 %
Italie	2,8 %	2,5 %	0,3 %
Espagne	1,9 %	1,4 %	0,5 %
Pays-Bas	10,2 %	3,5 %	6,7 %
Belgique	-0,2 %	2,2 %	-2,4 %
Zone euro	3,5 %	1,5 %	2,0 %

Source : FMI (2017)

Le rapport donne alors une conclusion sans appel : « La pérennité de la zone euro nécessite de réfléchir, au niveau de l'union monétaire, aux institutions à mettre en place et aux politiques à mettre en œuvre dans le cas d'une situation semblable à celle de 2007-2012. Cela passe notamment par une réflexion concernant l'amélioration de la Procédure pour déséquilibre macroéconomique, en

particulier sur l'asymétrie de traitement entre les déficits et les excédents courants. Le rééquilibrage des balances courantes nécessite un ajustement des prix relatifs, en l'occurrence les taux de change réels. C'est un mécanisme qui requiert soit la flexibilité des taux de change nominaux, soit la flexibilité des prix relatifs. Lorsque l'euro n'existait pas, ce rééquilibrage passait en partie au moins par des dévaluations et réévaluations des monnaies nationales. Au sein de l'union monétaire, le rééquilibrage des soldes courants passe forcément par des taux d'inflation transitoirement différents. Une telle divergence des taux d'inflation en zone euro est rendue difficile par la faible inflation agrégée, ainsi que par la résistance des pays excédentaires à une augmentation temporaire de l'inflation qui n'est pas comprise comme l'équivalent (en union monétaire) d'une réévaluation de la monnaie. Cette résistance à un mécanisme d'ajustement de marché par les prix des pays excédentaires fait soit reposer l'ajustement sur les pays déficitaires (avec un biais déflationniste), soit repousser l'ajustement des déséquilibres avec un risque sur la pérennité de la zone. (...) Comme le notent Gaulier et Vicard (2018), un écart de taux d'inflation de 2 points entre l'Allemagne et le reste de la zone euro serait nécessaire pour permettre un rééquilibrage à horizon 10 ans (l'écart requis serait de 1 point si l'horizon était de 20 ans). Autour d'un taux cible à 2 % pour l'ensemble de la zone, cela demanderait une inflation annuelle de 3,5 % en Allemagne et de 1,5 % dans le reste de la zone euro. Au niveau d'inflation atteint en 2018 pour la zone euro de 1,6 %, l'inflation requise serait respectivement de 3 % et de 1 % environ. Ces niveaux sont à mettre en regard de l'inflation observée depuis la crise. »

Suit alors un autre tableau issu du FMI :

Tableau 4 – Écarts au niveau d'équilibre de taux de change effectif réel

Écart au niveau d'équilibre du taux de change effectif réel	
Allemagne	-19 %
France	4 %
Italie	5 %
Espagne	5 %
Pays-Bas	-1 %
Belgique	14 %
Zone euro	-2 %

Source : FMI, External Balance Assessment

Dans sa conclusion générale, le rapport est très clair : « La balance courante de la France est certes la plus négative des grands pays de la zone euro, mais elle reste faiblement déficitaire. Une appréciation de l'euro pourrait cependant révéler des faiblesses structurelles. Le trait singulier des déséquilibres des balances courantes européennes est plutôt l'excédent allemand qui contribue massivement à l'excédent courant de la zone euro. Ces déséquilibres mettent en danger la pérennité même de la zone euro, parce qu'une appréciation de l'euro qui résulterait de l'excédent de la zone dans son ensemble pourrait faire ressurgir des déficits courants pour des pays avec des positions extérieures nettes dégradées et donc des doutes sur leur capacité à financer ces déficits et demeurer dans la zone. Le mécanisme d'ajustement à ces déséquilibres doit être aidé et non contrecarré et passe (dans une zone monétaire où le taux de change n'existe plus) par une augmentation des prix et des salaires relatifs des pays les plus excédentaires. Une politique budgétaire plus accommodante dans les pays en fort excédent permettrait un ajustement plus rapide des balances courantes ».

Ce rapport est certes lucide mais les chances de voir se réaliser ses préconisations sont particulièrement faibles (relance de l'activité dans les pays excédentaires, inflation nettement plus élevée dans ces pays qu'ailleurs, ...). Je suis d'accord avec le professeur de science politique Christophe Bouillaud quand, en commentant ce rapport, il dit (Atlantico.fr le 23/4) : « L'inspiration institutionnelle de ce Conseil National de Productivité est à mon avis en plein accord avec la vision

“ordo-libérale“ de sortie de crise européenne promue par l'Allemagne : que chaque pays européen devienne aussi compétitif, en étant enfin fidèle aux dogmes de l'ordo-libéralisme, que l'Allemagne elle-même, et l'Euro et l'Europe seront définitivement sauvés. Or, là, par un ironique retour du destin, le premier Rapport français porte dans sa conclusion la trace d'une vision un tout petit peu keynésienne tout de même : il serait bon que l'Allemagne et les pays en excédents dans leur balance courante relancent. Le Rapport fait aussi comme s'il existait des “taux de change“ virtuels au sein même de la zone Euro, correspondant aux différentiels d'inflation et de productivité, qui peuvent provoquer de graves désajustements. En fait, à lire ces conclusions, on n'est pas très loin de se dire qu'un économiste aussi sulfureux que Jacques Sapir va finir par être *mainstream* à sa grande surprise sans doute, tout au moins sur la description de la situation, pas sur les remèdes. (...) du strict point de vue de l'analyse économique, le temps passant, il n'est plus guère possible de douter que les déséquilibres internes à la zone Euro doivent aussi voir l'Allemagne faire sa part dans le rééquilibrage. Nous sommes en effet en 2019. L'ajustement des pays du sud de la zone Euro a désormais eu lieu. Ces pays ne peuvent guère aller plus loin sans mettre en cause le fonctionnement de leur démocratie, ou amener au pouvoir des partis radicaux. Je me demande si le cas italien n'a pas joué ici son rôle. On dit souvent que l'Italie constitue le “laboratoire de l'Europe“. La montée en puissance de la Ligue de Matteo Salvini alors même qu'elle participe au gouvernement italien depuis juin 2018 peut ainsi faire réfléchir à Paris.

Par ailleurs, si l'on regarde les noms des économistes qui participent au Rapport, force est de constater qu'ils sont ceux de personnes engagées dans des carrières passant par le monde des économistes anglo-saxons les plus dominants. L'ordo-libéralisme est un produit allemand qui s'exporte finalement plutôt mal sur les marchés académiques internationalisés ».

Le vendredi 19, Les Echos nous apprennent que les Banques centrales, à commencer par celles des E.-U, de la Russie et de la Chine, se ruent sur l'or. Alors qu'après l'effondrement du système de Bretton-Woods les Banques centrales avaient massivement vendu de leur or, elles ont inversé leur comportement après la crise de 2007-2008. Cela s'explique par le fait que la liquidité est devenue la préoccupation majeure et que l'or, même démonétisé, reste la réserve de valeur ultime pour une période d'incertitudes comme en ce moment.

Le samedi 20, dans l'édition du Monde, Mark Leonard, directeur de l'European Council on Foreign Relations, établit à partir d'enquêtes d'opinion menées dans 14 pays européens une intéressante typologie en quatre groupes concernant le point de vue des personnes enquêtées sur le système politique :

- Le groupe qui croit encore au système, qui pense qu'il marche bien, au niveau de l'Union européenne [UE] et au niveau national. À l'échelle européenne, ça fait 25 % des électeurs, mais seulement 10 % en France.
- Le deuxième groupe est désespéré, comme les « gilets jaunes ». Il trouve que le système est cassé, à la fois au niveau européen et national. En moyenne européenne, cela fait 38 %, mais en France 69 % : seulement un Français sur sept pense que le système fonctionne bien !
- Le groupe des nationalistes eurosceptiques considère que l'Europe est cassée, mais que leur pays marche bien. Ils sont 14 % en Europe, et 6 % en France.
- Enfin, un autre groupe estime que son pays est cassé, mais que l'UE fonctionne bien. Ce groupe fait 14 % de la population en France et environ 25 % de la population sur le plan européen.

À la vue de ces chiffres, on comprend que Laurence Boone, économiste en chef à l'OCDE, puisse dire dans cet article qu'elle a co-écrit que « Les Français sont les champions du “European bashing“ ». En cette fin de mois, la campagne pour les élections européennes a du mal à démarrer. On note tout de même la multiplication de critiques faites par la « macronie » à l'encontre des responsables

allemands, leur reprochant en particulier leur frilosité par rapport au projet d'E. Macron. Ce faisant, les Français oublient la responsabilité considérable qu'ils ont depuis septembre 1994 dans le sérieux ralentissement du processus de construction européenne (voir ici ce qui est dit en dates des 1^{ers} septembre 1994 et 2014 sur l'opposition française au « papier de Schäuble-Lamers »).

Lundi 29, en réaction à une décision prise le 16 avril par l'Autorité bancaire européenne (EBA) au sujet de « l'affaire Danske Bank », banque danoise au centre d'un scandale de blanchiment d'argent, décision officialisée par écrit vendredi dernier et aboutissant à un « sans suite », le Commissaire européen Valdis Dombrovskis proteste énergiquement. Le hasard veut que, dans le cadre de la réforme des « gendarmes européens », les arguments de la Commission et du Parlement européen n'ont pas été pris en compte par les États membres : la décision finale prise le 14 avril ne rend pas plus indépendante l'EBA des influences nationales.

Cette affaire démontre de manière certes de manière un peu anecdotique mais pourtant aussi très symptomatique les travers de l'intergouvernementalité et la nécessité d'une bonne dose de supranationalité.

En fin de mois, l'euro cote 1,1185 \$ après avoir coté 1,1212 le vendredi 5, 1,1298 le 12, 1,1245 le 19 et 1,1149 le 26.

• Mai 2019 ->

En début de mois et de semaine, les ministres de l'économie de la « coalition hanséatique (Pays-Bas, Danemark, Finlande, Irlande, Lettonie, Lituanie et Suède) envoient une lettre au Président de l'Eurogroupe : ils ne s'opposent pas vraiment au principe d'un budget pour la zone euro mais tiennent à ce qu'il ne serve qu'à favoriser la convergence des économies et à rendre la zone plus compétitive ; pas à aider les pays à absorber des chocs économiques. Par ailleurs, ils demandent à ce que seuls les pays respectant l'État de droit et les critères du Pacte de stabilité aient droit au financement du budget de la zone euro. Concernant le montant du budget, ils veulent qu'il soit substantiellement inférieur aux 22 milliards évoqués par la Commission, sans taxe nouvelle et sans modulation cyclique ; ils veulent aussi que le budget de la zone euro soit intégré dans le cadre général du budget de l'UE.

Le lundi 6, parution dans le journal Libération d'un dossier consacré à Thomas Piketty et au manifeste auquel il a contribué de manière décisive et que nous avons présenté dans le présent document (en date du 11 décembre 2018). Est annoncée la publication de ce manifeste et du contenu du Tdem (Traité pour la démocratisation de l'Europe), au Seuil, pour jeudi.

Également le 6, le journal Le Monde fait paraître de Jézabel Couppey-Soubeyran, un article : « N'attendons pas que l'Europe brûle ». Elle partage le point de vue d'auteurs que nous citons ici même souvent, notamment Th. Piketty, X. Ragot, mais elle considère que « si ces propositions institutionnelles comme budgétaires gagneraient à être concrétisées, elles font l'impasse sur une dimension cruciale des divergences européennes : l'ultra-financiarisation des économies de la zone euro, où le secteur bancaire et financier représente près de huit fois le PIB total selon les données du Financial Stability Board ("Global Monitoring Report on NonBank Financial Intermediation", 2018). C'est souvent dans le grand balancier du cycle financier (emballement puis repli des prix des actifs, de l'immobilier, du crédit...) de chaque État membre que les déséquilibres se forment. Ne rien prévoir pour les prévenir voue toute politique économique européenne à l'échec. (...) C'est la politique économique de la zone euro qu'il faut rebâtir en y introduisant la stabilité financière comme objectif à part entière. On agirait alors à la racine financière des déséquilibres économiques, ce que la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne et la (ou les) politique(s) budgétaire(s) ne peuvent pas faire. Une politique budgétaire n'est tout simplement pas faite pour cela. Quant à la politique monétaire, elle est conçue pour la moyenne de la zone. Même en augmentant son taux d'intérêt quand les prix du crédit ou de l'immobilier s'emballent et en l'abaissant quand ils se replient, la BCE se heurterait au fait qu'il n'y a pas de cycle unique, mais bien plusieurs cycles financiers en zone euro : le cycle du crédit et de l'immobilier en Allemagne n'a rien à voir avec celui de l'Espagne, lui-même fort différent du cycle français. En s'orientant vers la stabilité financière, une politique économique de la zone euro serait enfin dotée d'un instrument d'ajustement qui viendrait utilement compléter la politique monétaire unique, laquelle permet (peut-être) d'affronter des chocs communs, mais assurément pas de réagir à des conjonctures différentes d'un pays à l'autre. (...) ». À

la fin de son article, Jézabel Couppey-Soubeyran renvoie à une étude qu'elle a produite avec Salim Dehmej en mai 2017 pour le Parlement européen où il est suggéré de mettre en place des instruments macroprudentiels pour assurer la stabilité financière et par conséquent pour réduire les divergences entre les économies de la zone euro.

Encore le 6, la Fondation Res Publica organise un colloque important sur « L'euro vingt ans après, bilan et perspectives ». Y participent J.-P. Chevènement (Président de la Fondation), J.-M. Naulot (sur l'histoire de la monnaie unique), P. Artus (sur le bilan et les perspectives de l'euro), de J. Pisani-Ferry (sur « les démons se sont-ils assagis depuis 2012 ? »), de J. Sapir (sur « peut-on et doit-on sortir de l'euro ? »), et de Ch. Noyer (sur « Où va l'euro ? »). Pour consulter ces interventions, toutes riches, aller sur le site de la Fondation (https://www.fondation-res-publica.org/L-euro-vingt-ans-apres-bilan-et-perspectives_r157.html).

Judi 9, réunion informelle du Conseil européen à Sibiu, en Roumanie. Le principal point de l'ordre du jour est un débat sur « les plans stratégiques de l'Union pour les années 2019-2024 ». Les résultats seront connus à l'issue du Conseil européen en juin. D'ici là, une autre réunion se tiendra le 28 mai pour discuter des résultats des élections au Parlement européen du 26, et aussi pour entamer le processus de nomination des dirigeants des institutions de l'UE de façon à ce que les nominations puissent intervenir en juin. Pour préparer la présente réunion, le président Donald Tusk a fait une « note décisionnelle » qui comporte plusieurs points : « Protéger les citoyens et les libertés », « Développer notre base économique : le modèle européen pour l'avenir », « Construire un avenir plus vert, plus équitable et plus inclusif », « Promouvoir les intérêts et les valeurs de l'Europe dans le monde ». Ce qui concerne plus directement notre présent document se trouve dans le second point : nous en reproduisons donc le contenu complet :

Développer notre base économique: le modèle européen pour l'avenir

Une base économique solide revêt une importance capitale pour la prospérité et la compétitivité de l'Europe, ainsi que pour son rôle sur la scène mondiale. Cela appelle une approche intégrée qui tiennent compte des défis actuels et émergents qui se posent à l'échelle mondiale ainsi que sur le plan technologique, de la sécurité et de la durabilité et qui relie l'ensemble des politiques et dimensions concernées.

Mobiliser toutes les politiques pertinentes

- approfondir et renforcer le marché unique
- définir une stratégie industrielle
- assurer une fiscalité juste et efficace
- approfondir l'UEM

Favoriser des règles du jeu équitables

- assurer une concurrence loyale
- lutter contre les pratiques déloyales et les risques en matière de sécurité
- sécuriser nos chaînes d'approvisionnement stratégique

Investir dans notre avenir

- investir dans les compétences et l'éducation des personnes
- promouvoir l'innovation et la recherche
- encourager et soutenir les investissements publics et privés, y compris dans les infrastructures
- promouvoir l'agriculture durable

Intégrer la transition numérique

- développer l'intelligence artificielle
- promouvoir l'accès aux données, leur partage et leur utilisation
- assurer la connectivité

Sur la zone euro, une seule mention, « approfondir l'UEM », mais on n'en sait pas davantage.

Concernant la lutte en faveur du climat, thème privilégié au cours de cette réunion, le Président Macron n'a pas obtenu l'adhésion qu'il souhaitait : en plus des 7 signatures en faveur de ses propositions (en particulier pour une neutralité carbone d'ici 2050) qui lui sont acquises depuis longtemps, celles du Danemark, de l'Espagne, du Portugal, de la Suède, de la Belgique, des Pays-Bas et du Luxembourg), seule celle de la Lettonie s'est rajoutée ; surtout, on ne peut que constater que l'Allemagne, pourtant associée à la démarche, a dénié le soutenir, ce qui est une prouvé supplémentaire de la discorde entre la France et l'Allemagne.

La réunion se termine par une déclaration (<https://www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2019/05/09/the-sibiu-declaration/>).

Le Président Macron s'exprime ensuite en marge de ce sommet. Comme il l'a fait déjà plusieurs fois, Emmanuel Macron parle à nouveau de l'étranger de questions franco-françaises. Le Président de la République va même jusqu'à se comporter en chef de parti et, oubliant qu'il est le président de tous les Français, il promet de mettre « toute son énergie » pour que LREM devance le Rassemblement national. Il reprend ainsi l'opposition manichéenne qu'il avait faite il y a un certain temps entre les progressistes et les nationalistes. Ce faisant, le président se comporte en véritable chef de parti et offre à Marine Le Pen l'occasion de dire qu'il transforme ainsi les élections européennes en référendum et de demander en conséquence à Emmanuel Macron de quitter ses fonctions si LREM arrive après le RN.

Le mercredi 15, la « Süddeutsche Zeitung » publie un entretien de la chancelière Angela Merkel. Elle admet qu'avec E. Macron elle a des « confrontations » : « Il existe entre nous des différences de mentalité ainsi que des différences dans la conception de nos rôles respectifs. Il en a toujours été ainsi. Et Emmanuel Macron n'est pas le premier président français avec lequel je travaille ».

Cela laisse présager que l'on se dirige vers un « bras de fer » entre les deux dirigeants en ce qui concerne les nominations aux postes-clés des institutions européennes, en particulier pour la présidence de la Commission.

Le jeudi 16, la France emprunte sur les marchés à des taux particulièrement attractifs. Le taux à 10 ans atteint son plus bas de l'année, qui équivaut à celui de fin 2016. Les souscripteurs sont surtout des Japonais.

Ce même jour, réunion à Bruxelles de l'Eurogroupe. Comme les élections européennes sont très proches, la réunion évite les sujets qui fâchent, en particulier les problèmes des finances publiques de la Grèce et de l'Italie. Mais les questions du budget de la zone euro et de son financement ont malgré tout été évoquées, avec toujours les mêmes réticences. Les décisions importantes sont donc reportées à la réunion de juin

Dans son édition du vendredi 17 et samedi 18, Les Echos font paraître un entretien du président de l'Eurogroupe, Mario Centeno, assuré par Cécil Thibaud. Celle-ci rappelle que la zone euro s'est réformée, que l'union bancaire avance et que le mécanisme de stabilité est renforcé. M. Centeno ajoute : « en décembre nous avons décidé d'un fonds commun pour assurer la solidité des banques en cas de crise grave, nous avons des nouveaux outils de supervision et des lignes de crédit plus rapides à actionner en cas de crise souveraine. Mais le meilleur instrument serait la convergence entre les économies. Cela nous rendrait plus résilients. (...). La convergence n'est pas seulement à voir avec les questions économiques mais avec les questions sociales. Nous n'avons pas prêté suffisamment d'attention au problème des inégalités, dans chaque pays et dans la zone euro en général. (...) Pour répondre à ces préoccupations, nous devons nous centrer sur l'évolution des salaires, spécialement les plus bas. Il faut mettre la question au centre de notre agenda politique. (...) On nous a dit trop longtemps qu'il n'y avait pas d'alternative à l'austérité. C'était la rengaine. Et on voit maintenant qu'elle s'est révélée contre-productive politiquement pour les partis conservateurs qui la défendaient ».

Mario Centeno fait preuve de lucidité et d'honnêteté. Sa politique, en tant que ministre des finances au Portugal, a tenu compte de ces observations, ce qui explique les bonnes performances économiques actuelles de son pays (mais il y a davantage de précarité des emplois et de bas salaires et, il faut le rappeler, le Portugal a ouvert grandes ses portes aux investisseurs chinois).

Le lundi 20, Eurostat publie un communiqué de presse sur la monnaie de facturation utilisée pour le commerce extra-européen des pays de la zone euro : « Les biens importés et exportés par l'Union européenne (UE) peuvent être facturés en différentes monnaies. En 2018, l'euro a été la monnaie la plus utilisée pour les exportations de l'UE, représentant une part de 48% du total des biens exportés vers des pays tiers, contre 35% facturées en dollars américains. Quant aux importations, c'est la situation inverse qui s'est produite, 56% d'entre elles ayant été payées en dollars américains et environ un tiers (35%) en euros. En ce qui concerne le total des échanges (somme des exportations

L'EURO

et des importations), le dollar américain a été légèrement plus utilisé que l'euro (45% contre 41%). En 2018, la part de l'euro dans le commerce extra-UE a été de 4,5 points de pourcentage (pp) inférieure par rapport à 2010, alors que la part du dollar américain était supérieure de 3,2 pp par rapport à 2010. Pour les importations, la part de l'euro était inférieure de 2,2 pp par rapport à 2010, tandis que le dollar américain gagnait 1,2 pp. En 2018, le dollar américain a été globalement la monnaie de facturation la plus utilisée, devançant l'euro de 4,0 pp ». Ces derniers chiffres montrent que l'euro a joué en 2018 un rôle international moins affirmé que dix ans plus tôt.

Par ailleurs, mais dans le même ordre d'idées, le vice-président de la BCE, Luis de Guindos, a déclaré récemment que « les banques de la zone euro ont considérablement réduit leurs activités transfrontalières depuis la crise de 2008 et environ 60 % de leurs expositions totales sont dans leurs pays d'origine », ce qui l'inquiète « à un moment où la dynamique politique pour parvenir à une union bancaire s'essouffle ».

Le mardi 21, à l'approche des élections européennes, et comme beaucoup d'autres membres de l'exécutif à commencer par le Président de la République E. Macron, le ministre français de l'économie et des finances Bruno Le Maire crie au loup en dramatisant la situation dans la zone euro lors d'une rencontre avec des journalistes de la presse diplomatique : en pointant « le risque de surévaluation des actifs et de retour d'une crise financière et le risque de crise économique que l'on voit poindre avec les guerres commerciales entre la Chine et les États-Unis », il considère que « l'euro n'a jamais été aussi menacé ».

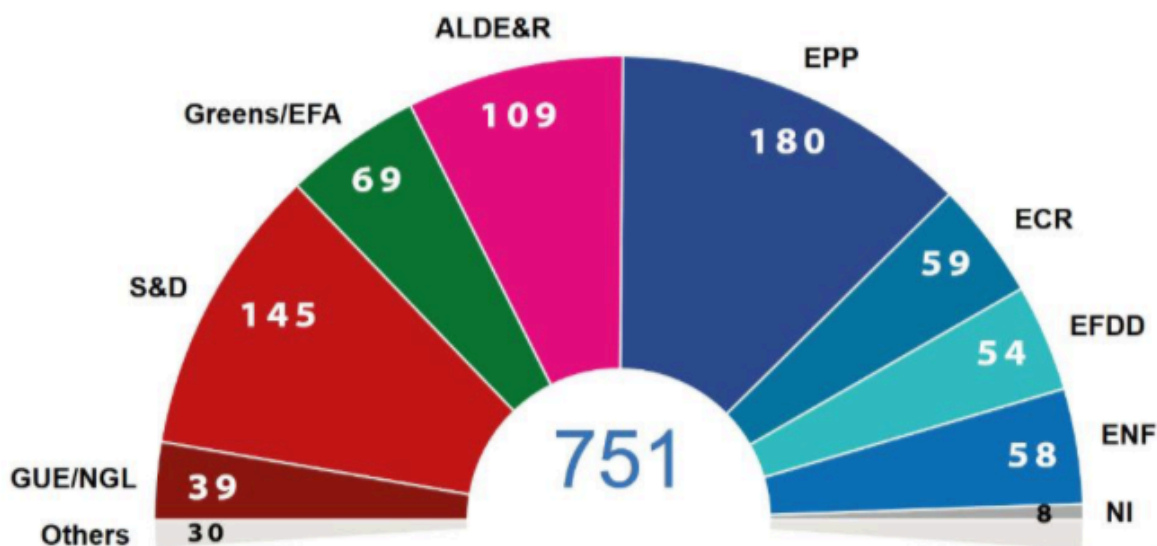
Le dimanche 26, élections au Parlement européen.

Les listes du Rassemblement national et de LREM arrivent en tête et leurs résultats ne diffèrent que de moins d'un point. On doit noter aussi le bon score de la liste écologiste (EELV) et la confirmation de la situation politique très difficile des « partis classiques ».

Tombons dans le travers consistant à considérer les élections européennes comme une sorte de 3^{ème} tour des élections présidentielles, comme nous ont incité eux-mêmes à la fois E. Macron et M. Le Pen, nous donnons ci-après les principaux résultats en les comparant à ceux du 1^{er} tour des élections présidentielles de 2017 :

	<i>Élections européennes de 2019</i>			<i>1^{er} tour des élect. présidentielles de 2017</i>		
	<i>Voix</i>	<i>% inscrits</i>	<i>% exprimés</i>	<i>Voix</i>	<i>% inscrits</i>	<i>% exprimés</i>
RN	5 281 745	11,16	23,31	7 678 491	16,14	21,30
LREM	5 076 469	10,72	22,41	8 656 346	18,19	24,01

Au niveau du Parlement européen, sa composition suite aux élections est la suivante, en date du lendemain, le lundi 27 :



Le mardi 28, dîner informel des chefs d'État ou de gouvernement de l'UE pour parler des résultats des élections au Parlement européen de dimanche dernier et, bien sûr, des nominations qu'il va falloir faire aux institutions européennes en conséquence. Sur cette question particulièrement délicate des nominations, les décisions devraient être prises lors du Conseil européen des 20 et 21 juin prochains. C'est aussi ce mardi 28 que de nouveaux billets de 100 et 200 euros sont mis en circulation.

« Ces nouveaux billets font partie d'une série baptisée « *Europe* » car deux des signes de sécurité utilisés comportent un portrait de la princesse Europe, personnage de la mythologie grecque qui a donné son nom au continent. Les billets de 5 €, 10 €, 20 € et 50 € font déjà partie de cette série.

Les signes de sécurité des coupures de cette série sont perfectionnés afin de permettre une meilleure protection contre la contrefaçon. Comme pour les autres nouvelles coupures en circulation, il sera plus facile de vérifier l'authenticité de ces billets grâce à la méthode du *toucher, regarder et incliner*. Le nouveau billet de 100 € conserve le vert comme couleur dominante tout en s'inspirant du style architectural baroque et rococo. Le nouveau billet de 200 € garde lui, la couleur jaune et le style architectural verre et acier du XIX^e siècle.

À ce jour, le nombre total de billets en circulation dans la zone euro s'élève à 21 milliards de coupures, la valeur totale de ces billets atteignant environ 1 200 milliards d'euros » (Service public.fr).

Le mercredi 29, maintenant que les élections européennes sont passées, la Commission européenne envoie aux responsables italiens une lettre les sommant de s'expliquer sur la détérioration de leurs finances publiques. La prochaine étape pourrait être le lancement de la procédure pour déficit excessif.

Le mercredi 29, maintenant que les élections européennes sont passées, la Commission européenne envoie aux responsables italiens une lettre les sommant de s'expliquer sur la détérioration de leurs finances publiques. La prochaine étape pourrait être le lancement de la procédure pour déficit excessif. Parallèlement à ce durcissement de la position de la Commission, la Ligue italienne, le parti de Matteo Salvini, le grand vainqueur des élections européennes, imagine le lancement de mini-BOTs (Buoni Ordinario del Tesorero) qui pourraient devenir une monnaie parallèle à l'euro et, ce faisant, pallier une pénurie de liquidité dans le cas d'une transition vers une sortie de l'Italie de la zone euro. Cette rumeur alimente bien sûr le « bras de fer » entre l'Italie et la Commission européenne.

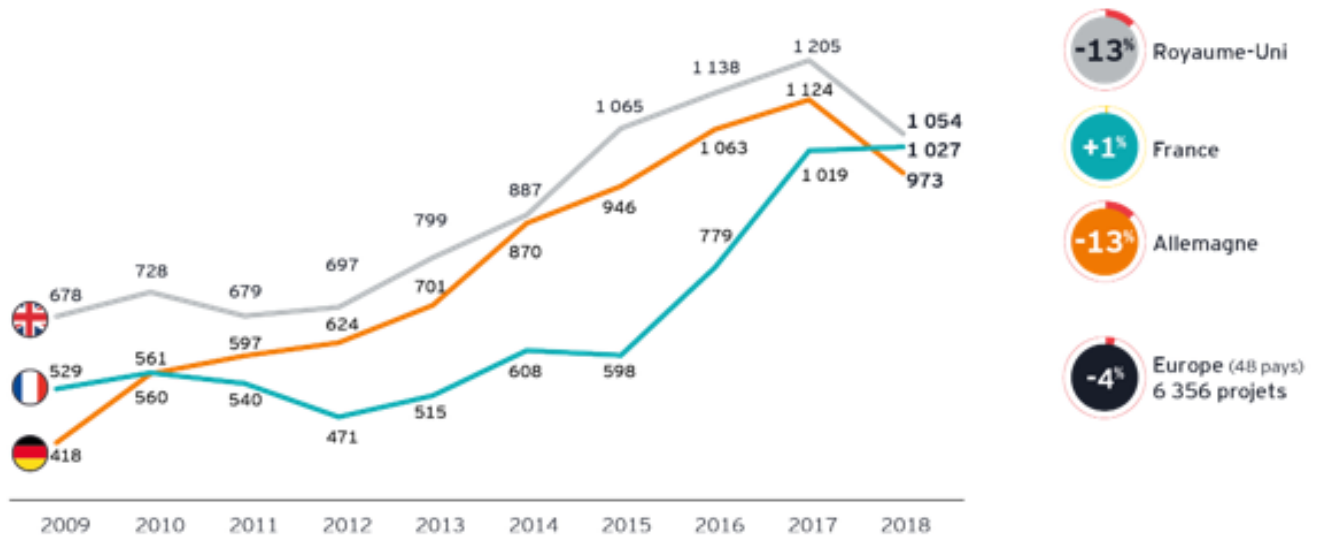
Ce projet italien de monnaie parallèle ressemble selon nous au projet qu'avait imaginé Yanis Varoufakis pour son pays lors de la crise grecque, tel qu'il l'explique très clairement dans son bel ouvrage : « Conversations entre adultes ; dans les coulisses secrètes de l'Europe » (Éditions Babel, février 2019), pages 105 et suivantes.

L'EURO

Le vendredi 31, l'euro cote 1,1162\$ après avoir coté 1,1193 le 3, 1,1238 le 10, 1,1158 le 17 et 1,1202 le 24.

• Juin 2019 ->

En ce début de mois, publication du « baromètre EY » concernant l'attractivité des territoires nationaux en 2018 montre que la France redresse la mauvaise situation dans laquelle elle était depuis plusieurs années : elle dépasse même l'Allemagne pour le nombre de projets d'investissements étrangers (IDE). La France enregistre une augmentation de 85% des projets dans les activités de recherche et de développement, soit 2 fois plus que le RU. et l'Allemagne réunies.



Pour maintenir et même améliorer ce résultat très encourageant, les investisseurs étrangers considèrent d'une part que les priorités à long terme sont pour la France le développement des compétences (37% des investisseurs étrangers), le soutien des PME (36%) et le renforcement de la compétitivité et de l'innovation (32%) et d'autre part que des réformes sont à faire :

Quelles sont les réformes qui pourraient jouer en faveur de l'attractivité en France ?



Parmi les investisseurs étrangers intéressés par la France, figurent de nombreux Allemands : cela s'explique par la difficulté qu'ils ont à investir chez eux parce que le plein emploi bloque les possibilités d'embauche et aussi par l'attrait fiscal que représente les « crédit-impôt recherche » en France. Ces IDE allemands sont aussi -et surtout- une bonne nouvelle dans la mesure où l'Allemagne utilise ainsi son épargne pléthorique au sein de la zone euro et non à l'extérieur, ce qui est favorable à l'équilibre de la zone, même si cela reste encore très insuffisant.

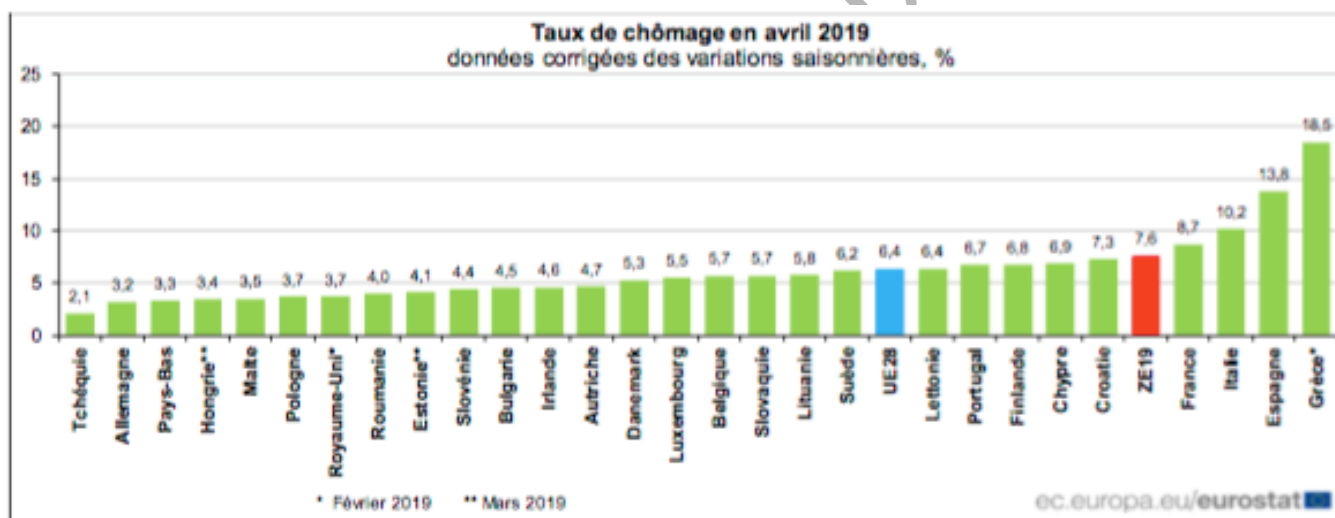
Le samedi 1^{er}, le gouverneur de la Banque centrale d'Irlande, Philip Lane, devient le chef économiste de la BCE et remplace donc à ce poste le Belge Peter Praet.

Mardi 4, publication par Eurostat de résultats macroéconomiques intéressants :

Taux d'inflation annuel et de ses composantes (en %) dans la zone euro

	Poids (%) 2019	Mai 2018	Déc 2018	Jan 2019	Fév 2019	Mars 2019	Avr 2019	Mai 2019
Ensemble de l'IPCH	1000,0	2,0	1,5	1,4	1,5	1,4	1,7	1,2e
Ensemble hors :								
> énergie	898,7	1,5	1,1	1,3	1,3	1,0	1,3	1,0e
> énergie, aliments non transformés	854,0	1,4	1,1	1,2	1,2	1,0	1,4	1,0e
> énergie, alimentation, alcool et tabac	708,5	1,2	0,9	1,1	1,0	0,8	1,3	0,8e
Alimentation, alcool et tabac	190,1	2,5	1,8	1,8	2,3	1,8	1,5	1,6e
> aliments transformés y compris alcool et tabac	145,4	2,2	1,7	1,8	2,1	2,0	1,7	1,9e
> aliments non transformés	44,7	3,6	1,8	1,8	2,9	1,1	0,8	0,4e
Énergie	101,3	6,2	5,5	2,7	3,6	5,3	5,3	3,8e
Biens industriels hors énergie	263,8	0,2	0,2	0,3	0,4	0,1	0,2	0,3e
Services	444,7	1,9	1,3	1,6	1,4	1,1	1,9	1,1e

e estimation



2 remarques :

1. Le taux de chômage en zone euro est tombé en avril à 7,6%, résultat le plus bas depuis plus de 10 ans ; la France, qui enregistre aussi une baisse de son taux de chômage, fait quand même partie des 4 pays de la zone euro dont le taux dépasse la moyenne de la zone. Le taux de la zone euro est supérieur à celui de l'UE ; et cela est le cas depuis 2004.

2. La baisse concomitante du taux d'inflation et du taux de chômage constitue une réfutation de la « loi de Phillips » et traduit une disparition de la notion de NAIRU (le taux de chômage qui se conjugue avec une stabilité de l'inflation à l'équilibre) puisque le taux de chômage n'a plus d'effet sur l'évolution du salaire nominal et que celui-ci n'est plus indexé sur le taux d'inflation anticipée. Puisque le salaire nominal n'évolue plus en fonction du taux de chômage et ni en fonction de l'inflation, on a une modification profonde de l'analyse macroéconomique. Plus même, alors que dans le modèle traditionnel c'est la demande qui détermine l'inflation et ce sont les gains de productivité et le marché du travail qui déterminent le taux de chômage, dorénavant, c'est la demande qui détermine le taux de chômage (d'où l'intérêt de soutenir la demande pour lutter contre le chômage) et ce sont les gains de productivité et le fonctionnement du marché du travail qui déterminent le taux d'inflation.

À propos de la loi de Phillips, il faut établir une nuance entre le cas des États-Unis où elle n'est plus vérifiée et celui de l'Europe où l'amélioration de l'emploi a bel et bien fait augmenter les salaires. Mais cela n'a pas pour autant donné lieu à une reprise de l'inflation parce que les entreprises européennes

L'EURO

n'ont pas de réel pouvoir pour décider de leurs prix : leur rentabilité se trouve ainsi « coincée » entre des coûts salariaux qui augmentent et des prix contraints à la stabilité relative par la concurrence mondiale.

Mercredi 5, comme attendu, le Commission européenne déclenche à l'encontre de l'Italie la procédure de déficit excessif fondée sur la dette. Ce sera à l'Eurogroupe de confirmer ou non cette procédure, mais, compte tenu des délais de la procédure, ce n'est pas avant juillet 2020 que la procédure pourra effectivement être lancée.

Jeudi 6, tenue à Vilnius en Lituanie de la réunion de la BCE sur la politique monétaire.

Dans sa conférence de presse qui suit la réunion du Conseil des Gouverneurs, le Président Mario Draghi déclare notamment :

« Premièrement, nous avons décidé de ne pas modifier les **taux d'intérêt directeurs de la BCE**. Nous prévoyons désormais qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins pendant le premier semestre 2020 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Deuxièmement, nous entendons poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle nous commencerons à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Troisièmement, s'agissant des modalités de la nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III), nous avons décidé que le taux d'intérêt de chaque opération sera supérieur de 10 points de base au taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème sur la durée de chaque TLTRO. Pour les banques dont les prêts nets éligibles dépassent une valeur de référence, le taux appliqué aux TLTRO III sera plus bas et pourra être aussi bas que le taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt sur la durée de l'opération, majoré de 10 points de base. (...) Le Conseil des gouverneurs a également estimé que, à ce stade, la contribution positive des taux d'intérêt négatifs à l'orientation accommodante de la politique monétaire et à la convergence durable de l'inflation n'est pas compromise par leurs éventuels effets secondaires sur l'intermédiation bancaire. Nous continuerons toutefois de surveiller étroitement le canal de transmission bancaire de la politique monétaire et d'étudier les arguments en faveur de mesures compensatrices.

Les décisions de politique monétaire adoptées ce jour visent à apporter le soutien monétaire nécessaire pour que l'inflation continue de suivre une trajectoire durable vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme (...).

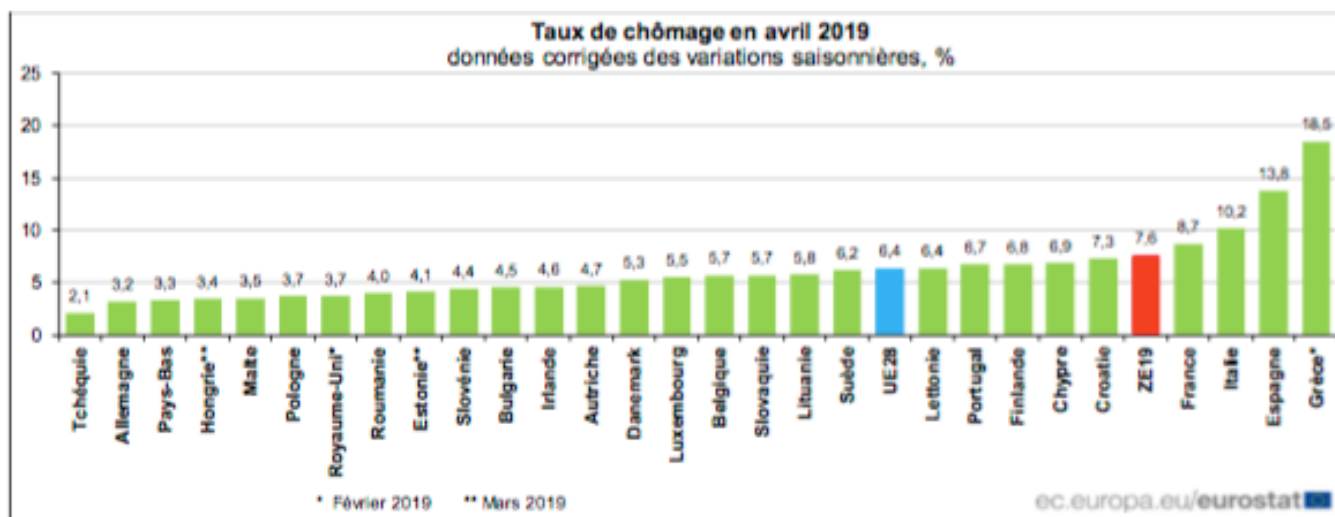
Le samedi 1^{er}, le gouverneur de la Banque centrale d'Irlande, Philip Lane, devient le chef économiste de la BCE et remplace donc à ce poste le Belge Peter Praet.

Mardi 4, publication par Eurostat de résultats macroéconomiques intéressants :

Taux d'inflation annuel et de ses composantes (en %) dans la zone euro

	Poids (%) 2019	Mai 2018	Déc 2018	Jan 2019	Fév 2019	Mars 2019	Avr 2019	Mai 2019
Ensemble de l'IPCH	1000,0	2,0	1,5	1,4	1,5	1,4	1,7	1,2e
Ensemble hors:								
> énergie	898,7	1,5	1,1	1,3	1,3	1,0	1,3	1,0e
> énergie, aliments non transformés	854,0	1,4	1,1	1,2	1,2	1,0	1,4	1,0e
> énergie, alimentation, alcool et tabac	708,5	1,2	0,9	1,1	1,0	0,8	1,3	0,8e
Alimentation, alcool et tabac	190,1	2,5	1,8	1,8	2,3	1,8	1,5	1,6e
> aliments transformés y compris alcool et tabac	145,4	2,2	1,7	1,8	2,1	2,0	1,7	1,9e
> aliments non transformés	44,7	3,6	1,8	1,8	2,9	1,1	0,8	0,4e
Énergie	101,3	6,2	5,5	2,7	3,6	5,3	5,3	3,8e
Biens industriels hors énergie	263,8	0,2	0,2	0,3	0,4	0,1	0,2	0,3e
Services	444,7	1,9	1,3	1,6	1,4	1,1	1,9	1,1e

e estimation



2 remarques :

1. Le taux de chômage en zone euro est tombé en avril à 7,6%, résultat le plus bas depuis plus de 10 ans ; la France, qui enregistre aussi une baisse de son taux de chômage, fait quand même partie des 4 pays de la zone euro dont le taux dépasse la moyenne de la zone. Le taux de la zone euro est supérieur à celui de l'UE ; et cela est le cas depuis 2004.
2. La baisse concomitante du taux d'inflation et du taux de chômage constitue une réfutation de la « loi de Phillips » et traduit une disparition de la notion de NAIRU (le taux de chômage qui se conjugue avec une stabilité de l'inflation à l'équilibre) puisque le taux de chômage n'a plus d'effet sur l'évolution du salaire nominal et que celui-ci n'est plus indexé sur le taux d'inflation anticipée. Puisque le salaire nominal n'évolue plus en fonction du taux de chômage et ni en fonction de l'inflation, on a une modification profonde de l'analyse macroéconomique. Plus même, alors que dans le modèle traditionnel c'est la demande qui détermine l'inflation et ce sont les gains de productivité et le marché du travail qui déterminent le taux de chômage, dorénavant, c'est la demande qui détermine le taux de chômage (d'où l'intérêt de soutenir la demande pour lutter contre le chômage) et ce sont les gains de productivité et le fonctionnement du marché du travail qui déterminent le taux d'inflation.

Mercredi 5, comme attendu, le Commission européenne déclenche à l'encontre de l'Italie la procédure de déficit excessif fondée sur la dette. Ce sera à l'Eurogroupe de confirmer ou non cette procédure, mais, compte tenu des délais de la procédure, ce n'est pas avant juillet 2020 que la procédure pourra effectivement être lancée.

Jedi 6, tenue à Vilnius en Lituanie de la réunion de la BCE sur la politique monétaire.

Dans sa conférence de presse qui suit la réunion du Conseil des Gouverneurs, le Président Mario Draghi déclare notamment :

« Premièrement, nous avons décidé de ne pas modifier les **taux d'intérêt directeurs de la BCE**. Nous prévoyons désormais qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins pendant le premier semestre 2020 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Deuxièmement, nous entendons poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle nous commencerons à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Troisièmement, s'agissant des modalités de la nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III), nous avons décidé que le taux d'intérêt de chaque opération sera supérieur de 10 points de base au taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème sur la durée de chaque TLTRO. Pour les banques dont les prêts nets éligibles dépassent une valeur de référence, le taux appliqué aux TLTRO III sera plus bas et pourra être aussi bas que le taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt sur la durée de l'opération, majoré de 10 points de base. (...) Le Conseil des gouverneurs a également estimé que, à ce stade, la contribution positive des taux d'intérêt négatifs à l'orientation accommodante de la politique monétaire et à la convergence durable de l'inflation n'est pas compromise par leurs éventuels effets secondaires sur l'intermédiation bancaire. Nous continuerons toutefois de surveiller étroitement le canal de transmission bancaire de la politique monétaire et d'étudier les arguments en faveur de mesures compensatrices.

Les décisions de politique monétaire adoptées ce jour visent à apporter le soutien monétaire nécessaire pour que l'inflation continue de suivre une trajectoire durable vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme (...).

Mardi 11, intervention du Président Macron au cours de la Conférence annuelle de l'OIT (<https://www.elysee.fr/emmanuel-macron/2019/06/11/centenaire-de-lorganisation-internationale-du-travail>).

On en retiendra des moments forts :

« (...) Ces dernières décennies sont marquées par une crise profonde – économique, sociale, environnementale, politique et donc civilisationnelle – qui nous impose de réagir. Et cette crise, elle est là. Et nous l'avons vécue dans nos propres sociétés. C'est la crise vécue par des territoires, des concitoyens à qui on a expliqué que l'ouverture du monde était bonne et pacificatrice, ce qui était vrai, mais qui ont découvert l'autre face de cette mondialisation qui rimait avec délocalisation, qui rimait parfois avec dégradation de leurs conditions de vie, d'organisation ou de travail, et ce fut la découverte d'un dumping social, environnemental qui a rythmé les dernières décennies. Ces dernières décennies ont été marquées par quelque chose qui n'est plus le libéralisme et l'économie sociale de marché, mais qui a été depuis quarante ans l'invention d'un modèle néolibéral et d'un capitalisme d'accumulation qui, en gardant les prémisses du raisonnement et de l'organisation, en a perverti l'intimité et l'organisation dans nos propres sociétés. La rente peut se justifier quand elle est d'innovation, mais peut-elle se justifier dans ces conditions lorsque la financiarisation de nos économies a conduit à ces résultats ? Et en avons-nous tiré toutes les conséquences ? Je ne crois pas. Ces dix dernières années, nous n'avons pas tiré l'ensemble des conséquences des crises que nous avons vécues. La grande crise financière et économique de 2008-2010 nous a conduit à réagir, nous avons su apporter une réponse à la crise des dettes souveraines et des systèmes financiers. Nous n'avons pas réellement changé le modèle d'organisation du capitalisme. Nous avons conduit à des ajustements dans plusieurs pays, pas le mien je dois le dire, mais dans beaucoup de pays au sud de l'Europe ou ailleurs, à des ajustements brutaux inédits depuis la Deuxième Guerre mondiale ont été conduits et qui ont permis l'ajustement de ces économies par les salariés avec des reculs qui ne s'étaient jamais connus en temps de paix. De la même manière l'accumulation des richesses dans certains lieux et chez certains s'est accélérée ces dernières décennies. Je défends pour ma part une économie de progrès, je crois dans l'innovation technologique, entrepreneuriale, je la défends dans mon pays, en Europe et dans les enceintes multilatérales. Mais il n'en demeure pas moins que quelque chose ne fonctionne plus dans l'organisation de ce capitalisme. On doit tous regarder en face la situation quand ce modèle profite de plus en plus à quelques-uns et qu'il conduit à des déséquilibres territoriaux qui fracturent toutes nos démocraties. Et ça ne touche plus uniquement quelques pays, les pays qui sont à la pointe de la mondialisation le vivent, y compris ceux dont le PIB progresse le plus. Nous avons donc un système dont les progrès macroéconomiques se construisent sur des déséquilibres microéconomiques et territoriaux, c'est ça le monde dans lequel nous vivons. (...) ».

Que ces paroles sont belles et bonnes !

Mercredi 12, avant la réunion d'Écofin de jeudi et vendredi, la Commission européenne demande aux gouvernements européens de donner un nouvel élan à l'intégration de la zone euro. Son vice-président Valdis Dombrovskis regrette qu'aucun progrès ne soit fait et craint que les discussions ne soient particulièrement difficiles.

Jeudi 13, le « Cercle » du périodique Les Echos publie une tribune d'Olivier Blanchard, ancien chef économiste du FMI et aujourd'hui professeur d'économie au MIT.

Les analyses d'O. Blanchard sont importantes à connaître (<https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/pour-une-refonte-des-regles-budgetaires-en-europe-1028816>) :

« Plus tôt dans l'année, j'ai fait valoir qu'au sein des pays présentant des taux d'intérêt bas et une dette publique considérée comme sûre par les investisseurs - la dette étant alors moins coûteuse d'un point de vue à la fois budgétaire et économique - des déficits budgétaires plus importants pouvaient s'avérer nécessaires afin de compenser les restrictions de la politique monétaire. La zone euro a désormais atteint ce stade. Après la crise financière de 2008 et la crise de l'euro survenue par la suite, la politique monétaire a joué un rôle crucial dans la stabilisation et la redynamisation de la zone euro. Pragmatisme, créativité et flair politique ont été nécessaires de la part du président de la Banque centrale européenne (BCE) Mario Draghi pour accomplir cet exploit. Pour autant, et bien que la politique monétaire n'ait pas encore atteint ses limites, nul ne saurait espérer d'elle qu'elle joue à nouveau le même rôle. Par opposition, la politique budgétaire, autre composante clef d'une saine gestion macroéconomique keynésienne, n'a pas été suffisamment utilisée en tant qu'outil cyclique, avec pour résultat une production de la zone euro encore en dessous de son niveau potentiel.

Il y a là un problème urgent, qui ne pourra être résolu par aucun État à lui seul, tant ce problème exige une réponse concertée de la part de la zone euro. Mais si la nécessité d'un budget commun de la zone euro dans lequel il serait possible de puiser des dépenses supplémentaires est aujourd'hui plus pressante que jamais auparavant, cette démarche impliquerait un partage des risques entre les États membres, ce qui constitue une problématique politiquement difficile.

La mise en œuvre d'autres mesures dans la zone euro n'en demeure pas moins possible, à commencer par un changement des règles budgétaires. En présence de taux d'intérêt si peu élevés, le plafond de 60 % du PIB qui régit la dette ne constitue pas une cible judicieuse (si tant est qu'il ne l'ait jamais été). Non seulement cette limite devrait être fixée plus haut, mais l'exigence d'un délai imparti de réajustement à cette limite pour les États membres qui la dépassent devrait être assouplie. Par ailleurs, les décideurs de la politique monétaire disposant d'une faible marge de manœuvre, il est nécessaire que l'Union européenne confère aux gouvernements davantage de liberté dans la stimulation de la demande via la politique budgétaire. Cela signifierait assouplir également la limite de 3 % du PIB pour les déficits budgétaires. (...) ».

C'est bien de lire sous la plume de ce macroéconomiste réputé, et pourtant pas hétérodoxe, qu'« une saine gestion macroéconomique keynésienne n'a pas été suffisamment utilisée en tant qu'outil cyclique » et qu'il convient de sortir du dogme des règles budgétaires (3% de déficit et 60% de dette publics). Notons cependant que ces deux règles sont en réalité très différentes même si elles sont interdépendantes puisqu'un budget en déficit nourrit la dette et qu'une forte dette aggrave le déficit par la masse des intérêts à payer. Elles sont très différentes pour le policy mix parce que le budget est un flux et que la dette est un stock : si, sous prétexte que la Banque centrale mène une politique de taux bas, on laisse « filer » le déficit, la dette s'alourdit et cela contraint la Banque centrale à poursuivre sa politique monétaire expansive pour préserver la solvabilité budgétaire des États (certains économistes considèrent que cet objectif est en réalité le seul que poursuit de fait la BCE depuis maintenant plusieurs années en menant une politique monétaire expansive puisque les banques n'ont pas besoin de prêter davantage, que la faiblesse de l'inflation a des causes structurelles et que la politique monétaire ne réussit pas à soutenir la demande), alors que la politique budgétaire expansive pourrait apparemment permettre à la Banque centrale de « normaliser » sa politique monétaire. Si l'action de la BCE a pour principal, voire pour seul motif de préserver la solvabilité budgétaire des États se posent alors deux questions : d'une part, la BCE n'est-elle pas tombée sous la coupe des États, et donc n'a-t-elle pas renoncé à son indépendance, et d'autre part, elle est amenée en définitive à monétiser les dettes publiques, ce qui est en principe interdit par ses statuts. La question pragmatique essentielle qui se pose alors est de savoir si les avantages retirés de cette monétisation excèdent ses coûts. Ajoutons que le soutien de la demande est un moyen de réduire l'excédent extérieur et qu'il devient un moyen d'élever la production à la condition que le taux d'emploi et/ou la productivité augmentent de façon à ce que progresse la croissance potentielle ; autrement dit que les caractéristiques d'offre accompagnent favorablement cette politique de soutien de la demande.

Vendredi 14, après une douzaine d'heures d'après discussions, la réunion de l'Eurogroupe à Luxembourg débouche au petit matin sur une « percée » en ce qui concerne le budget de la zone euro pour reprendre le terme du ministre français de l'économie, Bruno Le Maire.

Peu après la fin de la réunion, le Président de l'Eurogroupe Mario Centeno fait une déclaration dont nous reproduisons ci-après les principaux éléments sur ce sujet :

« (...) Le renforcement de l'euro est clairement un sujet qui nous empêche de dormir la nuit.

La réunion de l'Eurogroupe de juin, qui s'est achevée aux petites heures de la matinée, a mis fin au cycle de travail intense des ministres des Finances et de leurs équipes au cours des six derniers mois sur la réforme de la zone euro. De nombreux sujets ont été abordés dans un réseau de négociations très complexe. Des efforts supplémentaires sont nécessaires, mais aujourd'hui, nous avons pris un certain nombre de petites mesures qui, ensemble, ont abouti à de réels progrès. (...)

Nous avons procédé à un débat sur les inégalités dans la zone euro. Le distingué professeur Philippe Aghion nous a fourni des informations économiques éclairantes sur la question. Il a expliqué comment concilier innovation et croissance inclusive.

L'analyse de la Commission montre que l'inégalité des revenus est relativement faible dans les pays de la zone euro par rapport à d'autres régions du monde. Cependant, la réduction des inégalités reste une priorité. La Commission a examiné la portée des mesures prises pour parvenir à une croissance inclusive.

La croissance inclusive joue également un rôle clé dans le renforcement de la résilience, la promotion de la convergence et le consensus politique autour des réformes structurelles. Les ministres ont souligné qu'il importait de s'attaquer aux causes profondes des inégalités, telles que les changements technologiques et le faible investissement en compétences.

Ce sujet a donné lieu à une discussion animée, illustrant la nécessité d'aborder le sujet des inégalités au niveau européen et de le penser dans une perspective véritablement européenne. Par exemple, nous devons améliorer la collecte de données et développer des indicateurs sur les inégalités qui traitent la zone euro comme une entité. Ces indicateurs ne sont pas disponibles aujourd'hui. (...)

L'EURO

L'Eurogroupe a suivi l'avis du Comité économique et financier dans lequel il était convenu avec la Commission qu'une procédure basée sur la dette était justifiée. Et l'Italie est invitée à prendre les mesures nécessaires pour assurer le respect des dispositions du pacte de stabilité et de croissance.

Nous avons été assez rapides dans la première partie de notre ordre du jour. Un peu moins dans la deuxième partie, sur la réforme de l'UEM.

Notre objectif était de progresser encore dans trois domaines clés en prévision du sommet sur l'euro : l'instrument budgétaire pour la convergence et la compétitivité, le traité MES et l'Union bancaire.

Premièrement, nous nous sommes mis d'accord sur les principales caractéristiques de l'instrument budgétaire. C'était exactement le mandat que nous avons obtenu des dirigeants en décembre. Nous nous sommes mis d'accord sur une liste de termes décrivant ces caractéristiques que je soumettrai au président du Conseil européen.

Il s'agit d'un pas en avant important dans le processus d'approfondissement de la monnaie unique. L'instrument contribuera à accroître la convergence et la compétitivité de nos économies grâce à une croissance plus inclusive, une meilleure résilience et un processus de gouvernance renforcé de la zone euro.

Eurosummit et Eurogroup auront un rôle stratégique dans la définition des priorités précises à financer. L'instrument financera les réformes structurelles et les investissements publics dans des propositions cohérentes des États membres, reflétant nos orientations communes et les autres conditions nécessaires.

Lorsque nous parlons d'un budget, la taille compte et c'est ce que décideront les dirigeants plus tard dans l'année. Mais la conception de l'instrument est également pertinente. En matière de gouvernance, nous travaillerons à codifier les dispositifs de gouvernance dédiés dans une loi supplémentaire. Sur le financement, nos discussions ont couvert beaucoup de terrain, mais il reste encore beaucoup à faire pour définir les sources de financement appropriées. Nous continuerons à explorer les options au niveau politique.

Nous nous sommes mis d'accord sur une liste complète des principales caractéristiques et nous avons maintenant encore du travail à faire pour décider des éléments restants et tout mettre en place. C'est néanmoins un pas en avant.

Nous avons également conclu un large accord sur la révision du traité MES pour mettre en œuvre l'accord politique conclu en décembre 2018. Cet accord couvre un large éventail de questions, notamment le support commun pour la résolution des défaillances bancaires et les instruments de précaution. Il existe également des aspects institutionnels et la question de la coopération entre le MES et la Commission européenne dans le cadre de programmes et en dehors.

Ce n'était pas encore la fin de nos travaux sur la réforme du MES. Au cours du deuxième semestre de l'année, nous devons aligner une série de documents juridiques sur le traité révisé sur la gestion écologiquement rationnelle. Cela nous permettra ensuite de conclure un accord sur un ensemble complet de documents d'ici la fin de l'année et de lancer le processus de ratification. Ceci est conforme à notre accord de décembre.

En ce qui concerne l'union bancaire, nous avons décidé depuis décembre d'élargir la portée de nos discussions sur un système européen de garantie des dépôts (EDIS).

Nous avons mis en place un groupe de travail de haut niveau au niveau de nos adjoints en janvier. Le rapport du président de ce groupe présente une vision plus large de ce à quoi pourraient ressembler les éléments clés de la future union bancaire "en état stable". Il existe une large convergence sur les principes qui devraient guider le renforcement de l'Union bancaire.

Les pays ne sont pas encore prêts à prendre une décision sur les prochaines étapes. Plus de travail est nécessaire sur ce dossier et nous devons définir la séquence du processus de prise de décision. Cela devrait inclure l'élaboration d'une feuille de route en vue de l'ouverture de négociations politiques sur un système européen de garantie des dépôts (EDIS) et nous avons chargé le groupe de travail de haut niveau de faire rapport à nouveau en décembre 2019. Le résultat pourrait ensuite alimenter le prochain cycle institutionnel. (...) L'Europe a besoin d'un esprit de compromis. C'est le ciment qui peut nous garder ensemble à mesure que nous progressons ».

Cet accord des ministres au niveau de l'Eurogroupe sera présenté lors du Sommet de Bruxelles de la semaine prochaine.

La notion de budget de la zone euro a été écartée au profit de l'expression « instrument budgétaire pour la compétitivité et la convergence ». Il s'agit donc de financer des réformes structurelles comme par exemple celle de la formation professionnelle. Les pays qui ne respecteront pas leurs engagements devront rembourser les fonds alloués. Cet instrument sera incorporé dans le budget de l'UE dont il représentera un certain pourcentage à négocier : on parle d'une enveloppe de 17 milliards d'euros répartis sur 7 ans entre les 19 pays, ce qui est très inférieur aux plusieurs centaines de milliards que souhaitait E. Macron (assurément, les participants à l'Eurogroupe n'ont pas lu la tribune d'Olivier Blanchard parue la veille et dont on donne de larges extraits plus haut). Rien n'est dit sur le financement de cet « instrument budgétaire ». Bref, malgré la satisfaction affichée par B. Le Maire, « la montagne accouche d'une souris » et le projet d'E. Macron de réformer profondément la zone euro pour en assurer la survie est très compromis. Le comportement des eurodéputés

L'EURO

« macroniens » au Parlement européen, et plus spécialement de sa tête de liste, n'est pas fait pour rendre la voix de la France plus crédible ni audible. Par ailleurs, la réforme du MES est une bonne nouvelle mais on reste dans l'impasse sur le sujet crucial de l'union bancaire pourtant ouvert en 2012.

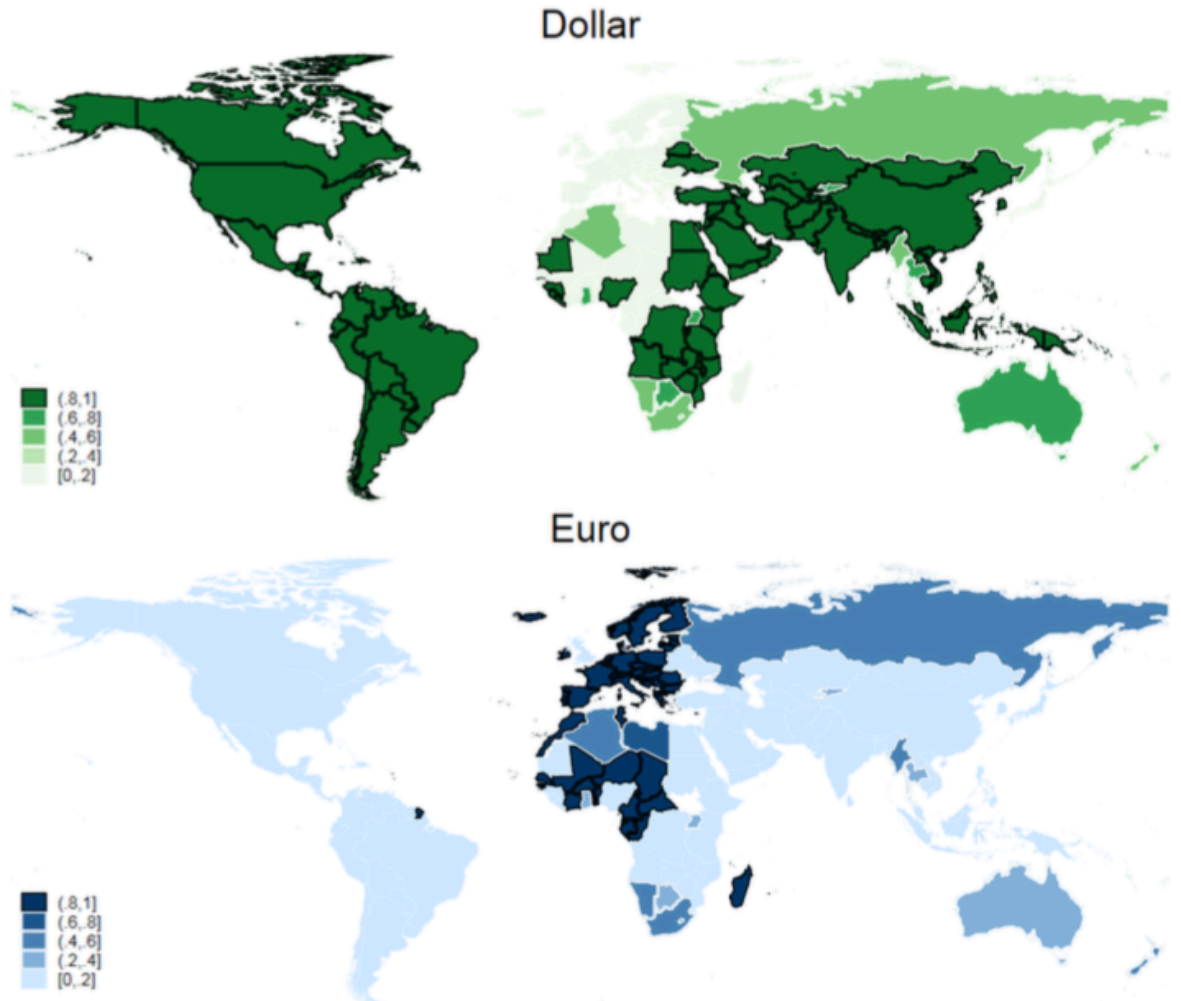
En cette mi-juin, la BCE publie un rapport sur le rôle international de l'euro (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.ire201906~f0da2b823e.en.pdf?5e2f2979de08d8c0e2d05b230dad4f11>)

Nous en reproduisons des cartes et schémas particulièrement évocateurs :

The euro currency area is the second most important in the world

Estimated co-movement with the dollar (upper panel) and the euro (lower panel)

(percentages derived from the β coefficient estimates discussed above)



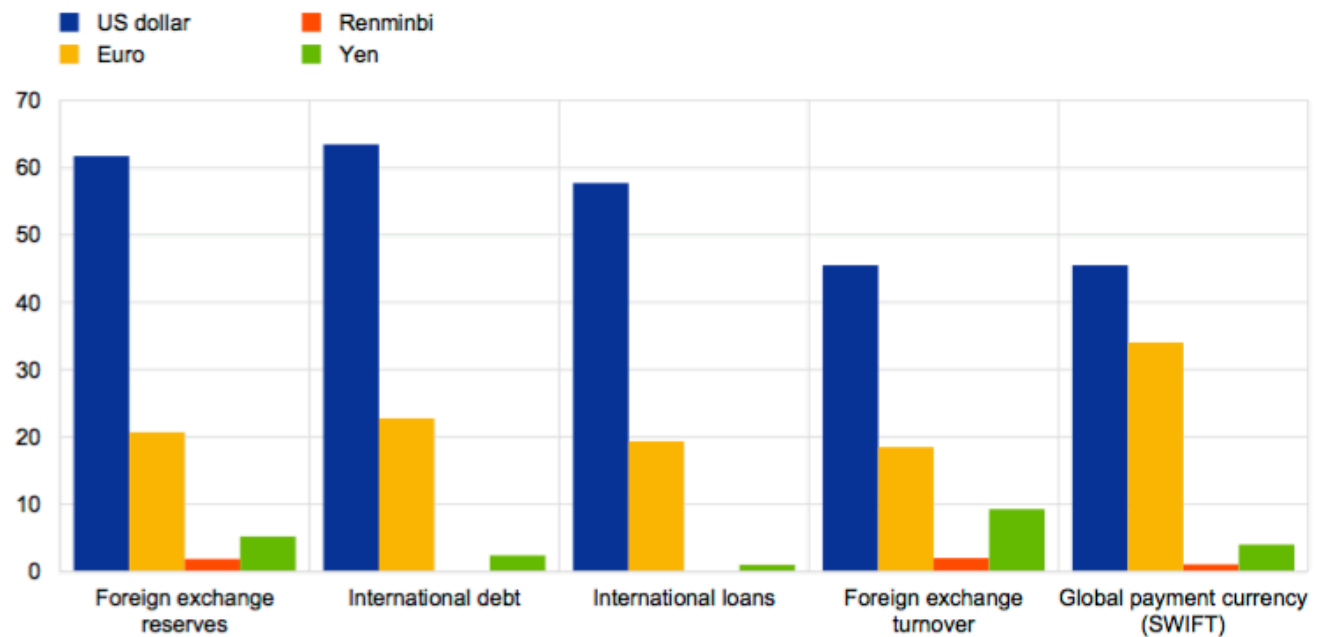
Sources: ECB, BIS and ECB staff calculations.

Notes: The estimates are for December 2018. The boundaries shown on this map do not imply acceptance by the ECB.

The euro remains the second most important currency in the international monetary system

Snapshot of the international monetary system

(percentages)



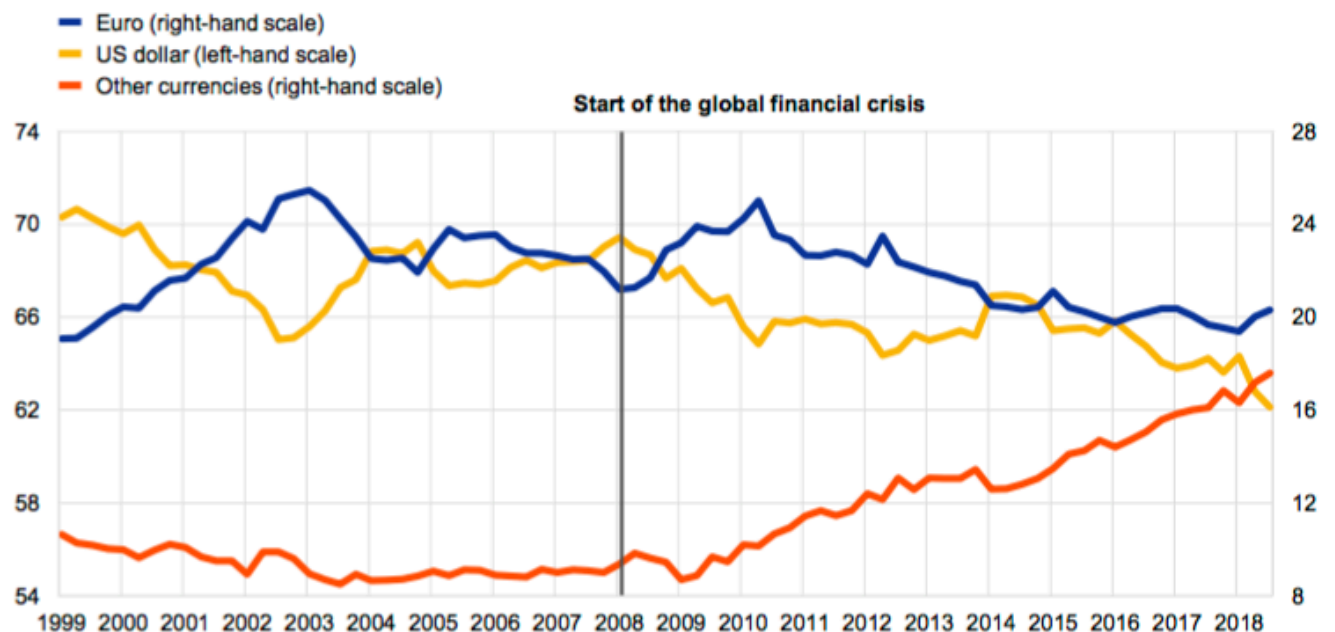
Sources: BIS, CLS Bank International, IMF, SWIFT and ECB calculations.

Note: The latest data are for the fourth quarter of 2018 or the latest available.

The share of the euro in global foreign exchange reserves increased in 2018

Developments in the shares of the euro, US dollar and other currencies in global official holdings of foreign exchange reserves

(percentages; at constant Q4 2018 exchange rates)



Sources: IMF and ECB calculations.

Note: The latest observation is for the fourth quarter of 2018.

Également en cette mi-juin, Facebook annonce pour 2020 le lancement d'une cryptomonnaie, la Libra. Pour l'instant, mais c'est déjà beaucoup, une vingtaine de groupes s'associent à ce projet, parmi

lesquels Uber, Visa, Paypal. Cette monnaie virtuelle, fonctionnant avec la technologie « blockchain » (voir notre document « l'intermédiation financière »), reposerait sur un panier de devises telles que le dollar et l'euro et sa stabilité serait assurée par des réserves constituées en actifs sûrs comme des dettes publiques. La Libra se distinguerait nettement du Bitcoin parce qu'elle serait un réel moyen de paiement et non pas un actif de spéculation. Mais ce ne serait pas non plus une monnaie comme les monnaies que créent les banques : ce serait en quelque sorte une monnaie de substitution par digitalisation des devises sur lesquelles elle s'appuierait. On ne peut donc pas dire que Facebook et les autres groupes qui lui sont liés par ce projet deviendraient des créateurs de monnaie ; il n'empêche que, étant donné l'importance que la circulation de la Libra peut prendre rapidement au niveau de toute notre planète, cela constitue une véritable révolution pour le système monétaire mondial et au-delà de l'inévitable concurrence entre les monnaies, publiques et privées, réelles et virtuelles, cela pose une double question, celle du pouvoir de « battre monnaie » des États et celle du pouvoir de régulation des Banques centrales.

Le mardi 18, à l'occasion du Forum annuel de la BCE, qui se tient cette année à Sintra, le Président Draghi fait une conférence intéressante en brossant les principales étapes de l'UEM en lien avec le contexte macroéconomique général et les évolutions de la politique monétaire qui en résultent.

Dans le paragraphe qui précède la conclusion, Mario Draghi évoque l'actualité. Il réaffirme l'objectif assigné à la politique monétaire et surtout il insiste sur la flexibilité avec laquelle la BCE le met en œuvre puisqu'il indique très clairement que si les circonstances l'exigent, la BCE est prête à agir à nouveau sur ses taux et sur ses instruments non conventionnels. Il rappelle aussi, encore, que sont indispensables les réformes structurelles et des politiques budgétaires adaptées. Il se déclare favorable à l'instrument budgétaire décidé lors de la dernière réunion de l'Eurogroupe.

« (...) Lors de nos récentes délibérations, les membres du Conseil des gouverneurs ont exprimé leur conviction de poursuivre notre objectif d'une inflation proche de 2% de manière symétrique. Tout comme notre cadre politique a évolué dans le passé pour faire face aux nouveaux défis, il peut le faire à nouveau. Dans les semaines à venir, le Conseil des gouverneurs décidera de la manière dont nos instruments peuvent être adaptés en fonction de la gravité du risque pour la stabilité des prix. Nous restons en mesure d'améliorer nos prévisions prospectives en ajustant son biais et sa conditionnalité pour tenir compte des variations de la trajectoire d'ajustement de l'inflation. Ceci s'applique à tous les instruments de notre politique monétaire. De nouvelles réductions des taux directeurs et des mesures d'atténuation visant à limiter les effets secondaires font toujours partie de nos outils. Et l'APP (Asset Purchase Programme) a encore une marge importante. En outre, le Traité exige que nos actions soient à la fois nécessaires et proportionnées pour remplir notre mandat et atteindre notre objectif, ce qui implique que les limites que nous fixons sur nos outils sont spécifiques aux situations imprévues. Si la crise a montré quelque chose, c'est que nous utilisons toute la flexibilité de notre mandat pour nous acquitter de notre mandat - et nous le ferons à nouveau pour répondre aux éventuels défis de la stabilité des prix à l'avenir. Toutes ces options ont été soulevées et discutées lors de notre dernière réunion. Ce qui compte pour notre politique de calibrage, c'est notre objectif politique à moyen terme : un taux d'inflation inférieur à 2%, mais proche de celui-ci. Cet objectif est symétrique, ce qui signifie que si nous voulons obtenir cette valeur d'inflation à moyen terme, l'inflation doit être supérieure à ce niveau à un moment donné. Mais la politique fiscale devrait jouer son rôle. Au cours des dix dernières années, le fardeau de l'ajustement macroéconomique a pesé de manière disproportionnée sur la politique monétaire. Nous avons même vu des cas où la politique budgétaire a été procyclique et a contré les mesures de relance monétaire.

Si la composition déséquilibrée des politiques macroéconomiques dans la zone euro explique en partie le glissement vers la désinflation, un meilleur dosage des mesures peut donc contribuer à la clôturer. La politique monétaire peut toujours atteindre son objectif seule, mais surtout en Europe, où les secteurs publics sont importants, elle peut le faire plus rapidement et avec moins d'effets secondaires si les politiques budgétaires sont alignées sur celle-ci. Recréer l'espace budgétaire en augmentant la production potentielle grâce aux réformes et aux investissements publics, et respecter le cadre budgétaire européen préservera la confiance des investisseurs dans les pays à forte dette publique, à faible croissance et à faible espace budgétaire. Toutefois, l'expansion des finances publiques dans les autres pays pouvant avoir des retombées limitées, les politiques budgétaires nationales restent limitées. Les travaux sur un instrument commun de stabilisation budgétaire de taille et de conception adéquates devraient donc aller de l'avant avec une portée plus large et une détermination renouvelée. (...) ».

Mercredi 19, la Fed décide le statu quo de ses taux directeurs ; malgré la situation florissante de l'économie américaine qui pourrait l'amener à les élever et malgré les pressions du Président Trump qui voudrait qu'il les baisse encore davantage pour que les performances en termes de croissance soient protégées. Le discours de J. Powell est cependant relativement accommodant et, au total, la

Fed et la BCE semblent donner raison à ceux qui estiment que l'on est entré dans un cycle mondial s'assouplissement monétaire et donc à ceux qui pensent que l'on est loin du jour où les taux remonteront. D'ailleurs, immédiatement, les marchés ne s'y sont pas trompés : les Bourses ont toutes enregistré de fortes hausses et les taux d'emprunt publics ont baissé considérablement.

Jeudi 20 et vendredi 21, réunion du Conseil européen.

À propos des questions économiques, monétaires et financières, voici l'extrait des conclusions :

« (...) Une base économique solide est d'une importance primordiale pour la compétitivité et la prospérité de l'Europe, pour son rôle sur la scène mondiale, ainsi que pour la création d'emplois. À l'heure où les défis sur le plan technologique, de la sécurité et de la durabilité reconfigurent la donne mondiale, nous devons renouveler les bases d'une croissance durable et inclusive à long terme et renforcer la cohésion dans l'UE. Il est nécessaire à cette fin de parvenir à une convergence vers le haut de nos économies et de faire face aux défis démographiques. Nous devons veiller à ce que l'euro soit bénéfique pour nos citoyens et reste résilient, en approfondissant l'Union économique et monétaire dans toutes ses dimensions, en achevant l'union bancaire et l'union des marchés des capitaux et en renforçant le rôle international de l'euro. Pour maximiser notre impact, il nous faut une approche plus intégrée, reliant l'ensemble des politiques et dimensions concernées ; il s'agit donc d'approfondir et de renforcer le marché unique et ses quatre libertés, de concevoir une politique industrielle permettant d'affronter l'avenir, d'accompagner la révolution numérique et d'assurer une fiscalité juste et efficace. Le marché unique, dans toutes ses dimensions, est un atout majeur à cet égard. L'UE ne peut se permettre de sous-utiliser le potentiel que représente un marché d'un demi-milliard de personnes, en particulier dans le domaine des services. Les difficultés qui se posent à court terme ne sauraient être invoquées comme un argument contre une stratégie à long terme qui soit audacieuse, globale et tournée vers l'avenir. Celle-ci doit aller de pair avec une politique industrielle plus volontariste, globale et coordonnée. L'UE a impérieusement besoin des deux. Au cours des prochaines années, le virage numérique s'accélérera encore et aura des répercussions considérables. Nous devons nous assurer que l'Europe sera souveraine sur le plan numérique et obtiendra sa juste part des avantages découlant de cette évolution. Notre politique doit être façonnée de manière à ce qu'elle incarne nos valeurs sociétales, promeuve l'inclusion et demeure compatible avec notre mode de vie. Pour ce faire, l'UE doit s'atteler à l'ensemble des aspects de la révolution numérique et de l'intelligence artificielle : les infrastructures, la connectivité, les services, les données, la réglementation et les investissements. Ce processus doit s'accompagner de la mise en place de l'économie des services et de l'intégration des services numériques. Dans le même temps, nous devons accroître les investissements dans les compétences et l'éducation de chacun, en faire davantage pour favoriser l'esprit d'entreprise et l'innovation et renforcer les efforts de recherche, en particulier en remédiant à la fragmentation de la recherche, du développement et de l'innovation en Europe. Investir dans notre avenir signifie également encourager et soutenir les investissements publics et privés, notamment dans les infrastructures, afin de financer la croissance de notre économie et de nos entreprises, y compris les PME. Dans un monde où les règles et les normes communes sont de plus en plus remises en question, il sera primordial de promouvoir des règles du jeu équitables, notamment dans le domaine du commerce. Cela suppose d'assurer une concurrence loyale au sein de l'UE et sur la scène internationale, de favoriser l'accès aux marchés, de lutter contre les pratiques déloyales auxquelles se livrent des pays tiers, les mesures extraterritoriales qu'ils prennent et les risques en matière de sécurité qu'ils posent, et de sécuriser nos chaînes d'approvisionnement stratégique. Nous continuerons d'adapter notre cadre européen en matière de concurrence aux nouvelles évolutions technologiques et sur le marché mondial. (...) ».

Pour se mettre d'accord sur le nom de celui qui deviendra Président de la Commission européenne, à la suite de J.-C. Juncker, c'est l'impasse totale après pourtant plusieurs heures de négociations entre les chefs d'État et de gouvernement de l'UE. M. Weber, F. Timmermans et M. Vestager, les trois candidats proposés par les groupes parlementaires, dits « Spitecandidat », sont même écartés. Une « séance de rattrapage » est prévue le 30 juin. Le Président du Conseil Donald Tusk va continuer d'ici là ses consultations. À la suite du Conseil, son président déclare notamment : « (...) le Conseil européen a procédé à un débat approfondi sur les candidatures en tenant compte de mes consultations et de mes déclarations au sein du Parlement européen. Il n'y avait pas de majorité sur aucun candidat. Le Conseil européen est convenu qu'il fallait un paquet reflétant la diversité de l'UE. Nous nous reverrons le 30 juin. Entre-temps, je poursuivrai les consultations, y compris avec le Parlement européen. Au-delà des nominations, le Conseil européen a abordé un certain nombre de questions, notamment le budget à long terme de l'UE (...) ».

Après le Conseil, les responsables de la zone euro se sont engagés à trouver « rapidement des solutions de financement appropriées » pour le budget de la zone euro mais ils restent divisés sur les

L'EURO

moyens d'y parvenir. Ils demandent aux ministres de l'Eurogroupe de régler en priorité cette question et on retrouve la division entre pays du Nord et pays du Sud.

Voici la déclaration faite à l'issue de la réunion :

1. « Nous nous félicitons des progrès accomplis au sein de l'Eurogroupe en ce qui concerne le renforcement de l'Union économique et monétaire, dont le président de l'Eurogroupe a rendu compte dans sa lettre du 15 juin 2019, et invitons l'Eurogroupe en configuration ouverte à poursuivre les travaux sur tous les éléments de cet ensemble complet de mesures. Nous prenons acte du large accord auquel est parvenu l'Eurogroupe sur:
 - la révision du traité instituant le MES. Nous attendons de l'Eurogroupe qu'il poursuive ses travaux de manière à ce qu'un accord puisse intervenir sur l'intégralité des dispositions en décembre 2019 ;
 - un instrument budgétaire de convergence et de compétitivité (IBCC) pour la zone euro, et pour les États membres du MCE II sur une base volontaire. En vue d'assurer l'autonomie de décision des États membres de la zone euro, nous invitons l'Eurogroupe et la Commission à poursuivre les travaux sur l'ensemble des questions en suspens ; nous invitons l'Eurogroupe à présenter rapidement un rapport sur les solutions appropriées de financement. Il convient d'arrêter ces éléments en priorité de manière à pouvoir fixer la taille de l'IBCC dans le contexte du prochain CFP.
2. Nous attendons avec intérêt la poursuite des travaux techniques visant à renforcer encore l'union bancaire ».

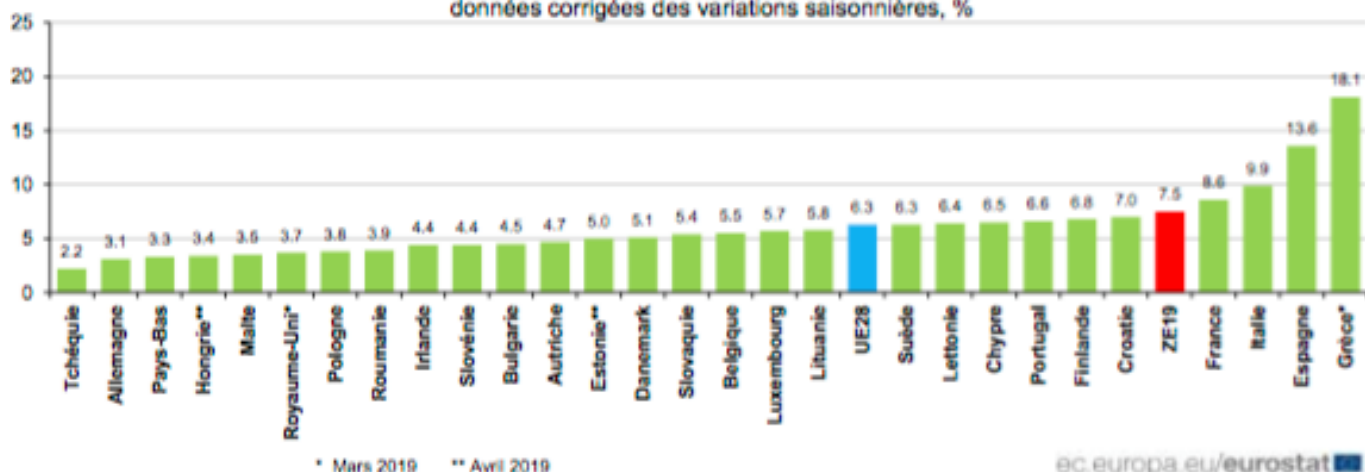
Le mardi 25, suite à la réunion de son comité de politique monétaire, le Président de la Fed Jerome Powell déclare notamment : « (...) Un autre facteur motivant l'examen est que les défis de l'élaboration des politiques monétaires ont radicalement changé ces dernières années. Les taux d'intérêt sont plus bas que par le passé et le resteront probablement. La persistance de taux bas signifie que, lorsque l'économie se retournera, les taux d'intérêt tomberont plus probablement près de zéro - leur limite inférieure effective (ELB). La proximité de l'ELB pose de nouveaux problèmes aux banques centrales et appelle de nouvelles idées. Nous espérons bénéficier des meilleures idées sur ces questions. (...) La semaine dernière, mes collègues du FOMC et moi avons tenu notre réunion ordinaire pour évaluer la position de la politique monétaire. Nous n'avons pas modifié le paramètre de notre principal outil de politique, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux, mais nous avons apporté des modifications importantes à notre énoncé de politique. Depuis le début de l'année, nous avons adopté une position patiente pour évaluer la nécessité de tout changement de politique. Nous déclarons maintenant que le Comité suivra de près les implications des nouvelles informations pour les perspectives économiques et agira de manière appropriée pour soutenir l'expansion, avec un marché du travail solide et une inflation proche de son objectif symétrique de 2% (...) ».

Le vendredi 28, l'euro cote 1,1373\$, après avoir coté 1,1333 le 7, 1,1209 le 14 et 1,1369 le 21.

• Juillet 2019 ->

Le lundi 1^{er}, Eurostat publie les statistiques du chômage. Le taux atteint dans la zone euro est de 7,5%, le plus bas depuis juillet 2008. Celui pour l'UE28 est de 6,3%, ce qui est le taux le plus bas depuis janvier 2000.

Taux de chômage en mai 2019
données corrigées des variations saisonnières, %



PIB aux prix courants du marché, en millions d'euros

	2018	%
Union européenne - 27 pays (à partir de 2019)	13 490 308,1	
Union européenne - 28 pays	15 884 001,0	
Zone euro (19 pays)	11 580 996,5	100,00
Belgique	450 505,7	3,89
Allemagne	3 386 000,0	29,24
Estonie	25 656,9	0,22
Irlande	318 459,6	2,75
Grèce	184 713,6	1,59
Espagne	1 208 248,0	10,43
France	2 353 090,0	20,32
Italie	1 756 981,5	15,17
Chypre	20 730,9	0,18
Lettonie	29 523,7	0,25
Lituanie	45 113,8	0,39
Luxembourg	58 869,2	0,51
Malte	12 327,7	0,11
Pays-Bas	774 039,0	6,68
Autriche	386 093,8	3,33
Portugal	201 612,5	1,74
Slovénie	45 947,6	0,40
Slovaquie	90 201,8	0,78
Finlande	232 096,0	2,00

Quand on rapproche les deux tableaux précédents, on s'aperçoit que les pays qui ont un taux de chômage supérieur à la moyenne (les « pays du Sud ») ont un poids qui représente 47,51% du PIB total de la zone euro

Notons qu'Eurostat avait produit il y a quelques jours les statistiques du taux d'inflation dans la zone euro : il est estimé pour juin à 1,2%, c'est-à-dire un taux stable par rapport à mai mais en baisse par rapport aux mois précédents (2% en juin 2018, 1,4% en janvier 2019, 1,5% en février, 1,4% en mars, 1,7% en avril).

Le mardi 2, les chefs d'État et de gouvernement sont réunis une fois de plus pour désigner et/ou proposer des personnalités appelées à occuper les 4 grandes fonctions européennes que sont la présidence de la Commission, le Président du Conseil européen, le représentant de l'UE pour la politique étrangère et la sécurité et la Présidence de la BCE.

Voici les conclusions de ce conseil :

1. « Le Conseil européen a élu Charles Michel président du Conseil européen pour la période allant du 1^{er} décembre 2019 au 31 mai 2022. Il a demandé au secrétaire général du Conseil d'assister le président élu du Conseil européen pendant la période de transition.
2. Le Conseil européen s'est félicité de la décision des chefs d'État ou de gouvernement des parties contractantes au traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire dont la monnaie est l'euro de désigner Charles Michel président du sommet de la zone euro pour la période allant du 1^{er} décembre 2019 au 31 mai 2022.
3. Le Conseil européen a adopté la décision proposant au Parlement européen la candidature d'Ursula von der Leyen à la fonction de présidente de la Commission européenne.
4. Le Conseil européen considère que Josep Borrell Fontelles est le candidat approprié pour la fonction de haut représentant de l'Union pour la politique étrangère et de sécurité, sous réserve de l'accord de la présidente élue de la Commission.
5. Le Conseil européen considère que Christine Lagarde est la candidate appropriée pour la fonction de présidente de la Banque centrale européenne, sous réserve de la réception de la recommandation et des avis voulus conformément aux traités ».

Voici enfin les personnalités qui vont être appelées à occuper les « top jobs » des principales institutions européennes (le Parlement doit demain mercredi désigner la personne qui le présidera). C'est un « casting » remarquable à plus d'un titre mais en particulier par le strict respect de la parité homme-femme.

Concernant Ursula von der Leyen, il est agréable de savoir qu'elle souhaite la réalisation des « États-Unis d'Europe, selon le modèle d'États fédéraux comme la Suisse, l'Allemagne ou les États-Unis ».

Concernant Christine Lagarde, et pour sortir des sentiers battus des présentations habituelles, citons Yanis Varoufakis, professeur d'Université d'économie qui a été ministre des finances de la Grèce au plus fort de la crise financière de son pays : « Je n'ai jamais éprouvé d'animosité à l'égard de Christine Lagarde. Je la trouvais intelligente, cordiale et respectueuse ». Et ailleurs, il note : « Un jour, la directrice générale du FMI, Christine Lagarde, a déclaré, un peu exaspérée, qui si nous voulions surmonter ce drame, il fallait qu'il y ait "des adultes dans la salle". Elle avait raison ». Après la nomination de Christine Lagarde pour prendre la succession de Mario Draghi, plusieurs commentateurs se sont plus à poser la question de ses compétences en matière monétaire et financière. La présidence de la BCE par Christine Lagarde sera peut-être plus « politique » que « technique », mais, sans tomber dans l'excès comme ne s'en est pas privé le Daily Telegraph, qui juge catastrophique cette nomination pour l'avenir de la zone euro, il faut se souvenir de la réflexion que font Prachi Mishra et Ariell Reshef dans leur article publié en mars 2017 sur l'importance des banquiers centraux : « Nos conclusions vont dans le sens de l'opinion selon laquelle les expériences professionnelles des banquiers centraux ont une influence sur leurs convictions et leurs préférences, ce qui, par ricochet, a des conséquences sur les résultats politiques ». En 2011, seuls 7% des banquiers centraux étaient de formation juridique comme Christine Lagarde, contre 75% de formation économique. Mais les deux auteurs notent clairement dans leur conclusion générale que « les gouverneurs ayant une expérience du secteur financier (20% des banquiers centraux de notre échantillon) sont associés à une plus grande réforme du secteur financier, notamment une réforme bancaire (plutôt qu'une réforme des marchés des valeurs mobilières). Une expérience antérieure au FMI a le même effet que celle acquise dans le secteur financier. »

Un commentaire personnel et iconoclaste sur le choix qui s'est porté sur Ch. Lagarde et U. von Leyen, en dehors du fait que le hasard veuille que ces deux femmes aient eu maillé à partir avec la justice de leur pays pendant leur activité ministérielle : pour les progrès de l'UE et de la zone euro, il aurait peut-être été plus judicieux d'inverser les responsabilités : Madame von Leyen n'aurait pas eu de difficulté à placer sa politique monétaire dans le sillon tracé par Mario Draghi depuis plusieurs années, surtout qu'actuellement et pour longtemps sans doute les Banques centrales ont une marge d'action fort limitée, et Madame Lagarde à la Commission européenne où, « keynésienne » selon certains, elle aurait amendé judicieusement l'ordolibéralisme ambiant.

L'EURO

Le mercredi 3, élection à la Présidence du Parlement européen, après 2 tours de scrutin, du socialiste David Sassoli. 14 vice-présidents ont été également élus.

Voici les groupes politiques par ordre de taille au 2 juillet 2019 :

Groupe politique	Président ou co-président	Nombre de députés
Groupe du Parti populaire européen (PPE)	Manfred Weber (Allemagne). Il s'agit de son quatrième mandat en tant que député européen. Il préside le groupe depuis 2014.	182
Groupe de l'Alliance Progressiste des Socialistes et Démocrates au Parlement européen (S&D)	Iratxe García (Espagne). Députée européen depuis 2004.	154
Renew Europe	Dacian Cioloș (Roumanie). C'est son premier mandat en tant que député européen. Il a été commissaire à l'agriculture de 2010 à 2014 et a été Premier ministre.	108
Groupe des Verts/Alliance libre européenne (Verts/ALE)	Co-présidents Ska Keller (Allemagne) et Philippe Lamberts (Belgique). Ska Keller est députée européen depuis 2009 et est devenue coprésidente du groupe en 2016. Philippe Lamberts est devenu député européen en 2009 et co-président en 2014.	74
Identité et démocratie (ID)	Marco Zanni (Italie). M. Zanni est député européen depuis 2014.	73
European Conservatives and Reformists (ECR)	Co-présidents : Ryszard Legutko (Pologne) et Raffaele Fitto (Italie). M. Legutko, député européen depuis 2009, est devenu coprésident en 2017. Raffaele Fitto a été député européen en 1999-2000 et ensuite, de 2014 à maintenant.	62
Groupe confédéral de la Gauche unitaire européenne - Gauche verte nordique (GUE/NGL)	L'allemand Martin Schirdewan est président par intérim jusqu'à ce que le groupe en élise un nouveau. Il est député européen depuis 2017.	41

Également le mercredi 3, la Commission européenne, par la voix de son commissaire Moscovici, conclut à propos de la situation budgétaire italienne « qu'une procédure pour déficit excessif au titre de la dette n'est plus justifiée à ce stade ». D'où, immédiatement, la montée de la Bourse de Milan et la réduction du spread. *Sur la question du respect des règles bruxelloises, le gouvernement italien va donc pouvoir passer un été relativement calme, en attendant l'automne...*

Jedi 4, pour la 1ère fois de son histoire, l'État français fait une levée de dette à 10 ans à taux négatif. Au même moment, le taux allemand à 10 ans est passé en-dessous du taux de dépôt au jour le jour de la BCE : autrement dit, les obligations allemandes rapportent moins que de déposer ses liquidités à la BCE ! (cela est d'ailleurs une explication de la facilité avec laquelle la France place ses propres obligations).

Également le jeudi 4, au Parlement européen débute le tout premier débat de la 9^{ème} législature : « Les dirigeants des groupes PPE, S&D, ECR et GUE/NGL ont exprimé de sérieuses réserves quant aux actions et aux décisions du Conseil européen ces derniers jours. Ils regrettent notamment le manque de respect à l'égard du processus des Spitzenkandidaten, l'effort excessif déployé par les chefs d'État pour décider du prochain Président de la Banque centrale européenne et pour proposer les noms des vice-présidents de la Commission, le manque de représentation des pays d'Europe de l'Est, et le rôle excessif joué tout au long de la procédure par des leaders issus d'États membres qui ne respectent pas l'État de droit » (Communiqué de presse du Parlement européen).

Lundi 8, la Croatie soumet sa demande d'adhésion au MCE-2, l'antichambre de l'euro.

Mercredi 10, devant le Congrès, le Président de la Fed Jerome Powell dit envisager d'abaisser les taux directeurs le mois prochain parce que la conjoncture économique mondiale, spécialement européenne, ne s'améliore pas et que s'accroissent les facteurs d'incertitude (« guerre commerciale », Brexit, ...).

Le mardi 16, on apprend que Martin Selmayr, secrétaire général de la Commission européenne, a annoncé qu'il quittera son poste à la fin de la semaine prochaine, après avoir appris qu'Ursula von der Leyden - si elle est confirmée aujourd'hui même par le Parlement européen - ne le reconduira pas à son poste. M. Selmayr est contesté depuis sa promotion en quelques minutes à son poste de secrétaire général, ce qui a d'ailleurs fait l'objet d'un rapport très critique de la médiatrice de l'UE et d'un vote au Parlement européen demandant son départ.

En fin de journée, le Parlement européen élit Ursula von der Leyen pour présider la Commission européenne.

Le vote est particulièrement serré (elle a recueilli 383 voix pour une majorité absolue de 374), ce qui ne lui donne pas une position confortable pour commencer son action en novembre :

Résultat de l'élection de la Présidente de la Commission européenne

16-07-2019 19:33

Ursula von der LEYEN a été élue Présidente de la Commission européenne.

Le résultat du vote est le suivant:

Votes exprimés: 733

Majorité des Membres du Parlement: 374

Votes pour: 383

Votes contre: 327

Abstentions: 22

Votes nuls: 1

Pour défendre sa candidature, Madame Von der Leyen a exposé sa vision en tant que future Présidente de la Commission :

« Voici une sélection des sujets qu'elle a évoqués dans son discours :

Considérant que la nécessité collective d'une "planète saine est notre plus grand défi et notre plus grande responsabilité", Mme von der Leyen a proposé des objectifs d'émissions plus ambitieux, avec une réduction de 50 à 55% d'ici 2030, et s'est engagée à présenter un projet de "Green Deal pour l'Europe" ainsi qu'une législation européenne sur le climat durant les 100 premiers jours de son mandat. Elle a également annoncé des projets pour un investissement européen durable (également via la conversion partielle des fonds de la BEI en une "banque du climat") afin de fournir un milliard d'euros d'investissements dans la prochaine décennie.

Mme von der Leyen a également souligné que l'UE devait mettre en place une économie au service des citoyens. Toutefois, afin d'atteindre cet objectif, "tout le monde doit partager le fardeau", notamment ces géants des technologies qui ont des activités (et qui doivent continuer à en avoir) en Europe mais qui ne dédommagent pas les citoyens européens pour leur accès au capital humain et social de l'UE.

Réitérant son engagement en faveur d'un équilibre des genres au sein du Collège des commissaires, Mme von der Leyen a également souligné que la violence à l'égard des femmes devait être résolument combattue. Elle s'efforcera donc de définir la violence à l'égard des femmes comme un crime dans les traités européens et de parachever l'adhésion de l'UE à la Convention d'Istanbul.

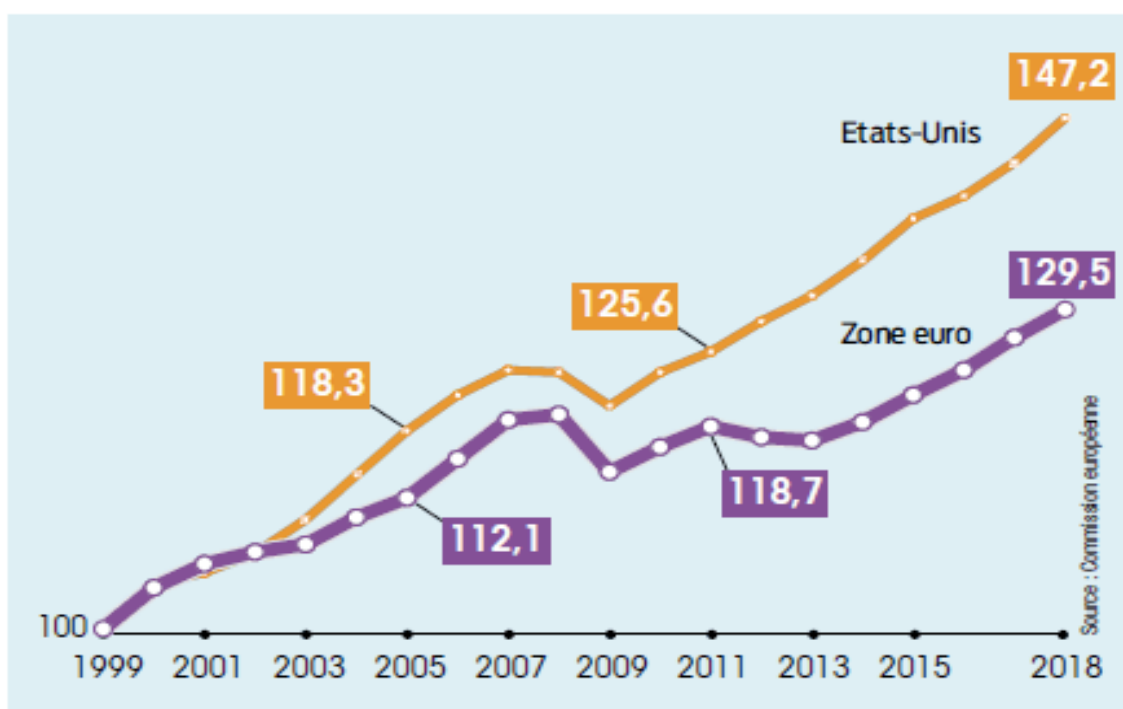
Mme von der Leyen a rappelé son engagement en faveur de l'État de droit comme valeur européenne, annonçant qu'elle comptait mettre en place un mécanisme de surveillance européen en complément des mesures existantes. Elle a souligné que ces valeurs européennes incluaient aussi le devoir de sauver des vies en mer et devaient se traduire par une politique humaine aux frontières. Elle a affirmé son soutien à un "nouveau pacte sur la migration et l'asile" et à la réforme du règlement de Dublin,

ajoutant qu'elle s'efforcera de garantir que les effectifs des garde-frontières Frontex atteignent les 10 000 d'ici 2024 et non 2027 et que tous les pays devaient assurer leur juste part du fardeau sur la base du principe de solidarité européenne.

Concernant la démocratie européenne, Mme von der Leyen a annoncé le lancement en 2020 d'une Conférence sur l'Europe, sur deux ans, durant laquelle les citoyens auront un rôle actif. Elle a également souligné la nécessité de renforcer le système des Spitzenkandidaten et de réexaminer les listes transnationales pour les prochaines élections européennes. Elle a enfin affirmé son soutien plein et entier à un droit d'initiative pour le Parlement européen, s'engageant à présenter une proposition législative en réponse à chaque résolution adoptée par la majorité des membres composant le Parlement » (Communiqué de presse du Parlement européen).

Également le mardi 16, la revue « Alternatives économiques » fait paraître un article de Jérôme Creel, « Zone euro : attention, fragile ! ». Est proposée une analyse importante de la « petite forme » que connaît depuis plusieurs années la zone euro. Le graphique suivant l'exprime de manière éclatante et la conclusion rejoint la réflexion que nous faisons souvent dans ce document.

PIB à prix constants, base 100 = 1999



« La survenue d'une nouvelle crise dans la zone euro l'exposerait donc à une double incapacité : celle de la politique monétaire de la BCE, qui ne pourrait plus guère agir compte tenu de l'héritage encore massif de l'épisode précédent à son bilan, et celle de la politique budgétaire d'une zone euro incapable de s'accorder sur un budget commun de stabilisation ou sur un changement de règles budgétaires au niveau des États ».

Les mercredi 17 et jeudi 18, réunion à Chantilly, dans l'Oise, des ministres des finances et des banquiers centraux du G7 avant la réunion des chefs d'État et de gouvernement de ce même G7 du 24 au 27 août à Biarritz. À cette occasion, le ministre français Bruno Le Maire fait une belle déclaration en faveur d'un capitalisme plus juste : « le capitalisme tel qu'il existe aujourd'hui, reposant sur l'épuisement des ressources, l'accroissement des inégalités, les différences d'imposition entre les entreprises du numérique et les autres entreprises, est voué à disparaître ». À cette réunion de Chantilly sont traitées aussi les questions du libra (qui « ne doit pas devenir une monnaie souveraine qui pourrait concurrencer la monnaie des États ») et de la taxation des GAFAs.

L'EURO

Le jeudi 25, réunion de la BCE sur la politique monétaire. Lors de sa conférence de presse, le Président M. Draghi commente des points importants : « Au terme de notre examen régulier de la situation économique et monétaire, nous avons décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Nous prévoyons qu'ils resteront à leurs niveaux actuels, ou à des niveaux plus faibles, au moins pendant le premier semestre 2020 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers notre objectif à moyen terme. Nous entendons poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle nous commencerons à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Le Conseil des gouverneurs a également souligné le besoin d'une orientation très accommodante de la politique monétaire pendant une période prolongée dans la mesure où les taux d'inflation, à la fois enregistrés et projetés, ont été constamment inférieurs aux niveaux correspondant à son objectif. Dès lors, si les perspectives d'inflation à moyen terme restent inférieures à notre objectif, le Conseil des gouverneurs est déterminé à agir, conformément à son engagement en faveur de la symétrie dans l'objectif d'inflation. Il se tient donc prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif.

Dans ce cadre, nous avons chargé les comités concernés de l'Eurosystème d'examiner différentes options, notamment les possibilités de renforcer nos orientations sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*), des mesures compensatrices, comme la mise au point d'un système de paliers pour la rémunération des réserves, et des scénarios relatifs à l'encours et à la composition d'éventuels nouveaux achats nets d'actifs. (...) ».

Le mercredi 31, réunion du comité monétaire de la Fed. Lors de sa conférence de presse, son Président J. Powell déclare : « Nous avons décidé aujourd'hui d'abaisser le taux cible des fonds fédéraux d'un quart de point de pourcentage, de 2 1/4% - 2 1/2% à 2% - 2 1/4%. Les perspectives de l'économie américaine restent favorables et cette action est conçue pour soutenir ces perspectives. Il est destiné à contrecarrer les risques liés à la faiblesse de la croissance mondiale et à l'incertitude des politiques commerciales, à aider à compenser les effets que ces facteurs ont actuellement sur l'économie ; et de promouvoir un retour plus rapide de l'inflation à notre objectif symétrique de 2%. Tous ces objectifs contribueront à la réalisation de notre objectif global : soutenir l'expansion, avec un marché de l'emploi solide et une inflation proche de notre objectif, au profit du peuple américain. (...) ».

La proximité des propos des deux banquiers centraux est frappante. Mais la « petite » différence des objectifs des deux banques centrales est à souligner, une fois de plus.

En cette fin de mois de juillet, Eurostat publie plusieurs statistiques intéressantes :

- Le taux de croissance du PIB en volume de la zone euro pour le 2^{ème} trimestre est de 0,2%, contre 0,4% pour le 1^{er} trimestre.
- Le taux d'inflation annuel est en baisse dans la zone euro pour atteindre 1,1% (après 1,3% en juin).
- Le taux de chômage de juin dans la zone euro est de 7,5%. La France (8,7%) fait partie des quatre pays dont le taux de chômage est supérieur à cette moyenne, avec l'Italie (9,7%), l'Espagne (14,0%) et la Grèce (17,6%).

Le vendredi 26, l'euro cote 1,1128\$, après avoir coté 1,1225 le 5, 1,1270 le 12 et 1,1221 le 19.

• Août 2019 ->

Le vendredi 2, intensification de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine : D. Trump décide en effet de taxer encore davantage les importations chinoises. La Chine riposte aussitôt en bloquant les importations de produits agricoles américains.

Surtout, le lundi 5, la Chine dévalue sa monnaie, le renminbi, de 1,9%, bien que le G20 ait interdit les dévaluations compétitives et que le gouverneur de la Banque centrale chinoise prétende que la baisse du taux de change de sa monnaie soit due aux réactions du marché des changes.

L'EURO

Ainsi, la guerre commerciale entre les deux puissances a une nette tendance à se prolonger en une guerre des monnaies. Si la situation devait s'aggraver, les conséquences pourraient en être graves, tout spécialement pour l'économie européenne.

Ce même lundi 5, le Wall Street Journal fait paraître un article cosigné par les 4 derniers présidents de la Fed, ce qui est extrêmement rare, pour réaffirmer avec force l'importance de l'indépendance de la Fed. Paul Wolcker, Alan Greenspan, Ben Bernanke et Janet Yellen écrivent que « en tant qu'anciens présidents du Conseil des gouverneurs de la Réserve Fédérale, nous sommes unis par la conviction que la Fed et son président doivent être autorisés à agir de manière indépendante et dans l'intérêt de l'économie, libres de toute pression politique à court terme et, en particulier, sans la menace de révoquer ou de reléguer des dirigeants de la Fed pour des motifs politiques ».

Cet article donne un argument de poids à ceux qui estiment que la récente décision de Jerome Powell de baisser les taux directeurs montre que la Fed cède aux injonctions du Président américain, lequel ne cesse depuis son élection de critiquer la politique monétaire de la Fed qui, selon lui, n'est pas assez accommodante et ne favorise donc pas suffisamment la politique de croissance de l'exécutif.

Jeudi 8 et vendredi 9, en Italie, le Matteo Salvini fait éclater la coalition qu'il forme avec le Mouvement 5 étoiles et dépose même une motion de défiance contre le chef du gouvernement dont il est pourtant le numéro 2, pour provoquer de nouvelles élections, de façon à demander aux électeurs les « pleins pouvoirs ». L'ancien chef du gouvernement italien Enrico Letta est très préoccupé par le chaos politique dans lequel tombe son pays et craint que M. Salvini entraîne l'Italie hors de l'UE.

En plus du risque de « no deal » pour le Brexit, la position de force de M. Salvini en Italie et la position de faiblesse d'A. Merkel en Allemagne ne font pas du tout l'affaire de l'UE ni de la zone euro. Mais l'UE et des pays comme la France ont une part de responsabilité non négligeable dans ce qui arrive en Italie : on paye aujourd'hui l'arrogance et l'indifférence dont on a fait preuve à l'égard de l'Italie, pays fondateur et très européiste jusqu'à ces toutes dernières années, et encore 3^{ème} économie de la zone euro.

Le dimanche 11, Taurillon.org participe au débat « pour ou contre un budget propre à la zone euro » en proposant un tableau intéressant, en deux colonnes, une pour le « pour » et l'autre pour le « contre ».

Le mercredi 14, Eurostat publie un communiqué de presse sur l'évolution de la production industrielle dans la zone euro :

L'EURO

Ensemble de l'industrie	Jan-19	Fév-19	Mars-19	Avr-19	Mai-19	Juin-19
ZE19	1,7	0,0	-0,2	-0,5	0,8	-1,6
UE28	1,2	0,1	0,1	-0,8	0,9	-1,5
Belgique	5,0	-0,6	-1,7	3,3	-1,1	:
Bulgarie	3,6	1,6	-0,8	-1,5	-0,4	-1,9
Tchéquie	-0,8	0,3	0,0	0,8	1,2	-2,8
Danemark	-7,9	-1,1	3,3	-0,6	6,0	-7,6
Allemagne	-1,1	0,0	0,7	-2,3	0,7	-1,8
Estonie	0,3	-1,7	0,4	-1,1	0,4	0,0
Irlande	17,1	0,1	1,8	3,6	3,0	-8,8
Grèce	1,1	-2,1	-1,3	0,9	-1,1	1,2
Espagne	3,8	-0,9	-1,2	1,7	0,4	-0,2
France	1,5	0,3	-1,3	0,5	2,0	-2,3
Croatie	8,3	-2,5	-0,1	-0,2	-1,7	-2,2
Italie	1,9	0,7	-1,0	-0,8	1,0	-0,2
Chypre	1,7	-0,2	0,5	-1,0	0,2	c
Lettonie	-3,3	0,8	0,9	-1,8	2,4	1,5
Lituanie	-0,6	-4,7	3,8	-0,8	-0,3	1,8
Luxembourg	0,5	-1,2	-0,4	1,4	-0,7	0,1**
Hongrie	0,0	1,1	1,0	-1,3	1,3	-1,8
Malte	0,6	-1,2	-2,3	2,9	0,9	1,8
Pays-Bas	3,6	-0,9	-0,9	-0,9	0,4	-0,6
Autriche	1,6	1,8	-0,4	-3,1	-1,1	:
Pologne	1,9	1,7	0,5	0,0	-0,2	-2,1
Portugal	1,5	-1,5	-0,3	2,5	-0,4	-4,5
Roumanie	-2,0	0,8	0,4	0,7	-2,1	-1,0
Slovénie	5,9	-1,4	-0,3	1,5	-0,8	-1,6
Slovaquie	1,1	0,0	1,0	-0,4	0,1	-1,4
Finlande	0,0	-0,8	0,0	2,6	-2,6	1,2
Suède	0,1	-0,3	-1,3	0,6	0,4	0,1
Royaume-Uni	0,7	0,3	1,4	-3,2	1,3	-0,1
Norvège	-2,2	-1,7	-1,3	0,4	0,6	-1,6
Suisse	2,0	0,3	0,3	:	:	:

* Données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier

** Donnée estimée par l'État membre

:

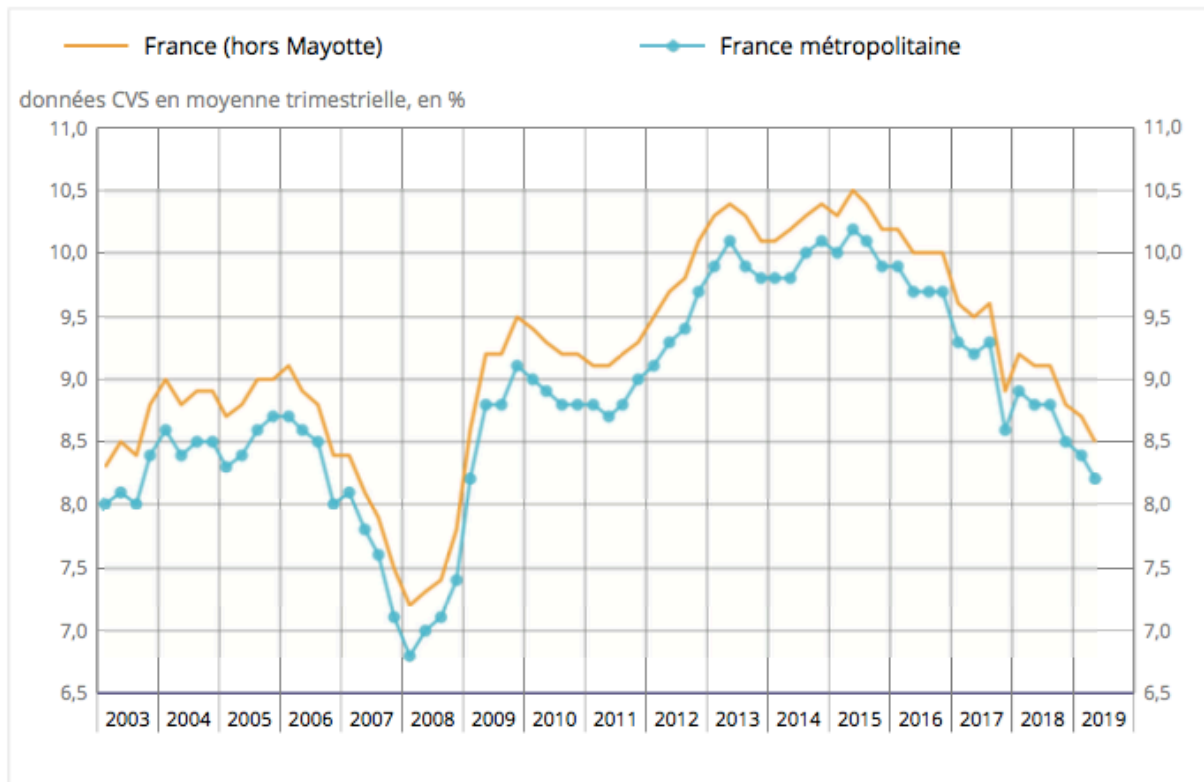
c

Données confidentielles

Alors que la France avait enregistré un score honorable en avril et mai, la chute en juin est importante. Il faut aussi remarquer l'évolution négative en Allemagne.

Le même jour, l'INSEE publie le taux de chômage au 2^{ème} trimestre 2019 : 8,5% pour la France hors Mayotte (?), ce qui est le meilleur résultat depuis 10 ans.

Taux de chômage au sens du BIT



Estimation à +/- 0,3 point près du niveau du taux de chômage et de son évolution d'un trimestre à l'autre.

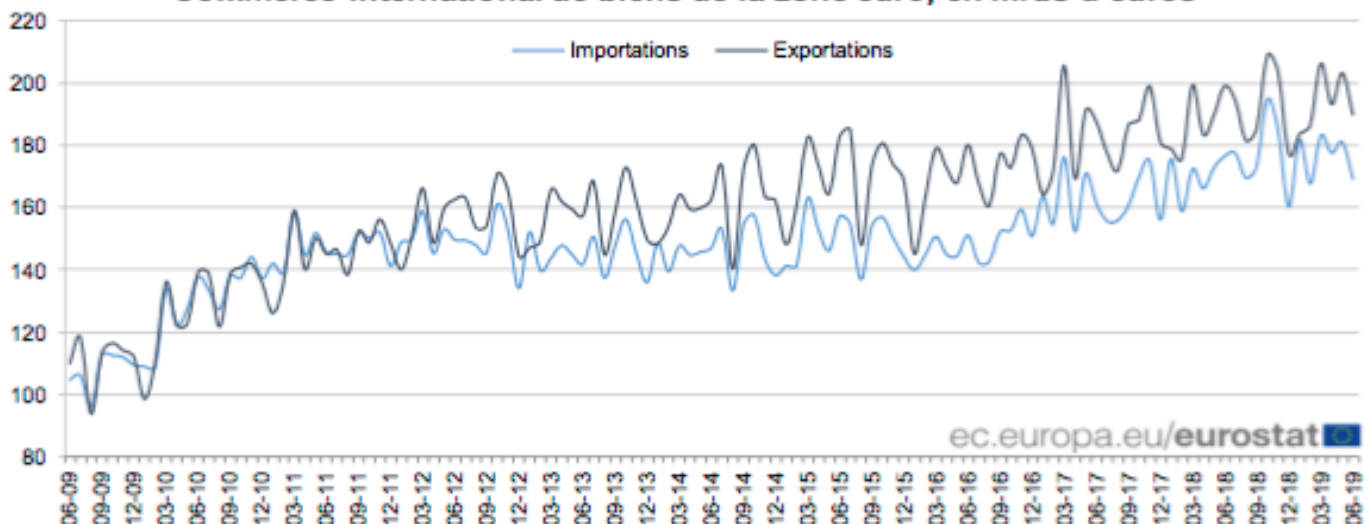
Champ : population des ménages, personnes de 15 ans ou plus.

Source : Insee, enquête Emploi.

« En France métropolitaine, parmi les personnes inactives au sens du BIT, 1,5 million souhaitent un emploi sans être considérées au chômage : elles constituent le halo autour du chômage. Leur nombre augmente de 63 000 entre les premier et deuxième trimestres 2019, après une forte baisse au trimestre précédent, et retrouve son niveau atteint un an auparavant ».

Également ce mercredi 14, c'est une journée très sombre sur les marchés financiers mondiaux : Wall Street connaît sa plus mauvaise séance de l'année et toutes les Bourses reculent. C'est le résultat de la conjugaison de plusieurs facteurs défavorables qui peuvent se résumer en deux mots : incertitudes et menaces ; sur les relations économiques internationales, sur le commerce mondial et sur la croissance mondiale, notamment industrielle. Un point précis alimente la peur de la récession : c'est le fait que les taux courts se mettent à dépasser les taux longs et cette inversion de la courbe des taux d'intérêt a toujours été considérée par les investisseurs comme un indicateur avancé de la récession. Le vendredi 16, Eurostat publie un communiqué de presse intéressant sur le commerce extérieur. (commerce de biens), dont nous tirons le schéma et les tableaux suivants :

Commerce international de biens de la zone euro, en mrd d'euros



L'EURO

« Sur la période allant de janvier à juin 2019, les exportations de biens de la **zone euro** vers le reste du monde se sont élevées à 1 163,3 mrds d'euros (+3,2% par rapport à janvier-juin 2018) et les importations à 1 061,2 mrds (+3,7% par rapport à janvier-juin 2018). En conséquence, la zone euro a enregistré un excédent de 102,2 mrds d'euros, contre +103,6 mrds en janvier-juin 2018. Les échanges intra-zone euro se sont élevés à 1 001,4 mrds d'euros en janvier-juin 2019, en hausse de 1,8% par rapport à janvier-juin 2018 ».

Principaux partenaires commerciaux - UE28

mrds d'euros

	Exportations de l'UE28 vers:			Importations de l'UE28 depuis:			Balance commerciale	
	Jan-Jun 18	Jan-Jun 19	Croissance	Jan-Jun 18	Jan-Jun 19	Croissance	Jan-Jun 18	Jan-Jun 19
États-Unis	197,8	219,4	10,9%	130,8	144,7	10,6%	67,0	74,6
Chine	100,9	109,2	8,2%	182,2	199,6	9,5%	-81,3	-90,4
Suisse	77,2	80,6	4,4%	54,4	59,2	8,8%	22,8	21,3
Russie	42,1	43,0	2,1%	81,4	79,5	-2,3%	-39,3	-36,5
Turquie	44,3	35,9	-19,0%	38,1	39,6	3,9%	6,1	-3,7
Japon	30,9	33,6	8,7%	35,3	37,6	6,5%	-4,4	-4,0
Norvège	27,0	28,3	4,8%	40,4	37,6	-6,9%	-13,4	-9,3
Corée du Sud	25,0	24,0	-4,0%	24,6	25,9	5,3%	0,4	-1,9
Inde	22,0	21,8	-0,9%	23,2	25,1	8,2%	-1,2	-3,3
Canada	20,7	21,9	5,8%	15,1	16,7	10,6%	5,6	5,1

Commerce total des États membres (intra-UE + extra-UE)

mrds d'euros

	Exportations totales						Importations totales						Balance commerciale					
	Total		Intra-UE		Extra-UE		Total		Intra-UE		Extra-UE		Total		Intra-UE		Extra-UE	
	Jan-Jun 19	Croiss / Jan-Jun 18	Jan-Jun 19	Croiss / Jan-Jun 18	Jan-Jun 19	Croiss / Jan-Jun 18	Jan-Jun 19	Croiss / Jan-Jun 18	Jan-Jun 19	Croiss / Jan-Jun 18	Jan-Jun 19	Croiss / Jan-Jun 18	Jan-Jun 19	Jan-Jun 18	Jan-Jun 19	Jan-Jun 18	Jan-Jun 19	Jan-Jun 18
Belgique	198,1	0%	143,5	-1%	54,6	1%	192,9	1%	124,9	2%	68,0	1%	5,2	8,5	18,7	22,1	-13,4	-13,6
Bulgarie	14,1	5%	9,7	5%	4,3	7%	15,4	-1%	10,3	1%	5,1	-4%	-1,3	-2,2	-0,5	-0,9	-0,8	-1,3
Tchéquie	88,7	4%	74,9	4%	13,8	6%	77,8	2%	59,4	0%	18,4	10%	10,8	8,7	15,4	12,3	-4,6	-3,6
Danemark	48,3	6%	28,7	1%	19,6	12%	42,9	-3%	29,9	-3%	13,0	-3%	5,4	1,4	-1,2	-2,7	6,6	4,1
Allemagne	667,1	0%	395,6	0%	271,5	1%	555,3	3%	372,1	3%	183,2	2%	111,9	124,9	23,5	36,9	88,3	88,0
Estonie	7,3	5%	5,2	6%	2,1	1%	8,1	2%	6,3	2%	1,8	-1%	-0,8	-0,9	-1,1	-1,3	0,3	0,3
Irlande	76,0	10%	37,2	9%	38,7	12%	42,1	1%	28,7	4%	13,4	-5%	33,9	27,1	8,6	6,6	25,3	20,5
Grèce	16,8	2%	9,4	7%	7,5	-3%	27,8	5%	14,6	4%	13,1	5%	-11,0	-10,1	-5,3	-5,3	-5,7	-4,7
Espagne	151,6	1%	101,8	1%	49,8	2%	167,4	1%	97,2	-2%	70,2	5%	-15,8	-15,8	4,5	2,0	-20,3	-17,8
France	258,2	6%	153,1	3%	105,1	9%	294,7	3%	202,4	1%	92,3	7%	-36,6	-41,7	-49,3	-51,5	12,7	9,8
Croatie	7,4	4%	5,0	4%	2,4	6%	12,6	7%	10,2	10%	2,4	-4%	-5,2	-4,7	-5,2	-4,5	0,0	-0,2
Italie	237,8	3%	135,6	2%	102,2	3%	215,7	1%	127,3	1%	88,4	3%	22,1	19,1	8,3	6,0	13,8	13,1

(Extrait d'un tableau général pour l'UE, qui montre que la France enregistre de janvier à juin 2019 le déficit commercial le plus important de tous les États membres, ce qui était déjà le cas pour la même période en 2018. L'Allemagne reste le champion européen mais voit diminuer ses performances, ce qui est à mettre en relation avec les difficultés que ce pays enregistre pour sa production industrielle. Le pays est spécialisé dans de « vieilles industries », la demande mondiale pour ces produits industriels est atone, et l'actuel passage de chaînes de valeur mondiales à des chaînes de valeur régionales handicape les entreprises allemandes, dont la compétitivité est déjà bien mise à mal par un important écart de coût de production - leurs coûts unitaires de production sont plus élevés de 16% par rapport à la France, de 17% par rapport à l'Italie et de 28% par rapport à l'Espagne - : le pays fort de l'Europe deviendrait-il malade de son modèle économique ?

Mardi 20, le Président du conseil italien, Giuseppe Conte, annonce sa démission. La crise politique entame donc en Italie une nouvelle phase : s'ouvre pour le Président Sergio Mattarella une période de consultations afin de bâtir une autre coalition pour nommer un nouveau gouvernement.

Le mercredi 21, la Fed publie les « minutes » correspondant à sa réunion de politique monétaire des 30 et 31 juillet. Le document montre qu'il n'y a pas eu unanimité des membres du FOMC...

Le samedi 24, dernier jour du symposium de Jackson Hole, dans le Wyoming aux États-Unis, où se retrouvent, avec des économistes réputés, les banquiers centraux de la planète (mais ceux de la BCE et de la Banque du Japon n'y sont pas), avec pour thème central : « Les défis de la politique monétaire ». Les banquiers centraux constatent que l'on traverse une période de chocs politiques majeurs et que les chocs politiques se transforment en chocs économiques. Ils pensent que les investissements en infrastructures et les réformes structurelles auraient davantage d'impact que la baisse des taux directeurs. Le président J. Powell a l'occasion de préciser que la Fed « agira de manière appropriée », laissant penser que de prochaines baisses de taux sont envisagées, mais son souci essentiel semble être l'accumulation d'incertitudes et de menaces (aggravation des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis, possibilité d'un Brexit dur, ralentissement économique généralisé, difficultés économiques de l'Allemagne et de la Chine, problèmes posés par la crise

politique en Italie, volatilité des marchés, ...). Cela n'empêche pas le président Trump d'estimer que la Fed n'en fait pas assez, au point de tweeter : « ma seule question est : qui est notre plus grand ennemi, Jay Powell ou Xi Jinping ? ». Lors de la réunion est présentée par ailleurs une contribution des économistes de l'université de Stanford, Arvind Krishnamurthy et Hanno Lustig selon lesquels le « paradoxe de Triffin » est de retour, sauf que ce n'est plus l'or mais les investissements libellés en dollars qui assurent aux investisseurs la fourniture d'actifs sûrs. « L'offre d'actifs en dollars sécurisés n'est plus garantie par de l'or. Cependant, l'offre est alimentée par l'augmentation de l'endettement public et privé. (...) L'endettement en dollars sera-t-il alimenté d'une manière compatible avec la stabilité financière ? Les événements des 15 dernières années donnent à penser que les décideurs devraient accorder une attention particulière à cette question ».

Les dimanche 25/lundi 26, Le Monde publie un article - éclairant comme souvent - de Patrick Artus. Selon le macroéconomiste, on est peut-être en train de passer d'un « Bretton Woods II » dans lequel c'est la Chine excédentaire - mercantiliste - qui finance les États-Unis déficitaires - consuméristes - à un Bretton Woods III où les États-Unis, devenus mercantilistes mais toujours déficitaires, sont financés par les excédents et la masse d'épargne de l'Europe en général et surtout de l'Allemagne. Seulement, le changement ne vise pas seulement les pays concernés mais aussi le type d'équilibre en cause. En effet, avec le Bretton Woods II, on avait un jeu « gagnant /gagnant » entre les États-Unis et la Chine, et le système monétaire international était donc stable, alors que l'on se dirige vers un système - Bretton Woods III - où l'Europe et les États-Unis sont mercantilistes tous les deux, ce qui peut créer un risque d'instabilité. Au surplus, P. Artus a raison de penser que D. Trump ne comprend pas que le dollar, en tant que devise clé sur SMI, donne aux États-Unis un privilège exorbitant et que, de ce fait, les États-Unis font une grave erreur en devenant mercantilistes et en restant pas consuméristes.

Mercredi 28 et jeudi 29 : Fin de la crise politique en Italie, commencée il y a 3 semaines avec l'éclatement de la coalition entre le Mouvement 5 Étoiles (M5S) de Luigi Di Maio et la Ligue de Matteo Salvini. En effet, mercredi, le M5S et le Parti démocrate (PD), le parti de l'ex-premier ministre Matteo Renzi, ont trouvé un accord suite à l'acceptation par ce dernier que Giuseppe Conte reste à la tête du gouvernement. Jeudi, le Président de la République Sergio Mattarella accepte et charge officiellement G. Conte de former le nouveau gouvernement. M. Salvini sort donc de l'exécutif italien.

La question essentielle est de savoir si cette nouvelle coalition, certes un peu moins déroutante que la précédente, va permettre une plus grande stabilité politique. C'est loin d'être sûr dans la mesure où L. Di Maio déclare que « coûte que coûte, nous voulons maintenir nos engagements », alors que Nicola Zingaretti, le secrétaire général du PD, veut une rupture avec la législature sortante. Par conséquent, il faut s'attendre à de sérieuses dissensions entre les deux partis, spécialement sur les questions économiques et européennes.

En cette fin de mois, Bruxelles et la BCE publient plusieurs statistiques intéressantes sur la situation économique, monétaire et financière de la zone euro :

La masse monétaire M3 a eu une croissance en juillet, calculée sur un an, de 5,2%, ce qui est significativement plus élevé qu'attendu. Également sur un an, le crédit aux ménages a augmenté de 3,4%, ce qui est la croissance la plus élevée depuis la crise, et celui aux entreprises de 3,9%, ce qui est le rythme le plus fort de l'année. Ces chiffres permettent d'écarter pour l'instant le risque de récession. Mais il y a pourtant la baisse de l'indice de confiance des consommateurs et de l'indice du moral des investisseurs, qui revient à son plus bas niveau depuis octobre 2014 (le sous-indice des anticipations a brutalement baissé pour atteindre son niveau d'août 2012 quand la zone euro était en pleine crise des dettes souveraines). Par ailleurs, l'inflation revient à 1% sur un an, l'excédent extérieur diminue, de même que la production industrielle ; la croissance du PIB a ralenti au 2^{ème} trimestre par rapport au 1^{er}. La mauvaise tendance de l'indice de Sentix sur la situation allemande laisse penser qu'une récession en Allemagne est pratiquement préprogrammée. Par contre, l'emploi est en légère hausse (1,1% sur un an).

Après le coup de poker - raté - de Salvini en Italie, c'est en Angleterre que le mercredi 28 au matin le Premier ministre Johnson fait le sien en décidant la suspension du Parlement britannique pour 5 semaines, de début septembre – entre le 9 et le 12 – jusqu'au 14 octobre, alors qu'il a fixé au 31 octobre le Brexit « no deal ». Dès l'après-midi, une manifestation se déroule pour protester contre ce coup de force.

Le vendredi 30, l'euro cote 1,0989\$, donc moins de 1,10, après avoir coté 1,1108 le 2, 1,1197 le 9, 1,1090 le 16 et 1,1143 le 23. Autrement dit, en cette fin de mois d'août, l'euro a bien baissé par rapport au dollar au point d'être à son plus bas depuis plus de 2 ans. D'ailleurs, le Président Trump est très en colère que la monnaie américaine s'apprécie ainsi et accuse la politique monétaire de la Fed d'en être la cause.

C'est vrai que les raisons de l'évolution du taux de change Euro/dollar sont souvent du côté américain, mais cette fois-ci elles sont aussi - et peut-être surtout - du côté européen (croissance molle de la zone euro, difficultés allemandes, problème italien, risque de Brexit dur, ...).

• Septembre 2019 ->

Le dimanche 1^{er}, sur les ondes d'« Europe 1 », le ministre de l'économie et des finances Bruno Le Maire déclare que « tous les États qui ont des marges de manœuvre budgétaires dans la zone euro doivent investir. (...) Je ne dis pas seulement que ceux qui ont des marges de manœuvre doivent les utiliser, je dis également que ceux qui n'ont pas des comptes publics en bon ordre doivent les mettre en bon ordre, et que tous ceux qui ont pris des retards en termes de compétitivité doivent les rattraper ». La conjoncture médiocre de la zone euro fait que la position du ministre français est de plus en plus partagée par ses confrères européens, mais précisément pas par ceux qui, comme l'Allemagne, ont les moyens d'augmenter substantiellement leurs investissements parce qu'ils ne sont pas - encore - prêts à renoncer à l'orthodoxie budgétaire.

D'ailleurs, quand on prendra connaissance d'ici quelques jours du profil du budget pour 2020, on se rend compte que le déficit public n'est plus un sujet et que la réduction de la dette publique de 5 points n'est plus un objectif...

Le jeudi 5, pour la première fois, la France emprunte en une fois la somme record de 10,14 milliards d'euros, dont 1,5 sur 15 ans à taux négatif !

Mercredi 11, le Comité budgétaire européen publie un rapport sur l'évaluation des règles budgétaires de l'UE, en particulier celles fixées avec les règlements « six-pack » et two-pack ».

Ce rapport adopte davantage la position française que la position allemande, en faisant remarquer que si les déficits et les dettes publics ont bel et bien diminué, les règles posées ont eu aussi pour effet de brider la croissance avec des effets procycliques et qu'il y a davantage un problème de qualité des finances publiques qu'un problème de quantité (la question essentielle concerne les investissements publics, qui sont concrètement les premiers à souffrir des règles budgétaires). Le Comité exprime aussi des réserves sur les méthodes et les indicateurs utilisés, notamment sur la pertinence du déficit structurel ; il se prononce sur une application « personnalisée » des règles budgétaires revues et corrigées.

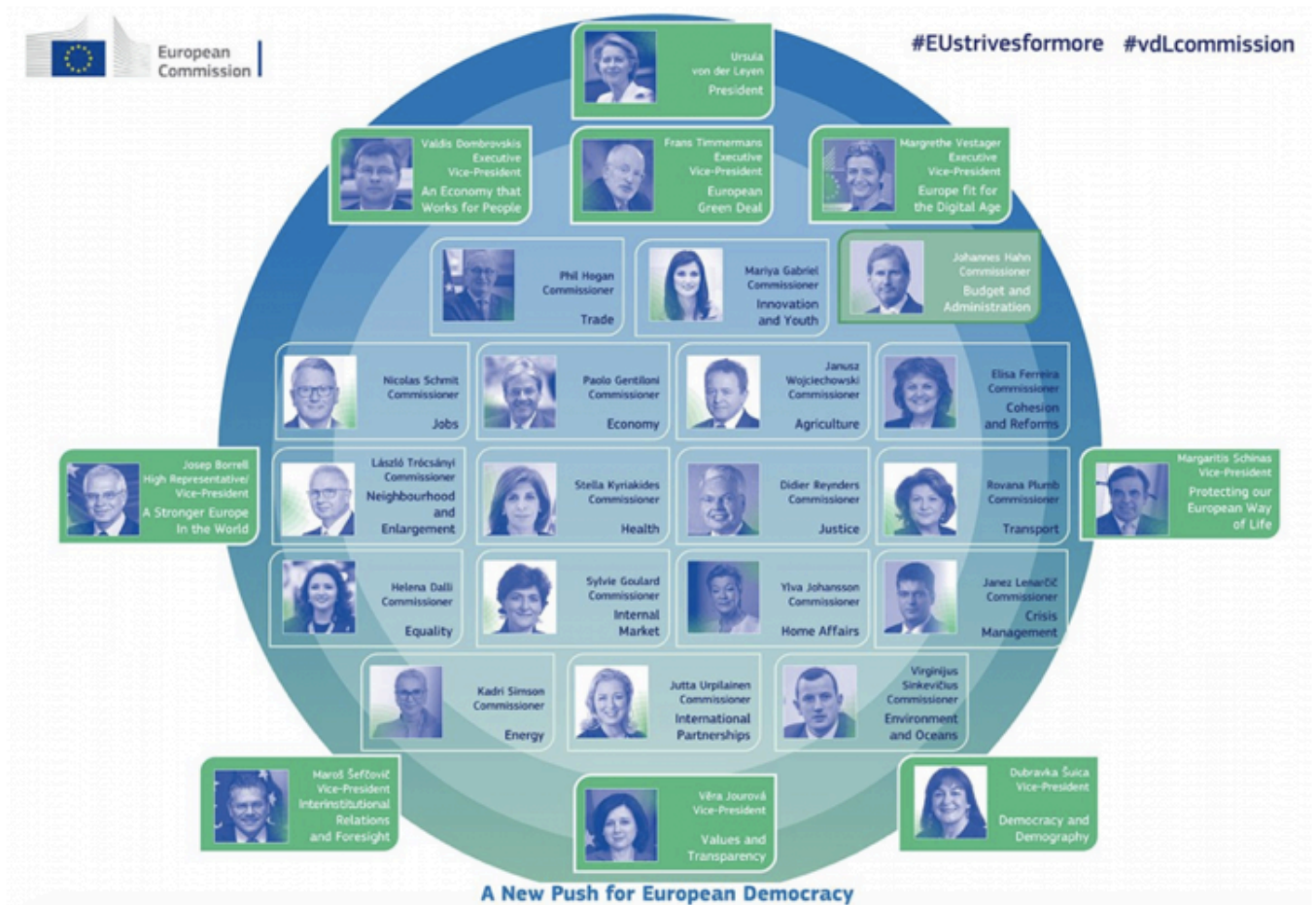
En juillet 2012, dans un « OSE Paper » de l'observatoire social européen, Cécile Barbier anticipait que « ces règlements contribueront dans le plus grand silence à l'approfondissement de la mutation de l'UE en une "fédération budgétaire" non seulement coercitive mais de plus en plus autoritaire y compris lors de l'élaboration des budgets nationaux. Dans les médias, pas un mot sur l'un des enjeux majeurs du traité budgétaire qui est de légaliser le vote à la majorité inversée. Introduite par la législation secondaire (le Six Pack), il s'agit d'une procédure qui n'existe pas dans les traités européens actuels mais dont se revendique explicitement la Commission européenne quand elle évoque la possibilité d'imposer des sanctions aux États irrespectueux de la discipline budgétaire. Il faut rappeler que cette procédure s'inspire d'une procédure du "consensus inversé" de l'Organisme de règlement des différends de l'Organisation mondiale du Commerce, un organisme auquel on ne peut accorder la qualification de démocratique. Le vote à la majorité inversée revient in fine à l'imposition de sanctions financières quasi automatiques en cas de non-respect de l'engagement de suivre les recommandations de la Commission européenne. La combinaison de l'ordolibéralisme allemand et d'une architecture fédérale poursuivant la construction du marché sur le modèle des États-Unis (market making federalism) engendre une fédération budgétaire non seulement coercitive mais de plus en plus autoritaire à l'avenir en ce compris au moment de l'élaboration des budgets nationaux. Quand le fédéralisme n'est plus un principe politique mais qu'il se transforme en idéologie, il ne peut plus être soutenu au nom d'un idéal européen qui n'existe plus en ce que cette idéologie, fusion de l'ordolibéralisme allemand et d'une conception du fédéralisme incompatible avec la diversité des modèles européens, conduit inexorablement à la déconstruction des modèles sociaux nationaux ».

Mardi 10, celle qui remplacera J.-C. Juncker à la présidence de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, présente les membres de son équipe, à condition que les uns et les autres soient validés par le Parlement européen.

« Photo de famille » de l'équipe actuelle :



La nouvelle équipe :



On notera en particulier le nouveau rôle de Margrethe Vestager, qui a fait beaucoup parler d'elle dans l'équipe de J.-C. Juncker au poste de Commissaire pour la concurrence : elle devient vice-présidente et son périmètre dépasse celui dont elle était jusque-là responsable puisqu'en plus de la concurrence elle doit se charger aussi du numérique.

Judi 12, la BCE annonce un nouveau plan de relance monétaire :

« (...) Premièrement, en ce qui concerne les **taux d'intérêt directeurs de la BCE**, nous avons décidé d'abaisser le taux de la facilité de dépôt de 10 points de base, à -0,50 %. Les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal resteront inchangés, à respectivement 0,00 % et 0,25 %. Nous prévoyons maintenant que

L'EURO

les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce que nous ayons constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur notre horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de reprendre les achats nets dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros à partir du 1^{er} novembre. Nous prévoyons d'y avoir recours aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de nos taux d'intérêt et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Troisièmement, nous entendons poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle nous commencerons à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Quatrièmement, nous avons décidé de modifier les modalités de la nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III) afin de préserver des conditions de prêts bancaires favorables, d'assurer une transmission harmonieuse de la politique monétaire et d'appuyer davantage l'orientation accommodante de la politique monétaire. Le taux d'intérêt de chaque opération sera désormais fixé au niveau du taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème effectuées pendant la durée de la TLTRO concernée. (...)

Cinquièmement, pour soutenir la transmission bancaire de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre en place un système de rémunération des réserves à deux paliers, dans lequel une partie de l'excédent de liquidité détenu par les banques ne sera pas soumise au taux négatif de la facilité de dépôt. (...)

Afin que les effets bénéfiques de nos mesures de politique monétaire puissent se faire sentir pleinement, d'autres pans de la politique économique doivent apporter une contribution plus décisive au rehaussement du potentiel de croissance à plus long terme, au soutien de la demande globale à l'heure actuelle et à la réduction des vulnérabilités. Pour affermir la productivité et le potentiel de croissance de la zone euro, réduire le chômage structurel et améliorer la capacité de résistance, la mise en œuvre de politiques structurelles doit être nettement accélérée dans les différents pays participants. Les recommandations par pays en 2019 devraient être utilisées comme référence dans cette voie.

En ce qui concerne les politiques de finances publiques, l'orientation budgétaire légèrement expansionniste au sein de la zone euro soutient actuellement, dans une certaine mesure, l'activité économique. Compte tenu de la dégradation des perspectives économiques et de l'importance persistante des risques à la baisse, les gouvernements disposant d'une marge de manœuvre budgétaire devraient agir avec efficacité et rapidité. Dans les pays où la dette publique est élevée, les gouvernements doivent poursuivre des politiques prudentes qui créeront les conditions permettant aux stabilisateurs automatiques de jouer librement. Tous les pays devraient intensifier leurs efforts vers une composition des finances publiques plus propice à la croissance. (...)

Notons que les décisions prises ont été très critiquées par les banquiers centraux d'Allemagne et des Pays-Bas.

Ces derniers paragraphes montrent que la BCE reconnaît elle-même que, malgré ses efforts renouvelés, sa politique monétaire est loin de suffire à soutenir l'activité économique au sein de la zone euro (sans compter ses effets pervers de plus en plus importants) : en plus de ses nouveaux cadeaux au monde bancaire, elle en appelle non seulement, comme à son habitude, à des politiques structurelles mais aussi à des politiques budgétaires actives, tout au moins pour les pays qui ont des marges de manœuvre. Comme le constatera l'éditorial du Monde du 14 septembre, « (...) au lieu de rassurer, ce remède de cheval donne le sentiment que la BCE arrive au bout de ce qu'elle peut faire en l'état des connaissances de la médecine monétaire, sans aucune assurance que le malade guérisse un jour. (...) ». Si la BCE ne parvient pas à soutenir l'activité et à augmenter l'inflation en comptant sur les banques pour qu'elles jouent leur rôle de relais de ses actions, il faudra qu'elle décide d'agir directement en utilisant la stratégie de la « monnaie hélicoptère » ; qui consiste à fournir aux ménages une certaine somme de sa monnaie en fin d'année. Ce serait sans doute un moyen plus sûr d'augmenter la consommation et/ou l'inflation.

Remarque : un « Flash Economie » de Natixis (n°1509 du 12 novembre 2019) donnera une précision intéressante : « Lorsqu'une Banque Centrale met en œuvre le Quantitative Easing, elle achète (essentiellement) des obligations du secteur public.

Si :

- *la Banque Centrale reverse à l'État ses profits ;*
- *elle ne réduit pas la taille de son bilan dans le futur,*

alors le Quantitative Easing implique l'annulation de la dette publique achetée par la Banque Centrale. En effet, l'État verse les intérêts sur la dette publique à la Banque Centrale, mais celle-ci les reverse à l'État : la dette publique devient gratuite.

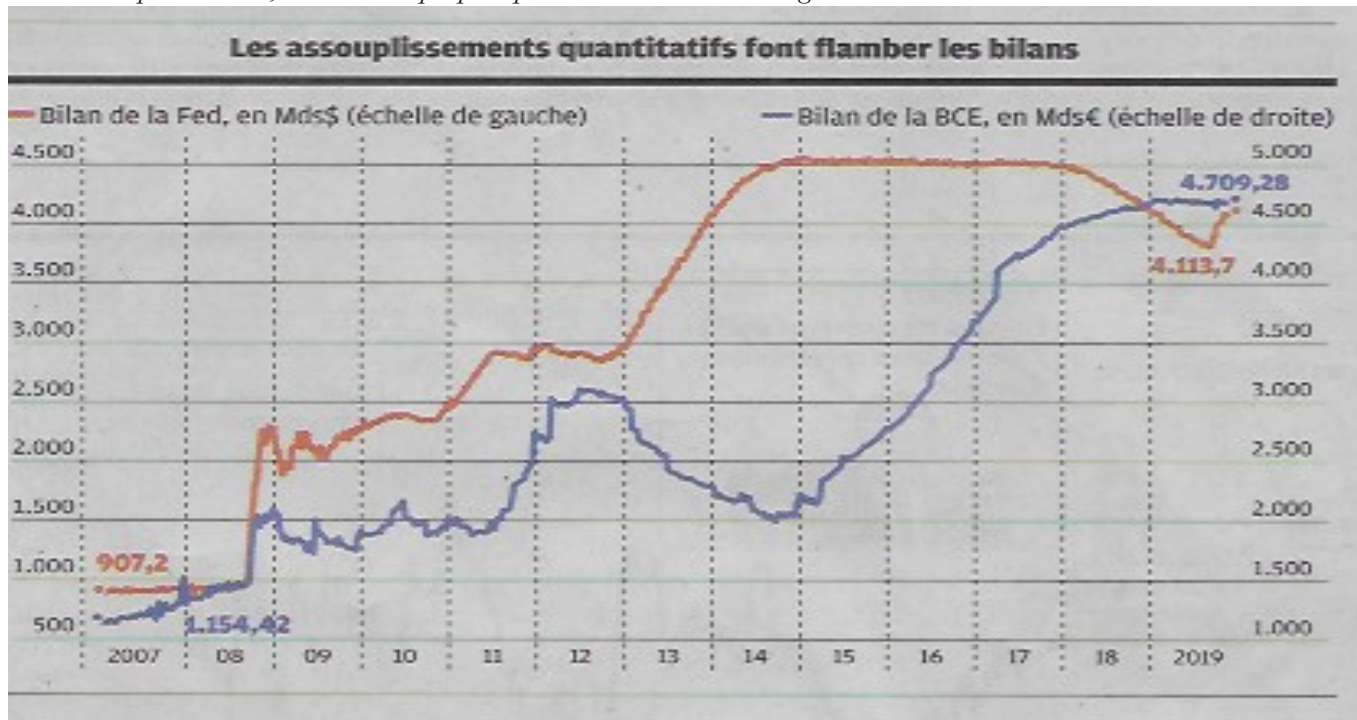
De plus, l'État n'a plus à rembourser cette dette, puisque la Banque Centrale en renouvelle la détention : une dette perpétuellement gratuite est en réalité annulée.

Ceci montre à nouveau l'équivalence entre le Quantitative Easing et l'helicopter money, puisque, avec l'helicopter money, la Banque Centrale crée de la monnaie sans contrepartie ; mais la dette publique détenue par la Banque Centrale dans le

L'EURO

cadre du Quantitative Easing n'a, nous venons de le voir, aucune valeur, puisqu'elle est équivalente à une dette publique annulée ».

Le tableau suivant montre à quel point se sont alourdis après la crise de 2007-2008 les bilans de la BCE et de la FED : comment les alléger alors que les Banques centrales sont quasiment dans l'obligation de poursuivre leur politique monétaire expansionniste, ne serait-ce que pour préserver la solvabilité budgétaire des États ?



Vendredi 13, après la réunion à Helsinki de l'Eurogroupe, son Président Mario Centeno - et ministre portugais des finances - lance une recommandation très claire : « Les pays qui disposent d'une marge budgétaire devraient l'utiliser pour contrer le ralentissement de l'économie ». Ce message est repris ce même jour par Valdis Dombrovkis, le vice-président de la Commission. Ces déclarations se rajoutent donc à toutes celles qui vont depuis quelque temps dans le même sens, y compris celle de la BCE de la veille.

Mais le ministre allemand Olaf Scholz se contente d'affirmer qu'« il est important, et surtout en Allemagne, de s'engager pour l'indépendance de la BCE sur le modèle de la Bundesbank. Et nous devons honorer ce succès en faisant preuve d'une certaine retenue dans les commentaires concernant les décisions de la BCE », et a confirmé son attachement au dogme budgétaire en présentant devant la Chambre basse du Parlement un budget 2020 à l'équilibre. De son côté, le ministre italien déclare avant d'aller en Finlande : « je vais à Helsinki pour discuter des politiques européennes, en partant de la nécessité d'une politique budgétaire plus expansionniste ».

Il n'y a pas meilleure preuve du fossé qui sépare les pays de la zone euro... et il faut admettre que pour certains l'équilibre budgétaire est plus important que la survie de l'euro. D'ailleurs, lors de la présentation qu'elle fera de sa stratégie pour le climat vendredi, A. Merkel indiquera qu'elle n'a pas l'intention de modifier sa politique d'orthodoxie budgétaire.

Mardi 17, à cause d'une tension particulièrement forte sur les opérations de « repo », pour la 1^{ère} fois depuis la crise d'il y a dix ans, la Fed injecte en catastrophe 53 milliards de liquidités.

Il apparaît que la politique accommodante de la Banque centrale ne suffit pas à calmer les marchés...

Mercredi 18, la Fed continue sa politique monétaire de baisse des taux directeurs qui se situent maintenant entre 1,75% et 2% après une baisse d'un quart de point, parce qu'elle estime que les risques qui affectent l'économie mondiale sont toujours là et qu'elle constate que l'inflation reste inférieure à 2%. Cette décision fait l'objet de plusieurs critiques, y compris au sein du Comité de politique monétaire (FOMC), les uns désirant un statu quo, les autres souhaitant une baisse plus prononcée, Donald Trump étant bien sûr du même avis que les seconds.

Le jeudi 19, dans La Chronique Agora, l'économiste et ancien professeur à l'Université de Nice réaffirme avec véhémence son opposition à l'euro tel qu'il a été conçu et géré : « (...) Tout va mal dans la Zone euro et c'est normal, car une zone monétaire unique pour des pays dont les niveaux et

les gains de productivité sont différents les uns des autres est une aberration, un contre-sens, une erreur ou une faute majeure dénotant une absence totale de culture économique élémentaire. Cette Zone euro n'aurait jamais dû exister ; une fois créée, elle aurait dû disparaître depuis longtemps (une dizaine d'années au moins) mais la *nomenklatura* qui l'a imposée aux peuples crédules a réussi jusqu'à présent à la faire survivre tant bien que mal. (...) La situation s'est sérieusement détériorée depuis quelques semaines, comme le montrent les baisses des taux des bons des Trésors. Cependant les dirigeants des banques centrales de la zone en perdition ont décidé de reprendre leur politique monétaire dite du QE (*quantitative easing*) en accentuant certaines de leurs interventions, en particulier en abaissant encore leurs taux de base, ce qui est exactement ce qu'il ne faudrait surtout pas faire. (...) ».

Pourtant, croyant qu'on attend d'elles qu'elles soutiennent l'activité économique et convaincues du bien-fondé de leur action, les Banques centrales s'enferment dans une sorte de cercle vicieux (en particulier, les mesures décidées par la BCE vont renforcer la tendance à la négativité des taux d'intérêt de LT, avec le cortège des inconvénients que cela va présenter - voir ici même ce qui en est dit à la date des 8-9 avril ; elles poussent aussi les acteurs économiques à prendre des risques dans la gestion de leur épargne et de leurs investissements, d'où des risques de bulles). En effet, elles persistent dans leur politique monétaire expansionniste car elles savent que les marchés l'anticipent et que si elles modifiaient cette stratégie alors les marchés renverseraient leurs comportements, ce qui aboutirait à une hausse des taux longs et à une chute des cours boursiers. De plus, la situation actuelle place les Banques centrales devant un conflit d'objectifs en ce sens que d'un côté, en tant que responsables de la politique monétaire, elles ont le souci de relancer l'inflation et de soutenir l'activité économique par une baisse de leurs taux d'intérêts directeurs, confortée souvent par une QE, et que de l'autre, en tant que responsables de supervision des banques commerciales, elles sont obligées de tenir compte que leur politique monétaire met à mal la santé de celles-ci.

Ce même mercredi 18, l'Institut Montaigne fait paraître un article de son conseiller économique Éric Chaney qui traite en particulier des objectifs assignés historiquement à la BCE. Il pose la question de savoir s'il ne vaut pas mieux que la BCE s'intéresse au niveau des prix sur longue période plutôt qu'au taux d'inflation annuel et, concernant la cible d'inflation, il note : « Le nouveau gouverneur de la Banque centrale d'Autriche, M. Holzmann, propose de prendre acte de la "japonisation" de l'économie, et de fixer la cible à 1,5 %. Jacques de Larosière, ancien Gouverneur de la Banque de France, est encore plus radical, avec une cible de 1 %. À l'opposé, des économistes de renom, dont Olivier Blanchard et Kenneth Rogoff, ont proposé de remonter la cible à 4 %, de façon à ce que la banque centrale dispose d'une confortable marge à la baisse en cas de crise, et se voit épargnée l'aventure des taux négatifs dans laquelle la Banque Nationale de Suisse erre depuis 2014. Paradoxalement, les deux camps ont la même préoccupation : éviter les taux négatifs, que les partisans d'une cible basse considèrent comme contre-productifs, parce qu'ils minent la rentabilité des banques. Notons à ce sujet que toute l'habileté des mesures annoncées le 12 septembre revient précisément à neutraliser l'impact des taux négatifs pour les banques. Dans ses réponses aux questions des parlementaires, Christine Lagarde a déjà pris position dans le débat, s'alignant sur l'exigence de symétrie avancée par Mario Draghi au Symposium de Sintra : mentionner explicitement que la BCE cherchera avec la même vigueur à faire remonter l'inflation lorsqu'elle est trop basse qu'à la faire baisser lorsqu'elle est trop élevée. Bien que ce soit implicite, insister sur la symétrie est une façon de dire que la cible devrait être fixée à 2 % sans autre forme de procès ».

Sur ce thème de la « japonisation » de l'économie européenne, Olivier Passet, Directeur de la recherche à Xerfi, fera le 4 octobre 2019 un article particulièrement pédagogique, intitulé « L'Europe frappée par la maladie japonaise des "décennies perdues" ». Qu'il nous soit permis de le citer pratiquement in extenso :

« L'Europe, prise dans son ensemble, fait de plus en plus figure de grand malade en situation stationnaire. Croissance anémique, déflation rampante, taux d'intérêt en zone négative, système bancaire zombie, elle multiplie les symptômes du Japon des années 90's. L'analogie ne s'arrête pas là. En arrière-plan on retrouve des similitudes démographiques : un ralentissement prononcé de la croissance de la population, notamment celle en âge de travailler, et une accélération simultanée du vieillissement démographique. Certainement le vrai détonateur de la crise nipponne, tant le changement de régime démographique a été brutal. Pour continuer l'analogie, il y a, en détonateur le plus visible de la décennie perdue japonaise, un krach financier de premier ordre. L'explosion d'une bulle immobilière gigantesque dans le Japon des années 80-90, qui a emporté la bourse dans son sillage. Côté Europe, il y a bien sûr la crise de 2008, qui s'est compliquée en crise des dettes

souveraines... les deux crises produisant des effets de richesse négatifs et enclenchant un processus de réduction de l'exposition bancaire au risque et de désendettement des agents privés. Et pour prolonger le jeu des similitudes, il y a la même propension à produire des excédents courants surdimensionnés, dans un contexte de débouchés internes anémique. C'est le destin des nations qui vieillissent : elles bâtissent leur rente vieillesse sur la prospérité des nations les plus dynamiques. Et enfin, même si le jeu des similitudes est loin d'être exhaustif, il y a cette déconnexion du chômage et de la croissance de plus en plus palpable en Europe. Avec en arrière-plan une dualisation de plus en plus marquée du marché du travail. Un noyau dur hyper-productif, et une myriade de petits jobs de service qui produisent un plein emploi de façade. L'Europe, n'y est pas bien sûr, mais elle en prend le chemin. Le chômage décroît tendanciellement, sans qu'un véritable souffle de reprise pérenne se soit installé sur la zone. Quelques différences notables : ne forçons pas trop l'analogie cependant. Le choc qu'a subi le Japon a été d'une violence inouïe comparé à celui qui a ébranlé l'Europe. Tant sur le plan démographique que sur le plan financier. Le Japon n'a d'ailleurs toujours pas rattrapé les pics de valorisation tant boursière qu'immobilière. Par ailleurs, aussi grave qu'ait été la crise nipponne, elle a bénéficié d'un autre contexte financier. Crise localisée, les gestionnaires d'actifs, ont pu se réorienter vers l'international pour amortir le choc sur les rendements... L'Europe, elle, a été prise d'un mouvement beaucoup plus vaste d'affaissement des rendements. Et l'on pourrait encore multiplier les éléments singuliers. Notamment, la détention domestique de la dette, qui a été décisive dans la stabilisation de l'économie par la suite, limitant les effets potentiels d'une fuite des capitaux. En dépit de ces réserves, Europe et Japon sont bien confrontés à des problématiques similaires. Le Japon a été le premier grand pays à affronter une problématique de trappe à liquidité. Où la liquidité ne parvient plus irriguer l'économie réelle en se matérialisant en investissement ou en dépenses. Il lui a fallu du temps pour reconfigurer sa politique monétaire compte tenu de la nouvelle donne : 1995, pour qu'elle se lance véritablement dans une politique de taux zéro et 2001 pour qu'elle initie une politique de Quantitative Easing. Et il est clair que le laboratoire japonais a été salvateur en 2008 pour les pays développés. Le pays, a aussi été acculé à laisser filer sa dette publique, défiant toutes les orthodoxies. En phase avec les nouveaux discours permissif sur la dette qui se rependent aujourd'hui dans le monde développé. L'État a mobilisé massivement l'épargne excédentaire, pour la réinjecter dans le circuit économique, notamment en investissements collectifs. Et cette dérive de la dette s'est produite sans sanction des marchés. La charge nette d'intérêts du gouvernement japonais est nulle aujourd'hui, alors même que son endettement est record. 30 ans après que peut-on dire ? 1/ Que ce régime étrange qui défie toutes les lois raisonnables et aurait dû sur le papier tuer le malade, s'est transformé en régime permanent. 2/ Que le Japon a fait mieux que de se maintenir en survie artificielle. Sa croissance, lorsqu'on la rapporte à la population en âge de travailler a retrouvé de la vigueur, et surperforme même celle des autres régions développées. 3/ Que le régime de taux zéro, depuis 25 ans, n'a pas désorienté l'investissement, en témoigne la performance du noyau dur exportateur. 4/ Que le Japon, même à taux zéro, n'a pas plus mal absorbé la crise de 2008 que les autres. Face aux similitudes, reste à l'Europe à démontrer qu'elle peut s'en tirer sans laisser filer la dette publique et sans que l'État prenne la main en matière d'investissement. Et que sans cette dérogation, elle n'ouvre pas la porte à une nouvelle décennie perdue ».

Cette analyse conforte mon point de vue : si crise il doit y avoir, ce ne sera pas une crise d'offre mais une crise de demande.

Jeudi 19, comme la crise de liquidité n'est pas résolue aux États-Unis, la Fed continue à injecter des liquidités et baisse même le taux de rémunération des réserves excédentaires de 30 points de base.

Le vendredi 20, « lopinon.fr » fait paraître une tribune libre de l'économiste polonais Stefan Kawalec intitulée : « Zone euro : Macron a besoin du courage de De Gaulle ».

On y lit en particulier : « L'attachement du président Macron au projet européen mérite le respect et le soutien. Mais la monnaie unique peut plomber non seulement le second mandat de Macron mais aussi le projet européen dans son ensemble. Il y a beaucoup de craintes justifiées liées à l'éclatement de l'euro, mais il existe une stratégie présentée par un groupe d'économistes de plusieurs pays de l'UE qui ont signé un Manifeste pour la Solidarité européenne dans lequel ils plaident pour une segmentation contrôlée de la zone euro et pour le retour aux monnaies nationales afin de sauver les plus importants acquis de l'intégration européenne, à savoir l'Union en tant que telle et le marché commun. La première étape devrait être la sortie de la zone des pays les plus concurrentiels, avant tout de l'Allemagne ».

Le Manifeste dont parle l'auteur a été présenté à Bruxelles le 24 janvier 2013 (voir le texte entier à cette date).

Le mardi 24, la Cour suprême britannique désavoue le premier ministre Boris Johnson en jugeant illégale la suspension des travaux du Parlement. Cela n'empêche pas B. Johnson de réaffirmer sa détermination à réaliser le Brexit au plus tard le 31 octobre.

Le mercredi 25, Sabine Lautenschläger, qui co-préside le superviseur bancaire, démissionne de son poste de membre du Directoire de la BCE. Elle fait partie de ceux qui considèrent la politique monétaire trop accommodante et qui critiquent les mesures récemment prises, en particulier le redémarrage du QE, surtout qu'elles semblent déterminer la stratégie de la BCE pour longtemps. Cette démission, jointe aux critiques faites par plusieurs gouverneurs de banques centrales nationales, même celle de François Villeroy de Galhau, exprime un malaise de plus en plus important au sein de la BCE, ce qui n'est pas très favorable à la veille de l'arrivée de Madame Christine Lagarde. Comment la nouvelle présidente gèrera cette fronde qui n'est pas très habituelle au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE, habituellement habitué au consensus et même à l'unanimité ?

Également ce mercredi 25, un « Flash Economie » de Natixis publie une étude intitulée : « Si la Productivité Globale des Facteurs progresse peu, il y a peu d'espoir », dans la mesure où l'évolution de la PGF, parce qu'elle mesure le progrès technique, est un très bon indicateur des potentialités de croissance d'une économie.

Se trouve dans l'étude un tableau qui se passe de commentaires, surtout quand on sait par ailleurs que dans la majorité des pays industrialisés, le ralentissement de la croissance économique au sortir des Trente Glorieuses s'expliquerait pour 2/3 par la baisse de la PGF :

Tableau 1 : Croissance annuelle moyenne de la Productivité Globale des Facteurs (en %)

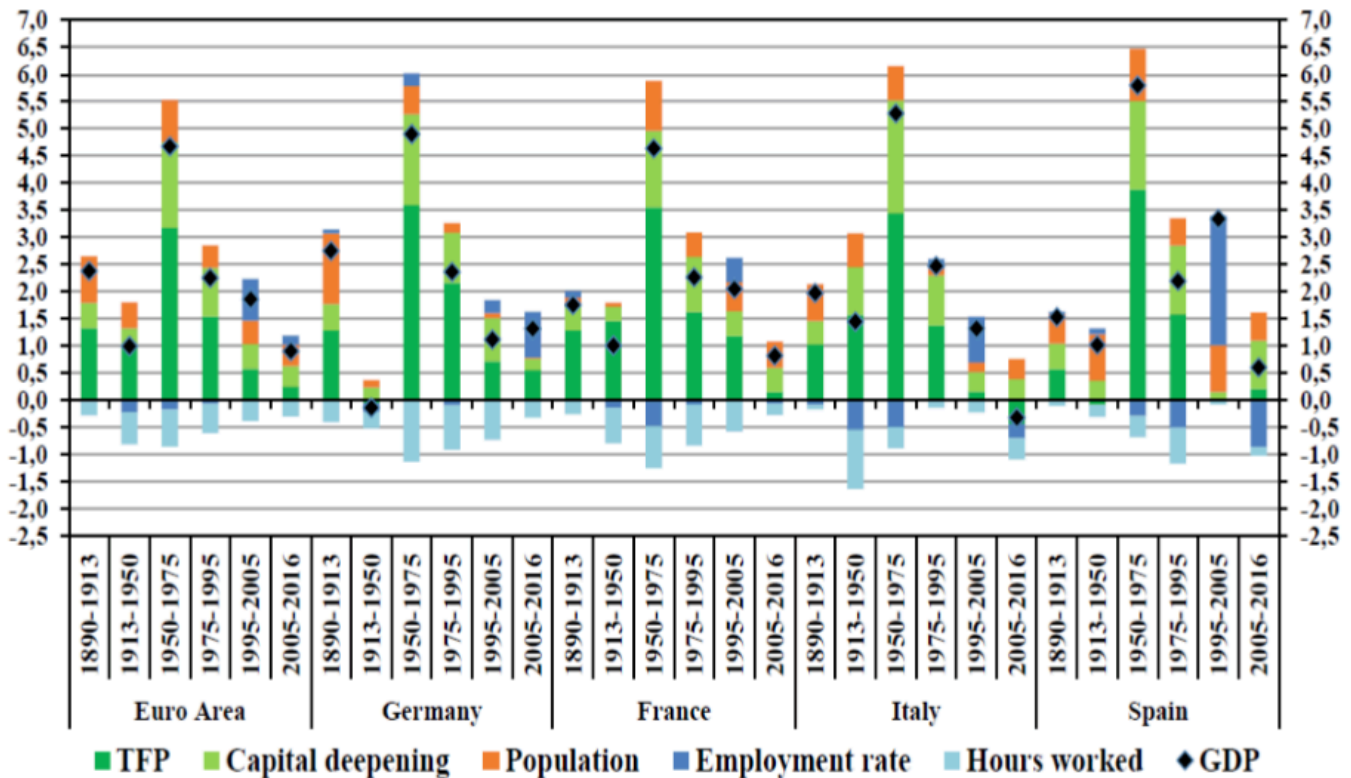
	2002-2007	2008-2019	2002-2019	2010-2019
Etats-Unis	1,02	0,65	0,77	0,87
Canada	0,22	0,27	0,26	0,67
Suède	2,11	0,23	0,86	0,91
Danemark	0,78	0,28	0,45	0,83
Royaume-Uni	1,42	0,04	0,50	0,55
Allemagne	0,88	0,29	0,49	0,95
France	0,74	0,10	0,31	0,47
Espagne	-0,50	0,43	0,12	0,57
Italie	-0,54	-0,41	-0,45	0,14
Pays-Bas	0,84	0,23	0,44	0,61
Belgique	1,25	0,01	0,42	0,37
Autriche	1,15	0,09	0,44	0,54
Finlande	1,79	-0,25	0,43	0,56
Grèce	1,97	-1,25	-0,18	-0,86
Portugal	0,28	0,36	0,34	0,66
Suisse	1,48	0,46	0,80	0,85
Japon	1,00	0,38	0,59	1,00
Australie	0,22	0,44	0,36	0,58
Nouvelle Zélande	0,64	0,36	0,45	0,56

Sources : calcul NATIXIS

On retrouve dans ce tableau la coupure « Pays du Nord-Pays du Sud » concernant les membres de la zone euro, et pour longtemps, puisque la PGF est un indicateur de long terme.

En complément à ce tableau, on propose le suivant qui décompose historiquement sur longue période les facteurs de la croissance du PIB, avec la PGF - ou TFP - en première position :

Source: Bergeaud, Clette and Lecat (2016) - See: www.longtermproductivity.com



En fin de mois, l'euro cote 1,039\$ après avoir coté 1,1029 le 6, 1,1071 le 13 et 1,1017 le 20.

• Octobre 2019 ->

Le vendredi 4, six anciens responsables de la BCE (Hervé Hannoun, Otmar Issing, Jürgen Starck, Klaus Liebscher, Helmut Schlesinger et Nouriel Wellink) publient un mémorandum pour critiquer, à la suite de la reprise du QE, la politique monétaire accommodante de Mario Draghi. Selon eux, la politique s'assouplissement monétaire que mène la BCE depuis 2014 est justifiée par la menace de la déflation, qui n'est pas réelle, et ils soupçonnent de plus en plus Mario Draghi de vouloir protéger les États lourdement endettés contre une hausse des taux d'intérêt.

Les auteurs du mémorandum ont sans doute raison sur ce tout dernier point mais Mario Draghi a tout à fait raison, enfin, quand il reconnaît aujourd'hui que « sans une politique budgétaire significative pour l'ensemble de la zone euro, cette union restera une construction fragile ».

De manière plus générale, la création en abondance de liquidités par les Banques centrales toutes ces dernières années a certes, comme attendu logiquement, provoqué la baisse des taux d'intérêt « longs » et la diminution des primes de risques sur les dettes risquées, mais elle n'a pas entraîné, comme cela était souhaité, l'augmentation de l'inflation ni le développement du crédit ni l'accroissement de l'investissement ni même la baisse du taux d'épargne puisque l'effet revenu (on épargne plus pour rattraper la perte de pouvoir d'achat que cause la baisse des taux) l'emporte sur l'effet de substitution (entre actifs non risqués et actifs risqués). Au total, l'augmentation des bases monétaires (passifs des banques centrales) s'avère plus dangereuse que profitable.

Mercredi 9, réunion à Luxembourg de l'Ecofin (réunion des ministres des finances de l'UE) puis de l'Eurogroupe (réunion des seuls ministres des finances de la zone euro) : accord sur les conditions de mise en œuvre (prévue en 2021) d'un budget de la zone euro - ou plutôt d'un « instrument budgétaire de convergence et de compétitivité », le BICC, dont le principe avait été acté les 14 juin. Ce BICC, qui fonctionnera en tandem avec le « semestre européen », sera doté d'environ 17 milliards d'euros (cette somme pourra être augmentée par un accord intergouvernemental) et sera consacré à l'investissement et au soutien aux réformes économiques. 80% de la somme seront répartis selon le critère de la population et selon le PIB par habitant inversé. Les 20% restant seront consacrés aux éventuelles mesures d'urgence pour répondre aux problèmes spécifiques d'un pays. Les pays de la zone euro récupéreront sous la forme de financement tirés de ce budget au moins 70% de leur

contribution et les contributions nationales pourront être réduites en cas de circonstances économiques graves.

Le jeudi 10, les eurodéputés rejettent massivement (89 voix contre, 29 voix pour et 1 abstention) la candidature de Sylvie Goulard à la Commission européenne pour le poste (à très grand périmètre) au Marché intérieur.

C'est une véritable claque adressée à Emmanuel Macron et à la France. Il faut que notre pays comprenne mieux le fonctionnement d'une démocratie parlementaire et que le Président français soit moins arrogant. En tous les cas, c'est un coup dur pour le rôle central que comptait jouer E. Macron dans la relance de l'idée européenne et donc pour l'Europe tout entière. En effet, voici que le Président français est affaibli alors que la chancelière l'est déjà elle aussi : le principal moteur de la dynamique européenne est bridé. De plus, aucun progrès significatif n'est réalisé pour la gouvernance économique de la zone euro (le dispositif du BICC n'a rien à voir avec le « budget de la zone euro » que souhaite la France, à commencer par son montant), l'Europe n'a pas la force de se faire entendre sur les attaques turques contre les Kurdes et le Brexit s'annonce dévastateur.

Depuis le mardi 15, la Commission européenne a les projets de budget 2020 des différents États membres. Selon la Banque UBS, il en ressort qu'il va y avoir une très légère relance budgétaire globale de l'ordre de 0,3% du PIB, ce qui pourrait doper la croissance européenne de 0,1 à 0,2 point de PIB, avec un effet multiplicateur de seulement 0,5 parce que cette relance est davantage fondée sur la consommation que sur l'investissement. Comme l'ont demandé beaucoup d'institutions, de responsables politiques et d'experts économiques, ce sont les pays excédentaires comme l'Allemagne et les Pays-Bas qui contribuent le plus à cette relance mais cela n'empêche pas qu'ils vont rester excédentaires. Bruxelles doit porter un jugement sur ces projets budgétaires au plus tard le 30 novembre.

Le mercredi 16, l'OFCE publie ses « perspectives économiques 2019-2021 ». On y trouve en particulier le tableau suivant :

Taux de croissance annuels, en %

	PIB en volume ¹			
	2018	2019	2020	2021
DEU	1,5	0,5	0,7	1,3
FRA	1,7	1,3	1,3	1,2
ITA	0,7	0,1	0,4	0,2
ESP	2,4	2,0	1,8	1,4
EUZ	1,9	1,2	1,2	1,3
GBR	1,5	0,8	0,9	1,1
NPM ²	4,4	3,9	3,3	3,3
UE 28	2,0	1,4	1,3	1,4
USA	2,9	2,2	1,3	1,5
JPN	0,8	1,0	0,5	0,9
Pays développés	2,2	1,7	1,2	1,4
RUS	2,3	0,9	1,6	1,6
CHN	6,6	6,2	6,0	5,8
Inde	6,8	7,0	7,3	7,2
Brésil	1,1	0,9	1,7	2,0
PVD	4,2	3,7	4,1	4,1
Monde	3,3	2,8	2,8	2,9

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.

2. Nouveaux pays membres : Pologne, Hongrie, République tchèque, Roumanie, Bulgarie et Croatie.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2019.

On constate donc que la France sera en 2019 le premier moteur de la croissance dans la zone euro, ce qui n'était pas arrivé depuis 2004.

Ceux qui ont malgré tout l'esprit chagrin pourront démontrer que des résultats moins encourageants auraient été obtenus si la demande n'avait pas été relancée par les mesures prises à la suite de la crise des gilets jaunes, au mépris des engagements européens, et que les perspectives seraient moins optimistes si l'économie française ne bénéficiait pas de

L'EURO

« béquilles » que sont une politique monétaire et une politique budgétaire » anormalement expansives. D'ailleurs, quelle résilience économique aurait notre économie si une nette récession survenait ?

Le jeudi 17, un accord est conclu entre l'UE et le Royaume-Uni sur le Brexit. Mais plusieurs étapes doivent encore être franchies, en particulier à Londres, pour que cet accord soit vraiment validé.

Par ailleurs, un cessez-le-feu est obtenu sur la frontière turco-syrienne, grâce à l'intervention conjointe des États-Unis et de la Russie ; et pour lequel l'Europe a été mise hors-jeu...

Le mardi 22, deux articles aux tonalités bien différentes paraissent sur la politique menée par la BCE. Le premier, dans *Le Monde*, est signé de J.-C. Trichet, ancien président de la BCE, pour prendre la défense de son successeur Mario Draghi, critiqué par plusieurs anciens responsables de l'Institution (voir plus haut à la date du vendredi 4). On lit notamment : « s'agissant des taux d'intérêt, il n'y a pas de travaux empiriques qui suggéreraient que la BCE en est au point où les conséquences négatives domineraient clairement ».

Le second, dans *Les Echos*, l'économiste Mathilde Lemoine signe une tribune intitulée « La BCE déstabilise les fondamentaux de la zone euro » où elle écrit : « (...) Sous couvert de générer une inflation de 2 %, la Banque centrale européenne n'a cessé d'accroître ses prérogatives. La politique monétaire n'est plus seulement une politique d'accompagnement de la politique budgétaire comme le préconisait J.M. Keynes. Elle vise désormais à influencer directement la redistribution entre retraités et jeunes actifs, la politique industrielle et à accélérer la financiarisation des économies européennes. À vouloir élargir sans cesse son champ d'intervention sans prendre le temps d'en évaluer les conséquences, la Banque centrale européenne risque de peser sur la croissance de moyen terme et d'accroître considérablement l'inquiétude et le ressentiment de citoyens européens désarmés face des décisions qui leur échappent. (...) ».

Le jeudi 24, au matin, on apprend que la France présente Thierry Breton au poste de Commissaire européen sur le grand portefeuille concernant le marché intérieur, la politique industrielle, la défense et le numérique, le fameux poste pour lequel Sylvie Goulard a été refusée par le Parlement européen.

Il sera difficile de contester à Thierry Breton ses compétences dans les domaines du poste mais le nouveau candidat sera lui aussi sans doute interrogé lors des auditions sur d'éventuels risques de conflits d'intérêt. S'il était lui aussi, à son tour, refusé par le Parlement européen, ce serait un très grave camouflet pour le Président français, aux conséquences difficilement calculables non seulement pour lui mais aussi pour la France et pour l'UE.

Également ce jeudi 24, réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE sur la politique monétaire. C'est la dernière réunion que préside Mario Draghi avant de passer le témoin à Christine Lagarde le 1^{er} du mois prochain.

Le communiqué de presse est le suivant :

« Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a 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 -0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Comme décidé lors de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs en septembre, les achats nets reprendront dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros à partir du 1^{er} novembre. Le Conseil des gouverneurs prévoit d'y avoir recours aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux d'intérêt directeurs et d'y mettre fin peu avant qu'il ne commence à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire ».

Lors de sa conférence de presse, le Président Draghi déclare : « (...) un recouplement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme qu'un degré élevé de soutien monétaire demeure nécessaire à la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. (...) En ce qui concerne les politiques de finances publiques, l'orientation budgétaire légèrement expansionniste au sein de la zone euro soutient actuellement, dans une certaine mesure, l'activité économique. Compte tenu de la dégradation des perspectives économiques et de l'importance persistante des risques à la baisse, les gouvernements disposant d'une marge de manœuvre budgétaire devraient agir avec efficacité et rapidité. Dans les pays où la dette publique est élevée, les gouvernements doivent poursuivre des politiques prudentes et atteindre les objectifs de solde structurel, créant ainsi les conditions permettant aux stabilisateurs automatiques de jouer librement. Tous les pays devraient intensifier leurs efforts vers une composition des finances publiques plus propice à la croissance. De même,

L'EURO

l'application, de façon transparente et systématique, du cadre budgétaire et de gouvernance économique de l'Union européenne, dans le temps et à travers les pays, reste essentielle pour accroître la capacité de résistance de l'économie de la zone euro. Un meilleur fonctionnement de l'Union économique et monétaire demeure une priorité. Le Conseil des gouverneurs salue les travaux en cours et demande instamment que des avancées spécifiques et décisives soient réalisées vers l'achèvement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux ».

Mario Draghi laisse la place à Christine Lagarde pour diriger un Conseil des gouverneurs où des désaccords se sont de plus en plus manifestés sur le caractère très accommodant de la politique monétaire menée, laquelle va de fait s'imposer encore longtemps à la nouvelle Présidente. De plus, il demande aux États de prendre le relais de la BCE pour soutenir l'activité économique : « Super Mario », surnommé ainsi pour avoir bel et bien sauvé la zone euro au moment de la crise des dettes souveraines en Europe, même si ses décisions ont été un peu tardives, reconnaît en quelque sorte que la Banque centrale ne peut pas tout et que, d'une certaine façon, sa politique des taux anormalement bas est maintenant dans une impasse. Christine Lagarde, qui va lui succéder dans quelques jours à la tête de la BCE, va-t-elle donc suivre l'exemple de la Fed qui a décidé l'an dernier de réorienter sa politique monétaire en insistant sur son objectif de favoriser la croissance et l'emploi, en laissant au second plan l'objectif de stabilité monétaire ? Souhaitons aussi que les Banques centrales n'oublient pas non plus la mission de stabilité financière qu'elles se sont donnée à l'occasion de la crise des subprimes.

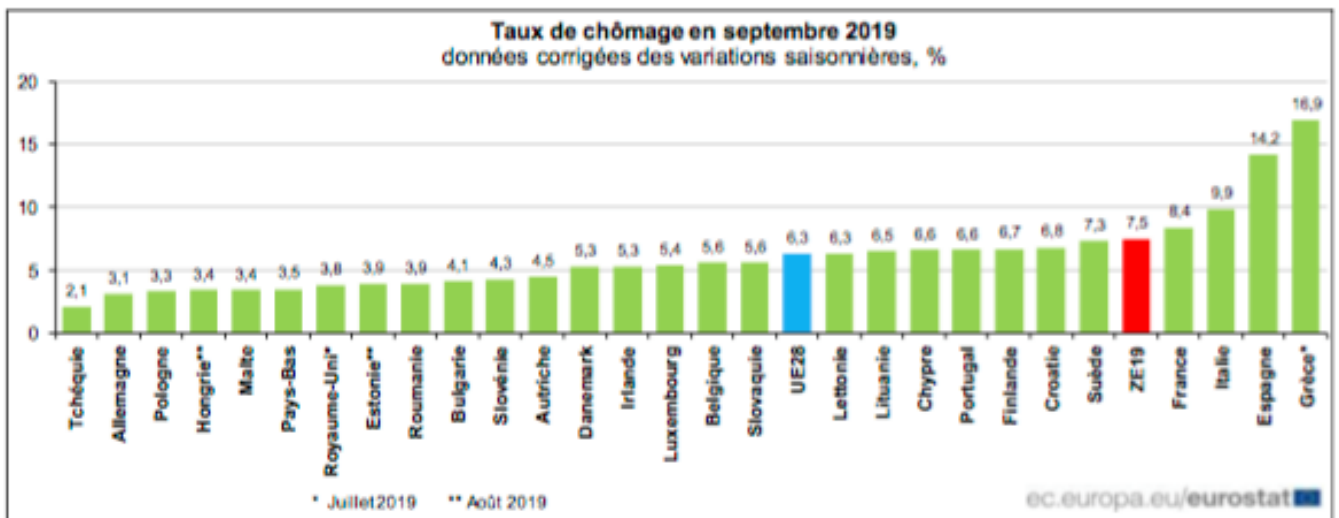
Le lundi 28, l'UE accepte un report du Brexit au plus tard au 31 janvier 2020.

Mercredi 30, la Fed annonce un nouvel assouplissement monétaire d'un quart de point sur son taux directeur, qui va donc évoluer dans la fourchette 1,50-1,75%.

Cette décision a dû contenter le Président Trump.

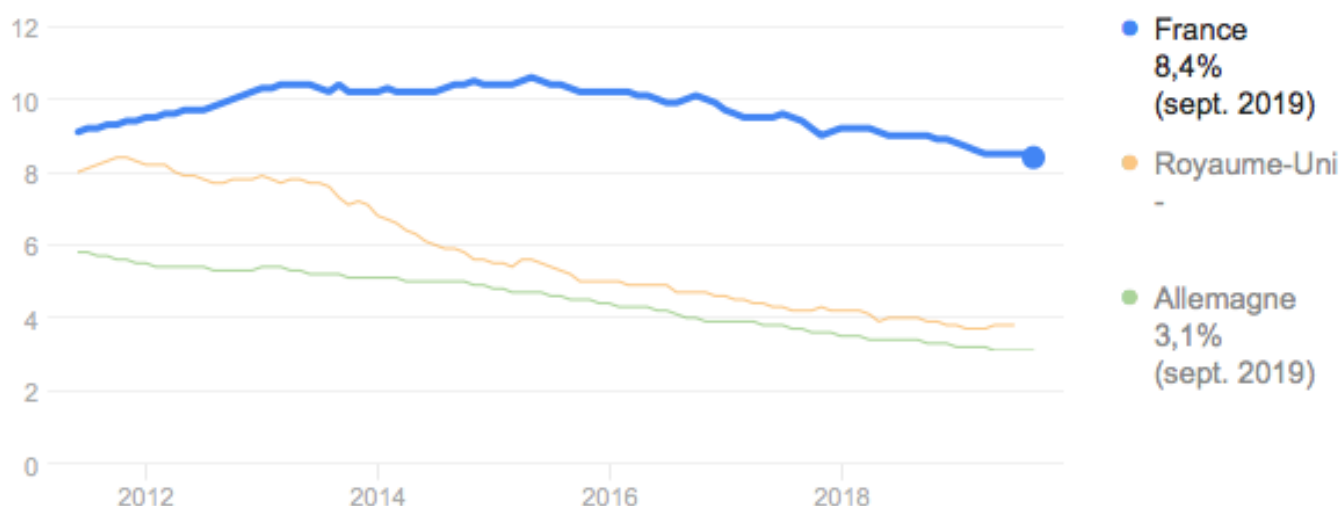
Jeudi 31, publication par Eurostat d'un certain nombre des statistiques :

La croissance de la zone euro reste modeste, même si elle faiblit moins qu'ailleurs. Les économies française et espagnole tirent leur épingle du jeu parce qu'elles sont moins dépendantes du commerce mondial, et c'est l'inverse pour l'économie allemande.



Le taux de 7,5% pour la zone euro est le plus bas depuis juillet 2008, donc depuis 11 ans. Le taux de chômage des jeunes (moins de 25 ans) est de 15,9% pour la zone euro. Aux États-Unis, le taux de chômage général est de 3,5%.

8,4% (sept. 2019)

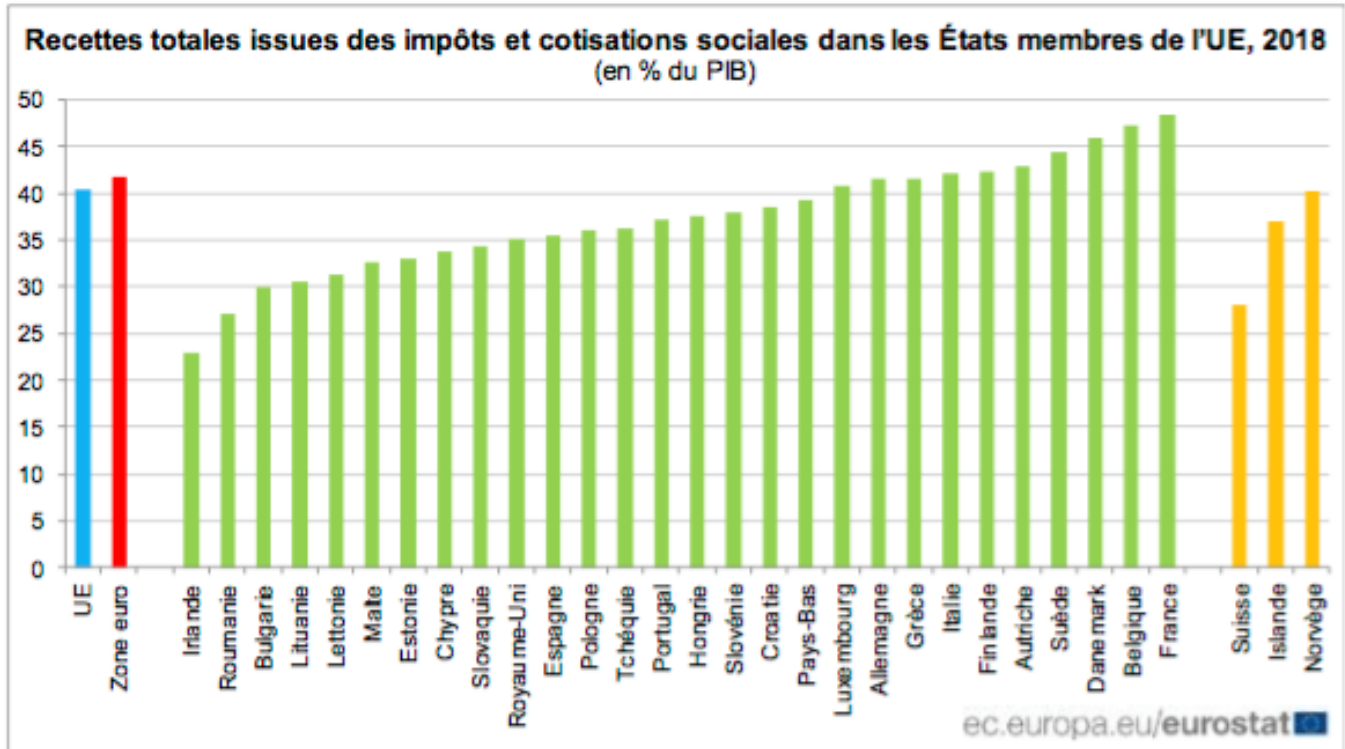


On constate que le taux de chômage baisse régulièrement en France depuis au moins trois ans, mais que cette évolution favorable est générale, au point que la France reste dans le groupe des 4 pays pour qui le taux de chômage est significativement supérieur à la moyenne de la zone euro et a fortiori à la moyenne de l'UE.

Cette baisse générale du chômage est d'autant plus remarquable que la croissance économique dans la zone euro est relativement faible. Il y a à cela deux explications principales. La première, et la principale, est que la croissance est devenue plus riche en emplois (l'élasticité de l'emploi par rapport à la croissance s'est accrue) : alors qu'au cours des années 70-80 il fallait un taux de croissance d'au moins 2,5% pour stabiliser l'emploi, ce taux minimum est tombé à 1,7% en début des années 90, puis à 1,3% vers la fin de cette décennie et il est maintenant à moins de 1%. La croissance est de plus en plus riche en emplois parce que la productivité progresse peu à cause de la montée en puissance des activités de service à faible productivité telles que les services à la personne, et cette montée a été facilitée par la flexibilisation du marché du travail, et la faiblesse des gains de productivité provient aussi de celle de la modernisation de l'appareil productif. La seconde explication est de type démographique. Il y a d'abord réduction de la population en âge de travailler, ce qui autorise celle de la création d'emplois, et il y a ensuite l'augmentation des sorties du marché du travail des travailleurs âgés qui provoque naturellement un besoin d'embauche.

Il faut noter aussi qu'en France la baisse du chômage et la création d'emploi n'ont pas pour autant l'effet de réduire les tensions sociales. Cela s'explique sans doute par le fait que ces créations d'emplois concernent à la fois les activités peu sophistiquées d'un côté et les activités au contraire très sophistiquées de l'autre, ce qui accroît la polarisation du marché du travail, d'où le maintien des tensions sociales.

Le taux d'inflation annuel de la zone euro est estimé à 0,7% pour octobre (contre 0,8% en septembre).



Avec 48,4%, la France occupe la 1^{ère} place pour le poids des prélèvements obligatoires par rapport au PIB...

En fin de mois, l'euro cote 1,1156 \$ après avoir coté 1,0975 le 4, 1,1035 le 11, 1,1182 le 18 et 1,1080 le 25.

• Novembre 2019 ->

Le vendredi 1^{er}, entrée officielle en fonction de Christine Lagarde comme Présidente de la BCE.

Selon l'économiste Christian de Boissieu, « le job premier de Christine Lagarde sera de recoller les morceaux au sein de la zone euro, en particulier entre le Nord et le Sud de la zone ».

Notons que deux jours avant sa prise de fonction, lors d'un entretien radiophonique, Christine Lagarde considérait que les pays en excédent budgétaire - entendons l'Allemagne et les Pays-Bas - « n'ont pas vraiment fait les efforts nécessaires » en matière de relance budgétaire et estimait « qu'il n'y a pas suffisamment d'éléments de solidarité dans une zone monétaire unique ».

Ce même jour, et comme d'habitude en début de mois, l'agence Reuters publie « l'agenda économique monde ». Nous donnons ce calendrier en exemple pour montrer la densité des informations économiques et financières communiquées chaque mois :

MARDI 5 NOVEMBRE

PEKIN - Indice PMI Caixin-Markit des services / octobre
LONDRES - 10h30 Indice PMI Markit des services / octobre
BRUXELLES - 11h00 Prix à la production en zone euro / septembre
WASHINGTON - 14h30 Balance commerciale / septembre
- 16h00 Indice ISM des services / octobre

MERCREDI 6 NOVEMBRE

BERLIN - 08h00 Commandes à l'industrie / septembre
- 09h55 Indice PMI Markit des services définitif / octobre
LONDRES - 10h00 Indice PMI Markit des services définitif zone euro / octobre
- 10h30 Indice PMI Markit des services / octobre
BRUXELLES - 11h00 Ventes au détail zone euro / septembre
WASHINGTON - 14h30 Productivité, coûts du travail (1^{re} estimation) / T3

JEUDI 7 NOVEMBRE

BERLIN - 08h00 Production industrielle / septembre
LONDRES - 13h00 Communiqué de politique monétaire de la Banque d'Angleterre, rapport trimestriel sur l'inflation
WASHINGTON - 14h30 Inscriptions au chômage / semaine au 2 novembre
TOKYO - Toyota 7203.T / résultats du T2

L'EURO

FRANCFORT	- Lufthansa LHAG.DE / résultats du T3
BRUXELLES	- ArcelorMittal MT.AS / résultats du T3
<i>VENDREDI 8 NOVEMBRE</i>	
TOKYO	- Consommation des ménages / septembre
PEKIN	- Balance commerciale / octobre
BERLIN	- 08h00 Balance commerciale / septembre
WASHINGTON	- 16h00 Indice de confiance du consommateur de l'université du Michigan (1re estim.) / novembre
LONDRES	- Revue de la note souveraine du Royaume-Uni par Moody's
<i>SAMEDI 9 NOVEMBRE</i>	
PEKIN	- Inflation / octobre
<i>LUNDI 11 NOVEMBRE</i>	
LONDRES	- 10h30 Production industrielle, balance commerciale, estimation du PIB / octobre
	- 10h30 PIB (1re estimation) / T3
<i>MARDI 12 NOVEMBRE</i>	
BERLIN	- 08h00 Inflation (définitif) / octobre
LONDRES	- 10h30 Demandeurs d'emploi, taux de chômage, salaires / octobre
FRANCFORT	- 11h00 Indice ZEW du sentiment des investisseurs / novembre
TOKYO	- Nissan 7201.T / résultats semestriels
<i>MERCREDI 13 NOVEMBRE</i>	
BERLIN	- 08h00 Inflation (définitif) / octobre
LONDRES	- 10h30 Inflation / octobre
BRUXELLES	- 11h00 Production industrielle en zone euro / septembre
WASHINGTON	- 14h30 Prix à la consommation / octobre
	- 20h00 Budget fédéral / octobre
<i>JEUDI 14 NOVEMBRE</i>	
PEKIN	- Production industrielle, ventes au détail, investissement / octobre
BERLIN	- 08h00 PIB (1re estimation) / T3
LONDRES	- 14h30 Ventes au détail / octobre
BRUXELLES	- 11h00 PIB en zone euro (1re estimation) / T3
VIENNE	- Rapport mensuel de l'Opep
WASHINGTON	- 14h30 Inscriptions au chômage / semaine au 9 novembre
	- 14h30 Prix à la production / octobre
<i>VENDREDI 15 NOVEMBRE</i>	
TOKYO	- PIB / T3
PEKIN	- Prix immobiliers / octobre
BRUXELLES	- 11h00 Inflation en zone euro (définitif) / octobre
WASHINGTON	- 14h30 Indice manufacturier "Empire State" / novembre
	- 14h30 Ventes au détail / octobre
	- 15h15 Production industrielle / octobre
MADRID	- Revue de la note souveraine espagnole par Moody's
<i>LUNDI 18 NOVEMBRE</i>	
WASHINGTON	- 16h00 Indice immobilier NAHB / novembre
<i>MARDI 19 NOVEMBRE</i>	
BRUXELLES	- 08h00 Immatriculations automobiles en Europe / octobre
WASHINGTON	- 14h30 Mises en chantier, permis de construire / octobre
<i>MERCREDI 20 NOVEMBRE</i>	
TOKYO	- Balance commerciale / octobre
WASHINGTON	- 20h00 Compte rendu de la réunion du FOMC des 29 et 30 octobre
<i>JEUDI 21 NOVEMBRE</i>	
LONDRES	- 10h30 Situation budgétaire / octobre
WASHINGTON	- 14h30 Indice d'activité "Philly Fed" / novembre
	- 14h30 Inscriptions au chômage / semaine au 16 novembre
	- 16h00 Reventes de logements / octobre
<i>VENDREDI 22 NOVEMBRE</i>	
TOKYO	- Inflation / octobre
BERLIN	- 09h30 Indices PMI Markit flash / novembre
LONDRES	- 10h00 Indices PMI Markit flash zone euro / novembre
WASHINGTON	- 16h00 Indice de confiance du consommateur de l'université du Michigan (définitif) / novembre
LISBONNE	- Revue de la note souveraine portugaise par Fitch
<i>LUNDI 25 NOVEMBRE</i>	
BERLIN	- 10h00 Indice Ifo du climat des affaires / novembre
<i>MARDI 26 NOVEMBRE</i>	
WASHINGTON	- 15h00 Indice des prix immobiliers S&P/Case-Shiller / septembre
	- 16h00 Indice de confiance du consommateur / novembre
	- 16h00 Ventes de logements neufs / octobre

L'EURO

MERCREDI 27 NOVEMBRE

- PEKIN - Bénéfices dans l'industrie / octobre
- WASHINGTON - 14h30 PIB (2e estimation) / T3
- 14h30 Commandes de biens durables / octobre
- 14h30 Inscriptions au chômage / semaine au 23 novembre
- 16h00 Revenus et dépenses des ménages / octobre
- 16h00 Promesses de vente immobilières / octobre
- 20h00 Livre beige de la Réserve fédérale

JEUDI 28 NOVEMBRE

- Marchés fermés aux États-Unis (Thanksgiving)
- FRANCFORT - 10h00 Masse monétaire M3, crédit au privé en zone euro / octobre
- BRUXELLES - 11h00 Indices du climat des affaires et du sentiment économique en zone euro / novembre
- BERLIN - 14h00 Inflation (1re estimation) / novembre

VENREDI 29 NOVEMBRE

- Fermeture anticipée des marchés aux États-Unis à 19h00
- BERLIN - 10h00 Demandeurs d'emploi, taux de chômage / novembre
- BRUXELLES - 11h00 Inflation en zone euro (1re estimation) / novembre
- 11h00 Taux de chômage en zone euro / octobre

SAMEDI 30 NOVEMBRE

- PEKIN - Indices PMI officiels / novembre

Le dimanche 3, le Financial Times publie un article du gouverneur de la Banque centrale hongroise Gyorgy Matolcsy intitulé « Nous devons admettre que l'euro était une erreur » et commence ainsi : « Le moment est venu de chercher un moyen de sortir du piège de l'euro. Il existe un dogme néfaste selon lequel l'euro était la prochaine étape "normale" vers l'unification de l'Europe occidentale. Mais la monnaie européenne commune n'était pas du tout normale, car presque aucune des conditions préalables n'était remplie. Deux décennies après le lancement de l'euro, la plupart des piliers nécessaires à la réussite d'une monnaie mondiale - un État commun, un budget couvrant au moins 15 à 20% du produit intérieur brut total de la zone euro, un ministre des Finances de la zone euro et un ministère associé - sont toujours manquants. (...) ». Après une analyse historique qui mérite d'être lue, l'auteur termine de la manière suivante : « Nous devons trouver un moyen de nous libérer de ce piège. Les Européens doivent abandonner leurs fantasmes risqués de créer une puissance qui rivalise avec les États-Unis. Les membres de la zone euro devraient être autorisés à quitter la zone monétaire au cours des prochaines décennies et ceux qui restent devraient construire une monnaie mondiale plus durable. Célébrons le 30e anniversaire en 2022 du traité de Maastricht qui a engendré l'euro en réécrivant le pacte ».

Le mercredi 6, étant donné que la date du Brexit est repoussée, la future présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen demande au premier ministre britannique Boris Johnson de proposer un ou plusieurs candidats pour un poste de commissaire européen.

Jedi 7, le Président Macron accorde à l'hebdomadaire britannique « The Economist » un entretien dont le contenu fera peut-être date. En effet, pour ce qui concerne le fonctionnement de la zone euro, E. Macron insiste sur la nécessité d'une relance budgétaire pour soutenir une croissance en perte de vitesse (le même jour, la Commission européenne révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour 2019 et 2020). « Nous avons besoin de plus d'expansionnisme, de plus d'investissement. L'Europe ne peut pas être la seule zone à ne pas le faire. (...) Je pense que c'est pour ça que le débat autour du 3% dans les budgets nationaux, et du 1% du budget européen, est un débat d'un autre siècle. (...) Les Allemands sont les grands gagnants de la zone euro, y compris avec ses dysfonctionnements. (...) Aujourd'hui simplement, il faut que le système allemand intègre que cette situation n'est pas durable. À un moment donné ils vont devoir repivoter ».

Ces prises de position du Président français, qui est rejoint d'ailleurs par d'autres responsables européens tels le chef du gouvernement italien, constituent un tournant important dans sa stratégie européenne (acte II du quinquennat oblige ?). En effet, alors qu'au départ il avait tout fait pour que la France puisse retrouver de la crédibilité auprès de ses partenaires, et tout spécialement l'Allemagne, en réalisant des réformes structurelles et en améliorant au maximum nos finances publiques, la crise des gilets jaunes a bouleversé le paysage économique, social et politique du pays et a donc remis en cause la stratégie initiale. Certes, ce n'est pas la première fois qu'E. Macron s'élève contre le dogme budgétaire et qu'il presse les pays excédentaires (doublement, pour leur budget et pour leur commerce extérieur, entendez l'Allemagne et les Pays-Bas) d'investir fortement pour jouer le rôle de locomotives européennes (d'ailleurs, de manière générale, et de façon assez inexplicable, on constate qu'il sort beaucoup plus de capitaux de la zone euro qu'il n'y en rentre, qu'il s'agisse de

L'EURO

capitaux courts, de capitaux en actions ou d'IDE). Mais c'est relativement nouveau que le Président Macron dise sans ambages que « les Allemands sont les grands gagnants de la zone euro » ! Et nous prouvons à plusieurs reprises ici qu'il a entièrement raison. En plus, E. Macron bénéficie de l'opportunité de prendre ces positions au moment où l'économie allemande connaît des difficultés, ce qui pourrait, comme on le dit aussi plus haut, amener les dirigeants allemands à « repivoter » en remettant en cause leur tabou budgétaire. Mais, comme les coûts unitaires de production allemands sont bien supérieurs à ceux des partenaires (voir plus haut, en date du 16 août), il faudrait que l'Allemagne baisse les cotisations sociales de ses entreprises avant d'augmenter ses investissements publics et privés. Pour en revenir au dogme budgétaire, rappelons qu'il est double puisqu'il vise à la fois le déficit public et l'endettement public. Et dans un cas comme dans l'autre, il faut se poser la question du « pour quoi faire » ? Or, il s'avère qu'en ce qui concerne la France, l'investissement public n'augmente pas alors que l'endettement public continue à progresser (donc le déficit sert à financer des dépenses courantes) et cet endettement public ne compense pas une insuffisance d'endettement privé puisque celui-ci augmente aussi, sans qu'il y ait pour autant une accumulation excessive de capital. Et comme l'épargne est globalement insuffisante, l'équilibre se retrouve dans un déficit extérieur structurel.

Le lundi 11, on apprend que Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE, économiste réputé et respecté, va quitter au début de l'année prochaine la BCE pour diriger le pôle innovation technologique de la BRI à Bâle. Il pourra sans doute participer à la mise en place d'une monnaie numérique européenne, projet qu'il nourrit lui-même. En effet, dans une conférence faite le 26 de ce mois, il s'exprimera sur l'impérieuse nécessité de favoriser la création d'une monnaie numérique de banque centrale (CBDC), autrement dit d'un crypto-euro. Le souci de Benoît Cœuré rejoint celui exprimé la veille par Denis Beau, premier sous-gouverneur de la Banque de France : « la tokenisation d'actifs financiers, associée à des solutions blockchain et à des technologies de registres distribués pour stocker et transférer ces actifs, pourrait aider à répondre aux demandes du marché. (...) À la Banque de France, nous sommes ouverts à des expérimentations allant dans le sens par exemple d'une monnaie numérique de banque centrale, avec la BCE et d'autres acteurs ».

Le jeudi 14, dans l'après-midi, les eurodéputés valident la désignation de Thierry Breton pour occuper le poste de commissaire européen au portefeuille du marché intérieur et de l'industrie. Les eurodéputés se prononcent également favorablement sur les candidatures des commissaires-désignés pour les postes du « voisinage et élargissement » avec le hongrois Oliver Varhelyi et des « transports » avec la roumaine Adina-Oiona Valean.

Le même jour, en soirée, à l'occasion d'un débat télévisé, l'économiste Christian Saint-Étienne, spécialiste depuis longtemps des questions monétaires européennes, fait la confiance qu'il a voté non au référendum sur le traité de Maastricht.

Comme j'ai fait personnellement la même confiance (voir ici en date du 2 février), cela me conforte dans l'analyse que je produis tout au long de ces pages.

Mardi 19 et mercredi 20, l'Assemblée nationale française vote en 1^{ère} lecture le projet de loi de finances pour 2020 et le lendemain Bruxelles adresse à la France une lettre pour lui signifier qu'il y a un « risque de non-conformité », ce qui est une redite de qui avait été écrit pour le PLF pour 2019... Ce sera à la nouvelle Commission de suivre le dossier : le fera-t-elle avec la même souplesse que la Commission sortante ? Il y a de fortes chances dans la mesure où le remplaçant de P. Moscovici, Paolo Gentiloni est favorable à un assouplissement du Pacte de stabilité et de croissance ; il n'empêche qu'Ursula von der Leyen a déjà dit que « les règles sont claires, les limites sont claires, la marge de flexibilité est claire ».

Le vendredi 29, malgré les appels du patronat et des syndicats en faveur d'une relance, et sans parler des appels extérieurs qui vont dans le même sens, le gouvernement allemand reste fidèle à sa politique budgétaire orthodoxe. Il faut cependant reconnaître que, dans ce cadre d'équilibre budgétaire, les investissements publics atteignent un record.

En fin de ce mois de novembre, l'euro cote 1,1017\$ après avoir coté 1,1164 le 1^{er}, 1,1019 le 8, 1,1051 le 15 et 1,1022 le 22.

• Décembre 2019 ->

Le jeudi 5, réunion à Bruxelles de l'Eurogroupe. Son président, Mario Centeno, déclare lors de sa conférence de presse : « Nous sommes parvenus à un accord de principe sur un ensemble d'éléments

liés à la réforme du MES et nous avons posé les fondations de décisions à venir pour achever l'union bancaire, y compris sur la garantie commune des dépôts. (...) Il y a quelques détails mineurs de nature juridique à clarifier » et renvoie pour cela à la réunion de janvier. Un de ces « détails » concerne les clauses relatives à la restructuration de la dette publique des États qui bénéficient de l'aide du MES. Le samedi 7, dans sa chronique parue dans *Le Monde*, l'économiste Patrick Artus pose une importante question sur les relations entre les banques centrales et la démocratie. À partir de trois exemples, le QE déjà en place depuis plusieurs années, le « verdissement » envisagé de la politique monétaire et le dispositif de la « monnaie hélicoptère » suggéré par plusieurs analystes, P. Artus se demande : « que peut décider une banque centrale qui n'ait pas été accepté par le gouvernement et le Parlement ? Jusqu'où peut aller une banque centrale, qui n'est pas élue, dans la mise en place de politiques économiques qui relèvent normalement de la compétence politique et de la décision démocratique ? ».

Le mardi 10, dans un entretien accordé au *Monde*, Paolo Gentiloni, nouveau Commissaire européen à l'économie, évoque les problèmes de la zone euro :

« Dans « *The Economist* », Emmanuel Macron a dit que la règle selon laquelle le déficit public ne doit pas dépasser 3 % du PIB est « un débat d'un autre siècle ». Qu'en pensez-vous ?

Il y a des règles budgétaires et les commissaires, le commissaire à l'économie en premier lieu, doivent les appliquer. Mais, comme je vous le disais, ces règles – du pacte de stabilité et de croissance au mécanisme de stabilité européen en cas de crise de la dette souveraine, en passant par le mécanisme de résolution unique en cas de crise bancaire – ont été imaginées pour éviter la faillite de l'euro et l'effondrement des économies européennes.

Faut-il donc changer les règles ?

Il faut construire un nouveau cadre qui permettra une meilleure coordination de nos politiques économiques, non pas pour éviter des crises comme celle que l'on a connue avec la Grèce – cela est derrière nous –, mais pour répondre aux nouveaux défis.

Pensez-vous que les emprunts contractés par les États pour des investissements verts doivent être exclus des calculs de dette publique ?

On m'a demandé d'intégrer au dispositif européen de surveillance de nos économies – finalement, c'est tout ce que nous avons en matière de coordination de nos politiques économiques – les objectifs de développement durable des Nations unies. Dans ce cadre, en 2020, nous discuterons du traitement des investissements publics verts. Cela étant dit, une telle mesure ne pourrait, à elle seule, suffire.

Voulez-vous dire qu'il faut entièrement repenser les règles actuelles ?

À de nombreux égards, ces règles ont fonctionné. Ainsi plus aucun État membre n'affiche un déficit supérieur à 3 % du PIB. Mais, si on prend d'autres critères – la baisse de la dette, la mise en place de réformes structurelles, l'utilisation des surplus budgétaires quand il y en a –, elles se sont avérées inefficaces. Nous allons donc en discuter et je pense qu'au second semestre 2020 la Commission européenne fera des propositions. Parallèlement à cette réflexion, il nous faudra aussi nous pencher sur nos règles en matière de fiscalité, qui, vous le savez, posent problème. (...) ».

Le jeudi 12, tenue du Conseil des gouverneurs de la BCE sur la politique monétaire.

Le communiqué de presse précise :

« Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a 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 -0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Le 1^{er} novembre, les achats nets ont repris dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs prévoit d'y avoir recours aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux d'intérêt directeurs et d'y mettre fin peu avant qu'il ne commence à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire ».

Comme d'habitude, à la suite de la tenue de ce conseil des gouverneurs, a lieu la conférence de presse de celui – ou celle – qui préside la BCE. Aujourd'hui, c'est la première conférence de presse que fait la nouvelle présidente de l'institution, Madame **Christine Lagarde**.

Nous en donnons ci-après un extrait :

« Mesdames et messieurs, bienvenue à notre conférence de presse. Pour la première fois aujourd'hui, j'ai eu le privilège et le plaisir de présider la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la BCE. Je suis heureuse, à présent, de vous faire part, avec le vice-président, des conclusions de notre réunion, à laquelle a également assisté M. Dombrovskis, vice-président exécutif de la Commission européenne.

Au terme de notre examen régulier de la situation économique et monétaire, nous avons décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Nous prévoyons que ces taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce que nous ayons constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur notre horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Le 1^{er} novembre, nous avons repris les achats nets dans le cadre de notre programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Nous prévoyons d'y avoir recours aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de nos taux d'intérêt directeurs et d'y mettre fin peu avant que nous ne commencions à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Nous entendons également poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle nous commencerons à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Les données disponibles depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, fin octobre, continuent d'indiquer des tensions modérées sur les prix et une croissance faible dans la zone euro, malgré des premiers signes de stabilisation du ralentissement de la croissance et d'une légère accélération de l'inflation sous-jacente, conformément aux anticipations antérieures. La poursuite de la progression de l'emploi et l'augmentation des salaires continuent de soutenir la capacité de résistance de l'économie de la zone euro. (...)

À la lumière des perspectives actuelles d'une inflation faible, le Conseil des gouverneurs a rappelé la nécessité de maintenir une orientation très accommodante de la politique monétaire pendant une période prolongée afin d'affermir les tensions inflationnistes et de soutenir l'inflation globale à moyen terme. Par conséquent, nous suivrons attentivement l'évolution de l'inflation et l'incidence de la mise en œuvre des mesures de politique monétaire sur l'économie. Nos indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*) permettront un ajustement des conditions financières par rapport aux évolutions des perspectives d'inflation. Dans tous les cas, le Conseil des gouverneurs reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie. (...)

Un recoupement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme qu'un degré élevé de soutien monétaire demeure nécessaire à la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Afin que les effets bénéfiques de nos mesures de politique monétaire puissent se faire sentir pleinement, d'autres pans de la politique économique doivent apporter une contribution plus décisive au rehaussement du potentiel de croissance à plus long terme, au soutien de la demande globale à l'heure actuelle et à la réduction des vulnérabilités. Pour affermir la productivité et le potentiel de croissance, réduire le chômage structurel et améliorer la capacité de résistance de la zone euro, la mise en œuvre de politiques structurelles doit être nettement accélérée dans les différents pays participants. Les recommandations par pays en 2019 devraient être utilisées comme référence dans cette voie.

En ce qui concerne les politiques de finances publiques, l'orientation budgétaire devrait rester légèrement expansionniste au sein de la zone euro en 2020, soutenant l'activité économique. Compte

L'EURO

tenu de la dégradation des perspectives économiques, le Conseil des gouverneurs salue l'appel de l'Eurogroupe en faveur de réponses budgétaires différenciées et sa disponibilité à remplir un rôle de coordonnateur. Les gouvernements disposant d'une marge de manœuvre budgétaire devraient se tenir prêts à agir de manière efficace et rapide. Dans les pays où la dette publique est élevée, les gouvernements doivent poursuivre des politiques prudentes et atteindre les objectifs de solde structurel, créant ainsi les conditions permettant aux stabilisateurs automatiques de jouer librement. Tous les pays devraient intensifier leurs efforts vers une composition des finances publiques plus propice à la croissance.

De même, l'application, de façon transparente et systématique, du cadre budgétaire et de gouvernance économique de l'Union européenne, dans le temps et à travers les pays, reste essentielle pour accroître la capacité de résistance de l'économie de la zone euro. Un meilleur fonctionnement de l'Union économique et monétaire demeure une priorité. Le Conseil des gouverneurs salue les travaux en cours et demande instamment que des avancées spécifiques et décisives soient réalisées vers l'achèvement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux ».

En entendant les commentaires de Christine Lagarde et en les comparant à ceux faits par Mario Draghi lors de ses dernières conférences de presse, on constate une très grande continuité. La nouvelle présidente de la BCE reprend à son compte l'idée de soutenir l'activité au sein de la zone euro par des relances budgétaires « différenciées ». Cela confirme la nécessité, dans le contexte actuel, de stimuler la croissance de manière endogène en développant des outils tels que le Plan Juncker qui, selon la Commission européenne, a permis sur la période 2015-2019 d'investir 439 milliards d'euros, de créer environ 1,7 million d'emplois et donc de contribuer positivement à l'accroissement du PIB de la zone euro.

Le « Flash Economie » de Natixis du 10 décembre donne des informations complémentaires :

Le Plan Juncker a pour but de favoriser la croissance et l'emploi en soutenant l'investissement.

Son objectif initial était de permettre 315 milliards d'investissements supplémentaires entre juillet 2015 et juillet 2018 dans l'Union Européenne, grâce au Fonds Européen pour les Investissements Stratégiques (EFSI), mécanisme de garantie s'appuyant sur le budget de l'Union Européenne.

En novembre 2019, l'EFSI a dépassé l'objectif initial puisque 450,6 milliards d'investissements supplémentaires ont été réalisés. La garantie accordée par l'EFSI a permis à la Banque Européenne d'Investissement (BEI) de financer des opérations plus risquées et des projets très innovants.

La durée de trois ans initialement prévue (2015-2018) est maintenant étendue jusqu'à 2020. L'objectif en matière d'investissements à générer est passé de 315 milliards d'euros à au moins 500 milliards d'euros à l'horizon 2020.

Répartition des investissements générés par le Plan Juncker (novembre 2019)

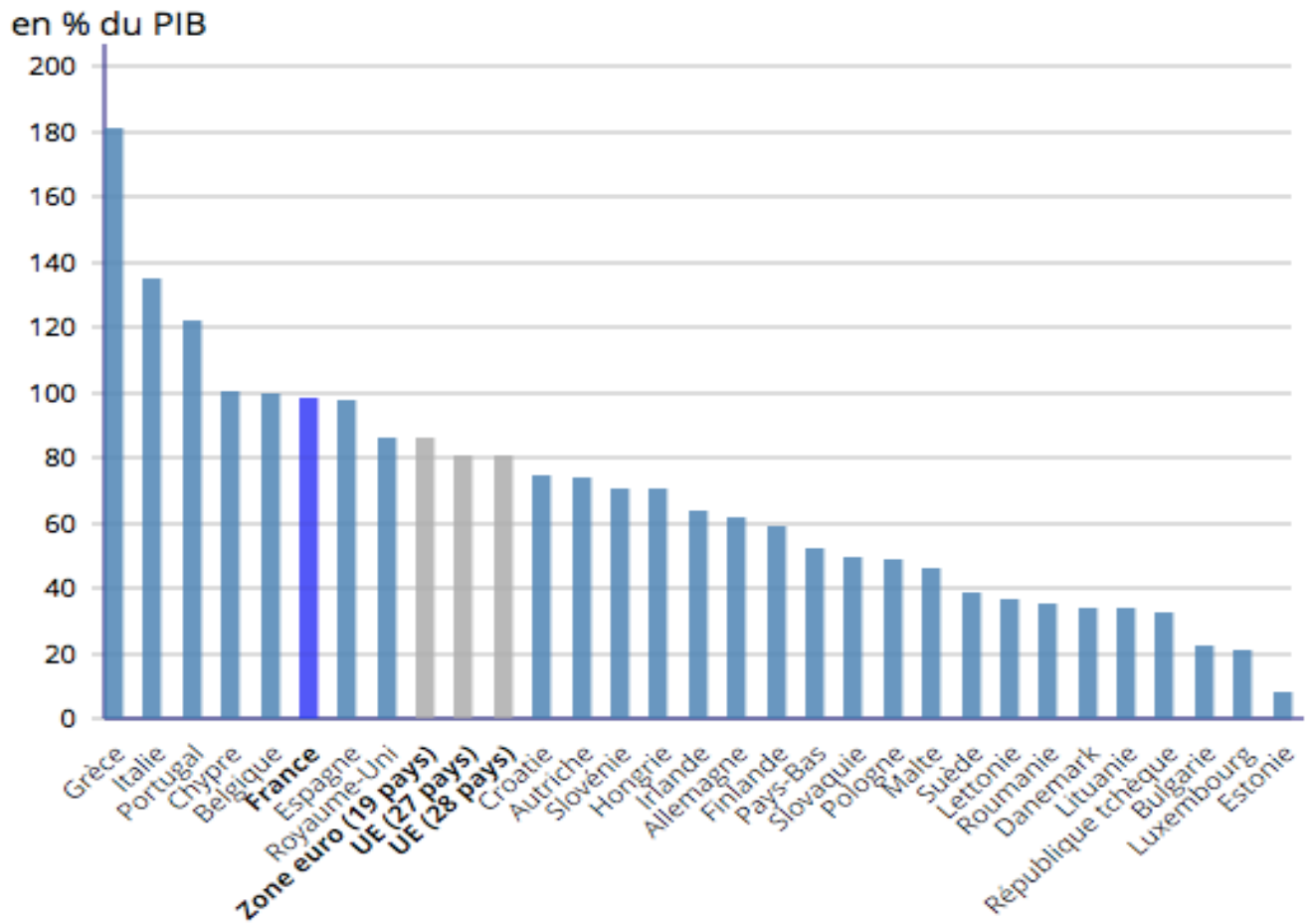
Petites entreprises	29%
Recherche Développement et innovation	27%
Energie	18%
Numérique	11%
Transports	7%
Environnement et utilisation rationnelle des ressources	4%
Infrastructures sociales	4%

L'EFSI a vu sa durée de vie prolongée de mi-2018 à fin 2020 et son objectif d'investissement augmenté de 315 à 500 milliards d'euros.

Sources : Commission Européenne, BEI, NATIXIS

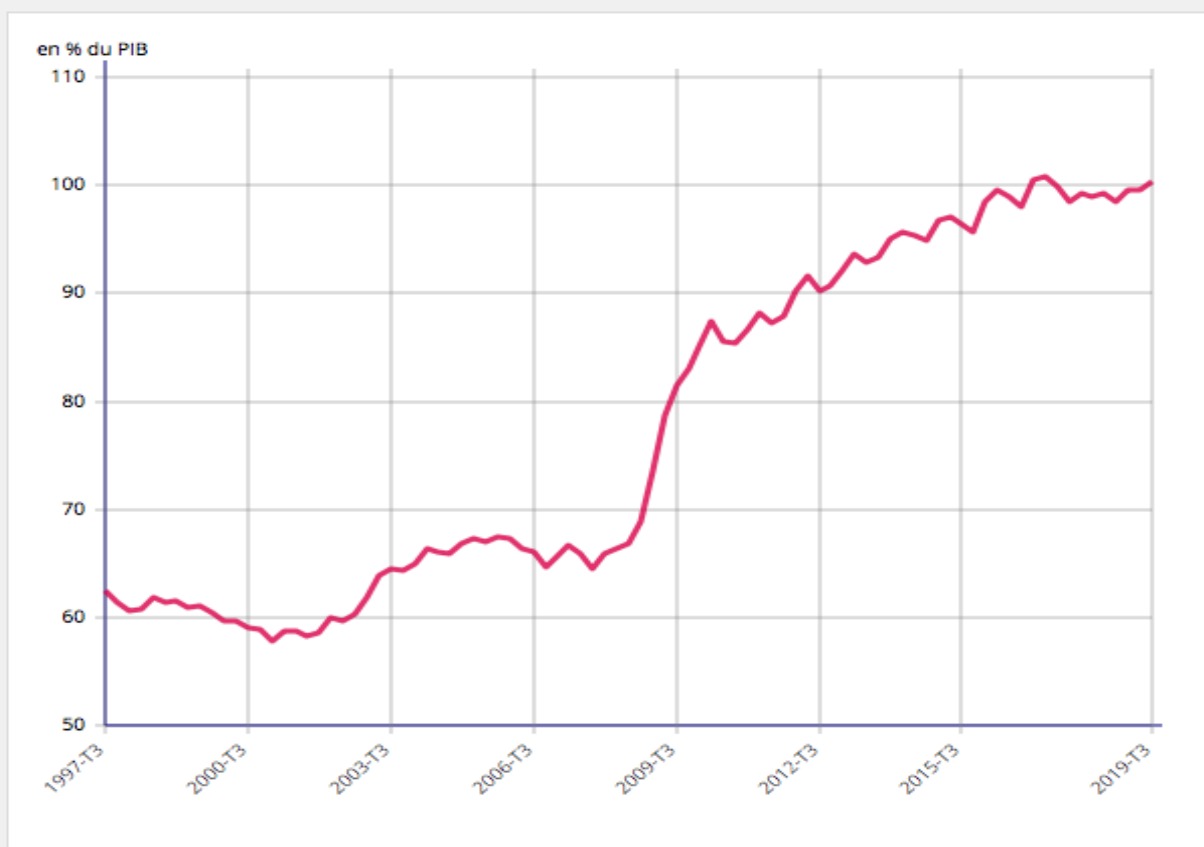
En cette fin de décembre, la dette publique française flirte avec les 100 % du PIB :

Dettes publiques (au sens de Maastricht) des pays de l'UE



www.chris

Dette des administrations publiques au sens de Maastricht



Note : au dernier trimestre, le produit intérieur brut (PIB) utilisé pour exprimer la dette en point de PIB est le PIB annuel en données brutes. Cette mesure n'a pas de strict équivalent en cours d'année ; elle est approximée par le cumul du PIB trimestriel en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables (CVS-CJO) sur les quatre derniers trimestres connus.

Champ : France.

Sources : Banque de France ; DGFIP ; Insee, comptes nationaux trimestriels - base 2014.

La situation des finances publiques françaises est donc alarmante pour tous ceux qui en ont une approche orthodoxe.

Et la situation n'est pas près de s'améliorer si l'on en croit l'analyse que font les chercheurs de Natixis dans le « Flash Economie » du 19 décembre :

« Le gouvernement français est confronté aujourd'hui :

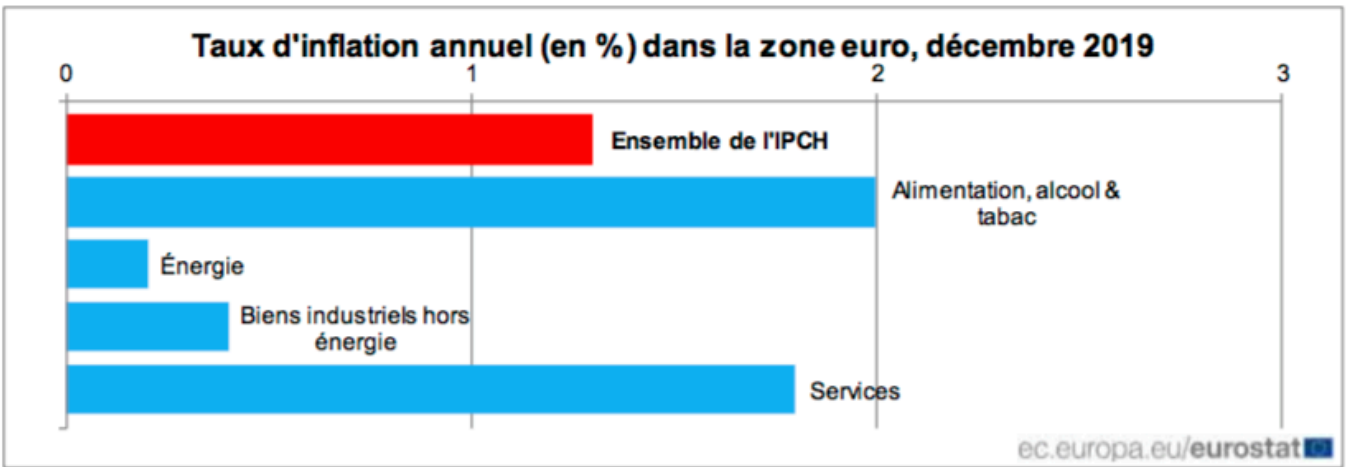
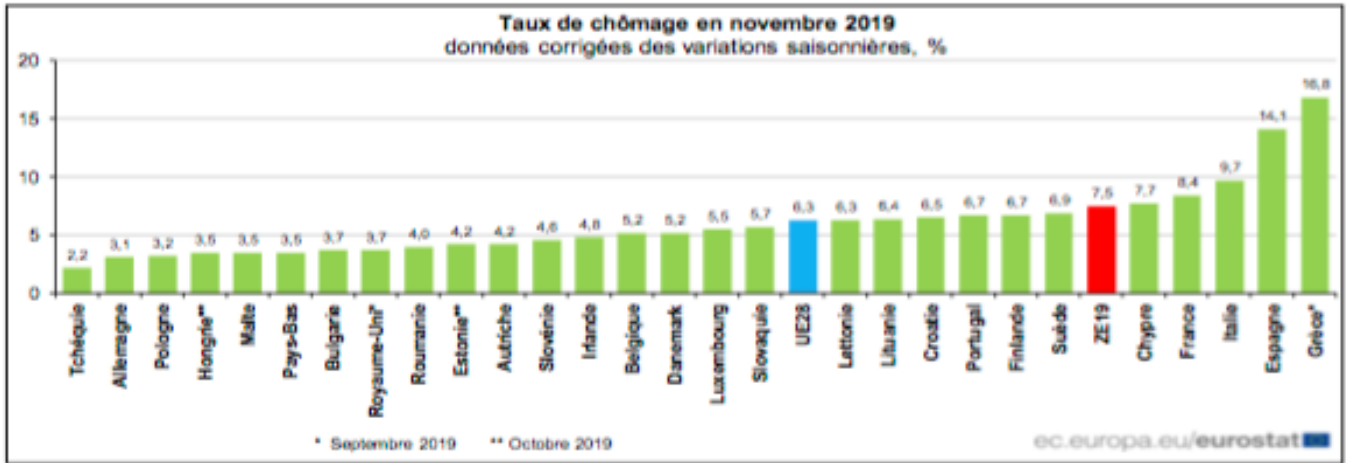
- à la demande de moyens supplémentaires pour l'éducation, la santé, la police, la justice ;
- à la demande d'une hausse du pouvoir d'achat des ménages (hausse des prestations sociales, baisse des impôts), qui déjà fait monter le déficit public en 2019 ;
- à des besoins de financement considérables liés à la transition énergétique qui ne peuvent pas tous venir du secteur privé (réseaux d'électricité, aides à la rénovation de l'habitat, technologies du futur, soutien du pouvoir d'achat des ménages modestes touchés par la hausse du prix du CO₂...) ;
- au soutien aux industries touchées par la transition énergétique (automobile) et à leurs salariés ;
- à la nécessité de rendre acceptable la réforme des retraites ;
- à la concurrence fiscale internationale qui pousse à la baisse un certain nombre d'impôts ;
- à la nécessité d'augmenter le niveau de la construction de logements.

Cette accumulation de besoins ne peut avoir qu'une conséquence : une hausse importante et durable du déficit public de la France, donc un risque croissant de difficultés graves si dans le futur les taux d'intérêt remontent ».

Le samedi 21, avec à ses côtés le président ivoirien, le Président français annonce la disparition du Franc CFA et son remplacement par « l'éco » qui sera la monnaie commune à 15 pays de l'Afrique de l'Ouest. La France s'engage à maintenir sa garantie financière et l'arrimage de l'éco à l'euro, mais elle se désengage de la présidence du CA de la Banque centrale à Dakar et les États africains ne seront plus obligés de verser automatiquement 50% de leurs réserves de change au Trésor français. Mais la naissance de l'éco ne marque pas pour autant la mort de la « Françafrique » ...

En cette fin de mois et d'année, l'évolution du taux de change de l'euro par rapport au dollar est la suivante : 1,1175 le vendredi 27 après avoir coté 1,1056 le 6, 1,1122 le 13 et 1,1077 le 20.

Dans les 1ers jours de janvier 2020, Eurostat publiera les statistiques suivantes :



Eurostat avait publié le 17 décembre le tableau de bord de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) :

Année 2018	Déséquilibres externes et compétitivité					Déséquilibres internes					Indicateurs de l'emploi ¹⁾			
	Balance du compte des transactions courantes (moyenne sur 3 ans)	Position extérieure globale nette (% du PIB)	Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux ²⁾ , déflateur IPCH (variation en % sur 3 ans)	Part dans les exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	Coût salarial unitaire nominal (2010=100) (variation en % sur 3 ans)	Indice des prix des logements (2010=100), déflaté (variation en % sur 1 an)	Flux de crédit du secteur privé, consolidé (% du PIB)	Dettes du secteur privé, consolidées (% du PIB)	Dettes brutes des administrations publiques (% du PIB)	Taux de chômage ³⁾ (moyenne sur 3 ans)	Passifs de l'ensemble du secteur financier, non consolidés ⁴⁾ (variation en % sur 1 an)	Taux d'activité - % de la population totale âgée de 15 à 64 ans (variation en p.p. sur 3 ans)	Taux de chômage de longue durée - % de la population active âgée de 15 à 74 ans (variation en p.p. sur 3 ans)	Taux de chômage des jeunes - % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en p.p. sur 3 ans)
Seuils	-4,0%	-35%	±5% (ZE) ±11% (Non-ZE)	-6%	9% (ZE) 12% (Non-ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16,5%	-0,2 pp	0,5 pp	2 pp
Belgique	0,3	41,3	6,9	-1,5	3,7	1,0	0,8	176,5	100,0	7,0b	-2,9	1,0	-1,5	-6,3
Bulgarie	4,0	-35,2	3,9	13,4	18,3p	4,5	3,9	95,0	22,3	6,3	6,8	2,2	-2,6	-8,9
Tchéquie	1,2	-23,5	11,0	11,9	13,5	6,1p	5,3	70,7	32,6	3,0	7,4	2,6	-1,7	-5,9
Danemark	7,5	48,5	2,6	-1,5	4,0	3,5	2,4	199,4	34,2	5,6	-4,7	0,9	-0,6	-1,6
Allemagne	8,0	62,0	5,3	3,1	5,6	5,1	6,6	102,4	61,9	3,8	2,0	1,0	-0,6	-1,0
Estonie	2,1	-27,7	7,7	0,8	14,3	2,1	3,7	101,5	8,4	6,0	6,9	2,4	-1,1	-1,2
Irlande	2,3	-165,0	2,3	77,4	-2,8	8,3	-7,8	223,2	63,6	7,0	5,1	0,8	-3,2	-6,4
Grèce	-2,2	-143,3	3,6	6,9	1,4p	1,3e	-1,1p	115,3p	181,2	21,5	-5,0	0,4	-4,6	-9,9
Espagne	2,6	-80,4	4,1	4,6	0,7p	5,3	0,4p	133,5p	97,6	17,4	-2,2	-0,6	-5,0	-14,0
France	-0,6	-16,4	4,5	-0,2	2,4p	1,5	7,9p	148,9p	98,4	9,5	1,6	0,6	-0,8	-4,0
Croatie	2,4	-57,9	4,2	22,9	-2,4d	4,6	2,3p	94,0p	74,8	10,9	4,6	-0,6	-8,8	-18,9
Italie	2,6	-4,7	3,3	0,3	2,7	-1,6	1,6	107,0	134,8	11,2	-0,1	1,6	-0,7	-8,1
Chypre	-4,6	-120,8	1,8	16,6	-0,4p	0,2	8,4p	282,6p	100,6	10,8	0,3	1,1	-4,1	-12,6
Lettonie	0,6	-49,0	4,9	8,6	14,7	6,6	-0,2	70,3	36,4	8,6	-3,0	2,0	-1,4	-4,1
Lituanie	-0,1	-31,0	6,4	3,5	16,5	4,6	4,3	56,4	34,1	7,1	8,2	3,2	-1,9	-5,2
Luxembourg	4,9	59,8	3,3	10,7	7,9	4,9	-0,5	306,5	21,0	5,8	-2,0	0,2b	-0,5	-2,5
Hongrie	2,1	-52,0	2,0	8,4	12,4	10,9	4,3	69,3	70,2	4,3	-9,2	3,3	-1,7	-7,1
Malte	8,9	62,7	4,9	24,0	3,2	5,1p	7,5	129,8	45,8	4,1	2,3	5,9	-1,3	-2,5
Pays-Bas	9,9	70,7	3,2	1,7	3,0p	7,4	4,6p	241,6p	52,4	4,9	-3,3p	0,7	-1,6	-4,1
Autriche	2,2	3,7	4,8	3,9	4,7	2,5	3,9	121,0	74,0	5,5	1,7	1,3	-0,3	-1,2
Pologne	-0,5	-56,8	0,1	25,8	8,1p	4,9	3,4	78,1	48,9	5,0	3,0	2,0	-2,0	-9,1
Portugal	0,9	-105,6	3,1	9,4	5,3p	8,9	-0,1p	154,3p	122,2	9,1	0,7	1,7	-4,1	-11,7
Roumanie	-3,3	-44,1	-0,7	23,7	33,6p	1,8	1,9p	47,8p	35,0	5,0	3,3	1,7	-1,2	-5,5
Slovénie	5,5	-18,9	2,0	20,4	6,1	7,4	1,3	72,8	70,4	6,6	4,1	3,2	-2,5	-7,5
Slovaquie	-2,4	-66,1	2,5	3,2	10,9	5,0	2,0	90,9	49,4	8,1	8,9e	1,5	-3,6	-11,6
Finlande	-1,4	-2,0	3,0	-3,0	-2,6	-0,2	1,6	142,1	59,0	8,3	19,9	2,1	-0,7	-5,4
Suède	2,8	10,3	-4,0	-6,3	7,4	-3,0	9,0	200,0	38,8	6,6	-2,9	1,2	-0,3	-3,6
Royaume-Uni	-4,3	-10,5	-13,0	-3,8	7,8	0,7	5,3	169,1	85,9	4,4	-0,6	1,0	-0,5	-3,3

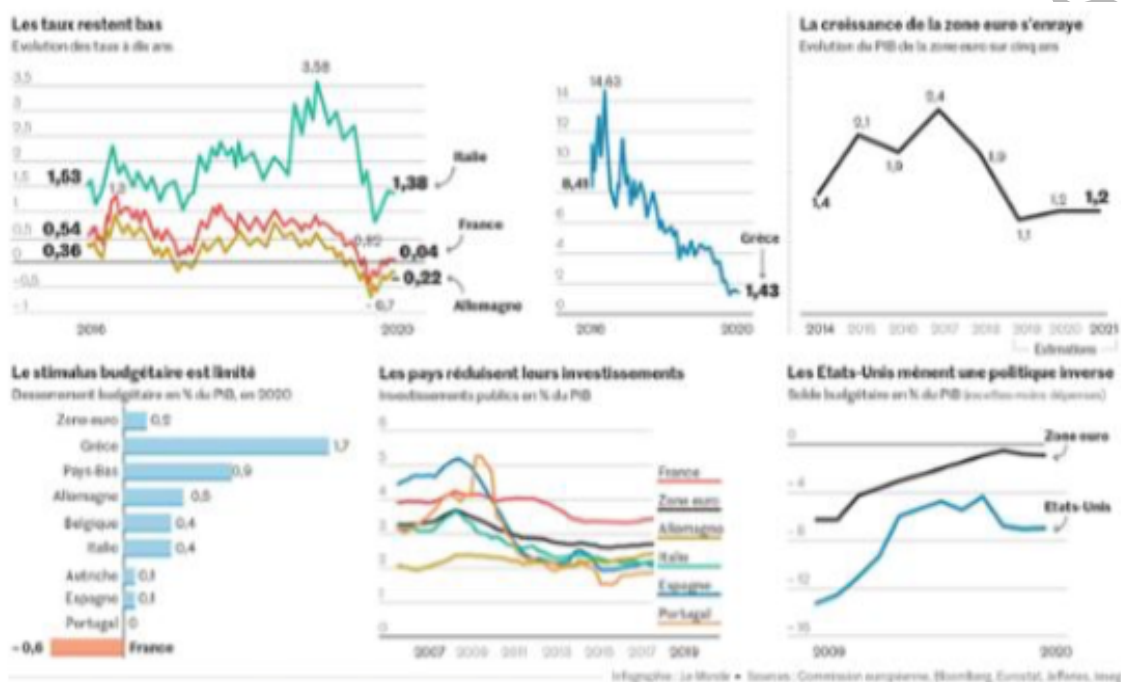
Les données marquées atteignent ou dépassent le seuil; b Rupture de série due à une amélioration des sources de données; d Utilisation du concept national au lieu du concept domestique pour les données de l'emploi sous-jacentes; e Données estimées pour la Grèce, la source de l'indice des prix des logements est la Banque Nationale; p Données provisoires pour la Croatie, les estimations de volume du PIB pour 2018 utilisées comme dénominateurs sont toujours provisoires et basées sur des données trimestrielles.
 1) Pour les indicateurs de l'emploi, voir page 2 du RMA 2016 2) Belgique: Révision de la méthodologie d'enquête. 3) Dans le total des passifs de l'ensemble du secteur financier pour la Slovaquie, les dérivés sont estimés. 4) L'augmentation de la part de la Finlande dans le total des passifs du secteur financier s'explique en grande partie par l'évolution des groupes internationaux dans le secteur des institutions de dépôt. 5) Le taux de change effectif réel est défini par les indices des prix à la consommation par rapport à un panier de 42 pays. Source: Eurostat, Commission européenne et Direction générale des affaires économiques et financières (taux de change effectif réel), Fonds monétaire international (dénominateur commun des parts de marché à l'exportation: Exportations mondiales de biens et de services en volume).

§7) ENTRE 2020 ET 2022 : LA CRISE DU COVID19 ET L'EBRANLEMENT DE LA ZONE EURO

• JANVIER 2020 ->

En ce début de mois (et de nouvelle année), alors qu'elle équivaut déjà à près de 100% du PIB, la dette publique de la France risque d'augmenter encore. En effet, il est prévu que France Trésor emprunte cette année le montant record de 205 milliards d'euros. Certes, les taux restent bas mais ils sont malgré tout tendance à s'élever (le taux à 10 ans est repassé en territoire positif).

Dans son édition du mardi 21, le journal Le Monde, sous le titre « La zone euro continue à se serrer la ceinture », fait paraître une série de graphiques. Ceux-ci montrent que si la politique d'austérité a cessé, il n'empêche que, malgré de nombreux appels en faveur d'une relance budgétaire, surtout à l'adresse des pays excédentaires, la stimulation budgétaire reste très faible ; de ce point de vue, la zone euro adopte une stratégie à l'opposé de celle des États-Unis. La conséquence en est dans la zone euro une croissance économique bien terne et une baisse préjudiciable des investissements publics :



Le jeudi 23, tenue du Conseil des gouverneurs de la BCE.

Les deux premiers paragraphes de son communiqué de presse montrent que la politique monétaire pour la zone euro ne change pas :

« Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a 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 -0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Le Conseil des gouverneurs continuera d'effectuer des achats nets dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs prévoit d'y avoir recours aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux d'intérêt directeurs, et d'y mettre fin peu avant qu'il ne commence à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE ».

Surtout, la BCE annonce une évaluation de sa stratégie de politique monétaire, comme le précise le communiqué spécial suivant :

« . Cette évaluation portera notamment sur la formulation quantitative de la stabilité des prix, la gamme des instruments de politique monétaire, les analyses économique et monétaire et les modes de communication

. D'autres considérations, en rapport avec la stabilité financière, l'emploi et le développement durable, seront également prises en compte dans l'évaluation.

. L'évaluation devrait être achevée d'ici fin 2020

. L'évaluation reposera sur une analyse approfondie, l'ouverture d'esprit et la participation de toutes les parties prenantes

L'EURO

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a lancé ce jour une évaluation de sa stratégie de politique monétaire. La stratégie de politique monétaire avait été adoptée en 1998 et certains de ses éléments clarifiés en 2003.

Depuis 2003, les structures de l'économie mondiale et de la zone euro ont profondément évolué. Le ralentissement tendanciel de la croissance, dû à l'affaiblissement des gains de productivité et au vieillissement de la population, ainsi que les conséquences de la crise financière ont poussé les taux d'intérêt à la baisse, réduisant les marges de manœuvre de la BCE et d'autres banques centrales pour assouplir la politique monétaire à l'aide des instruments conventionnels en période d'évolutions conjoncturelles défavorables. De plus, les réponses devant être apportées face à une inflation trop faible sont différentes de celles que le défi posé par une inflation trop élevée a très longtemps rendues nécessaires. Les menaces sur la durabilité environnementale, la rapidité de la numérisation, la mondialisation et les transformations des structures financières ont elles aussi modifié l'environnement dans lequel la politique monétaire opère, y compris la dynamique de l'inflation.

Face à ces défis, le Conseil des gouverneurs a décidé d'entamer une évaluation de sa stratégie de politique monétaire, dans le strict respect du mandat de la BCE de maintien de la stabilité des prix inscrit dans le traité.

Madame Lagarde, présidente de la BCE, a déclaré qu'il est temps, alors que nos économies évoluent profondément, de mener une évaluation stratégique permettant à la BCE de remplir son mandat dans l'intérêt des Européens.

Le Conseil des gouverneurs va examiner comment la stratégie de politique monétaire a contribué, au cours des années, à l'accomplissement du mandat confié à la BCE par le traité et va déterminer si certains éléments de cette stratégie doivent être ajustés. La formulation quantitative de la stabilité des prix ainsi que les approches et instruments grâce auxquels la stabilité des prix est assurée seront au cœur de l'exercice. L'évaluation étudiera également comment d'autres considérations, en rapport avec la stabilité financière, l'emploi et le développement durable, peuvent être prises en compte dans le cadre du mandat de la BCE. Le Conseil des gouverneurs va évaluer l'efficacité et les effets secondaires potentiels de la gamme d'instruments de politique monétaire conçus au cours des dix dernières années. Il va analyser comment l'examen économique et monétaire à travers lequel la BCE évalue les risques pesant sur la stabilité des prix peut être adapté, notamment au regard des tendances actuelles et nouvelles. Le Conseil des gouverneurs, enfin, va revoir ses modes de communication.

Ce processus devrait être conclu d'ici la fin de l'année. Deux principes guideront le Conseil des gouverneurs : analyse approfondie et ouverture d'esprit. En ce sens, l'Eurosystème invitera toutes les parties prenantes à participer ».

Le jeudi 30, la BCE publie deux communiqués de presse suivant :

- Le premier exprime le regret de la BCE de voir le R.-U se retirer de l'UE :

« La BCE regrette la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne

La BCE s'est préparée à toutes les éventualités et suivra les évolutions sur les marchés financiers

Les banques doivent maintenant avancer dans la mise en œuvre des plans Brexit

La Banque centrale européenne (BCE) regrette la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE). Elle salue cependant la ratification de l'accord pour un retrait ordonné du Royaume-Uni. Au cours des dernières années et des derniers mois, la BCE a pris des mesures pour parer à toutes les éventualités. Elle continuera par ailleurs de surveiller attentivement les évolutions sur les marchés financiers afin d'en préserver la stabilité. La BCE souligne que les banques doivent maintenant avancer dans la mise en œuvre de leurs plans Brexit selon les calendriers fixés.

Christine Lagarde, présidente de la BCE, a déclaré : « C'est avec grand regret que nous assistons à la sortie de nos amis britanniques de l'Union européenne. Cet accord ouvre néanmoins la voie vers un retrait ordonné et moins déstabilisant. Nous mettrons tout en œuvre pour minimiser les éventuelles conséquences du Brexit pour les Européens, les employeurs et les marchés financiers, dans la zone euro et dans le reste de l'UE. »

- Le second concerne les conséquences du Brexit sur la composition du capital de la BCE :

« Le montant total du capital souscrit de la BCE demeurera inchangé, à 10,8 milliards d'euros

La BCE remboursera la part de la Banque d'Angleterre dans son capital libéré (58 millions d'euros)

La part de la Banque d'Angleterre dans le capital souscrit de la BCE sera redistribuée entre les banques centrales nationales restantes

La Banque centrale européenne (BCE) maintiendra son capital souscrit à 10,8 milliards d'euros après la sortie de la Banque d'Angleterre du Système européen de banques centrales (SEBC). La part actuelle (14,3 %) de la Banque d'Angleterre dans le capital souscrit de la BCE sera redistribuée entre les banques centrales nationales (BCN) de la zone euro et les BCN hors zone euro restantes.

L'EURO

La Banque d'Angleterre va quitter le SEBC à la suite du retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE). Elle détient 14,3 % du capital souscrit de la BCE, dont 3,75 %, soit 58 millions d'euros, sont libérés. Ce montant lui sera remboursé par la BCE conformément à l'accord de retrait conclu entre le Royaume-Uni et l'UE.

Par conséquent, le capital souscrit de la BCE sera redistribué entre les autres BCN sur la base d'une clé de répartition actualisée pour la souscription au capital de la BCE. Après le retrait du Royaume-Uni de l'UE, les pondérations seront recalculées en fonction de la part de chaque État membre dans la population totale et le produit intérieur brut de l'UE.

Les BCN de la zone euro libèrent 100 % de leurs souscriptions au capital de la BCE, contre 3,75 % pour les BCN hors zone euro. L'augmentation des parts des BCN de la zone euro, qu'elles libéreront intégralement, entraînera une hausse du capital libéré de la BCE, qui passera de 7 659 millions d'euros en 2020 à 8 880 millions d'euros en 2022, tel qu'indiqué dans le tableau ci-dessous. Le capital libéré de la BCE restera inchangé au cours de l'année du retrait du Royaume-Uni de l'UE, les BCN restantes couvrant le capital libéré de 58 millions d'euros de la Banque d'Angleterre. Les BCN de la zone euro libéreront ensuite intégralement leurs souscriptions revues à la hausse en effectuant deux versements annuels, dont le premier sera réalisé en 2021. Ces variations constituent un investissement qui sera reflété dans le bilan des BCN.

Ventilation des contributions post-Brexit

BCN de la zone euro	Clé de répartition du capital %	Capital souscrit EUR	Capital libéré		
			2020 EUR	2021 EUR	2022 EUR
Banque nationale de Belgique	2,9630	320 744 959	276 290 917	298 517 938	320 744 959
Deutsche Bundesbank (Allemagne)	21,4394	2 320 816 566	1 999 160 135	2 159 988 350	2 320 816 566
Eesti Pank (Estonie)	0,2291	24 800 091	21 362 892	23 081 492	24 800 091
Central Bank of Ireland / Banc Ceannais na hÉireann (Irlande)	1,3772	149 081 997	128 419 794	138 750 896	149 081 997
Banque de Grèce	2,0117	217 766 667	187 585 028	202 675 847	217 766 667
Banco de España (Espagne)	9,6981	1 049 820 011	904 318 913	977 069 462	1 049 820 011
Banque de France	16,6108	1 798 120 274	1 548 907 580	1 673 513 927	1 798 120 274
Banca d'Italia (Italie)	13,8165	1 495 637 102	1 288 347 435	1 391 992 268	1 495 637 102
Central Bank of Cyprus (Chypre)	0,1750	18 943 762	16 318 228	17 630 995	18 943 762

L'EURO

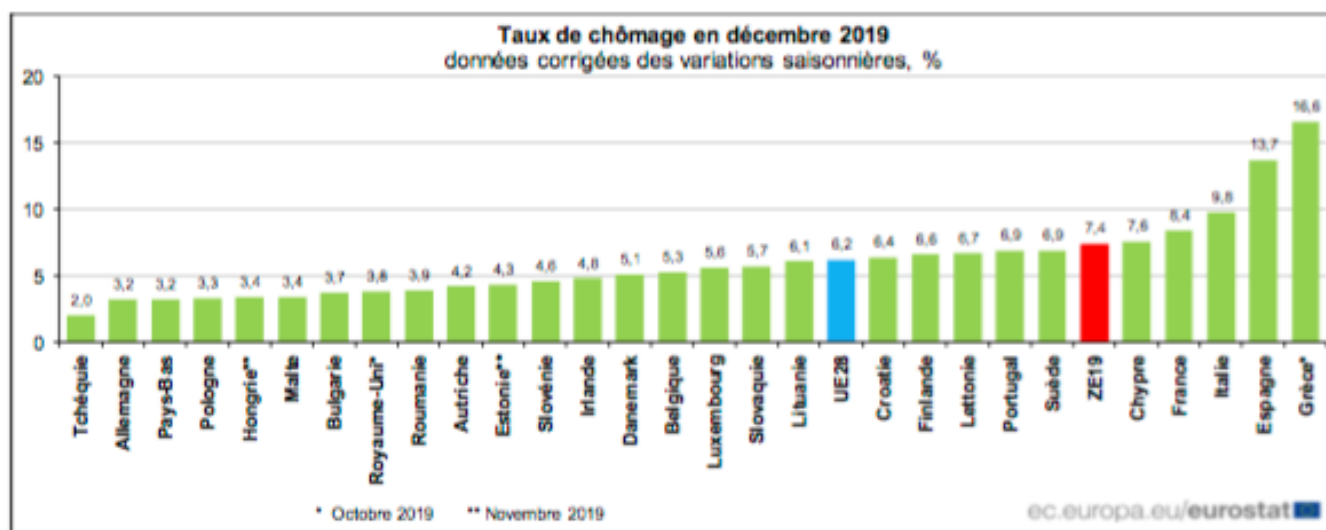
Latvijas Banka (Lettonie)	0,3169	34 304 447	29 549 980	31 927 214	34 304 447
Lietuvos bankas (Lituanie)	0,4707	50 953 308	43 891 372	47 422 340	50 953 308
Banque centrale du Luxembourg (Luxembourg)	0,2679	29 000 194	24 980 876	26 990 535	29 000 194
Central Bank of Malta / Bank Ċentrali ta' Malta (Malte)	0,0853	9 233 731	7 953 971	8 593 851	9 233 731
De Nederlandsche Bank (Pays-Bas)	4,7662	515 941 487	444 433 941	480 187 714	515 941 487
Oesterreichische Nationalbank (Autriche)	2,3804	257 678 468	221 965 204	239 821 836	257 678 468
Banco de Portugal (Portugal)	1,9035	206 054 010	177 495 700	191 774 855	206 054 010
Banka Slovenije (Slovénie)	0,3916	42 390 728	36 515 533	39 453 130	42 390 728
Národná banka Slovenska (Slovaquie)	0,9314	100 824 116	86 850 273	93 837 195	100 824 116
Suomen Pankki - Finlands Bank (Finlande)	1,4939	161 714 781	139 301 721	150 508 251	161 714 781
Sous-total du groupe des BCN de la zone euro	81,3286	8 803 826 700	7 583 649 493	8 193 738 097	8 803 826 700
Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie)	0,9832	106 431 470	3 991 180	3 991 180	3 991 180
Česká národní banka (République tchèque)	1,8794	203 445 183	7 629 194	7 629 194	7 629 194
Danmarks Nationalbank (Danemark)	1,7591	190 422 699	7 140 851	7 140 851	7 140 851

L'EURO

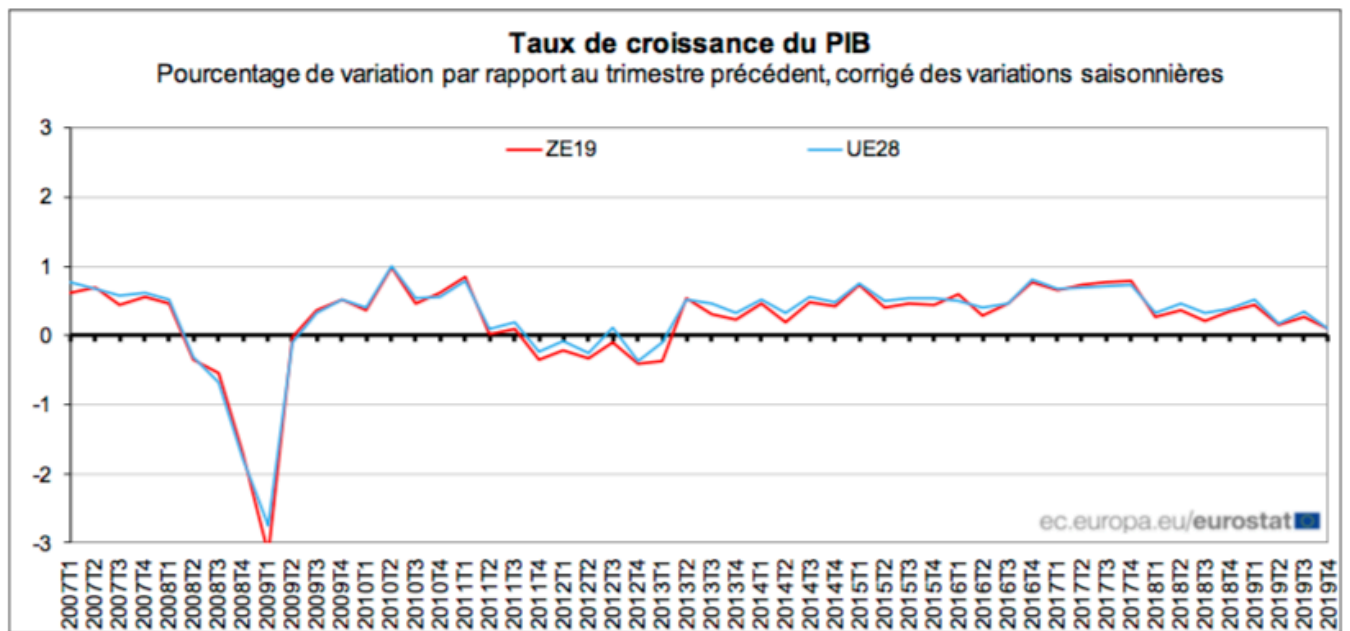
Hrvatska narodna banka (Croatie)	0,6595	71 390 922	2 677 160	2 677 160	2 677 160
Magyar Nemzeti Bank (Hongrie)	1,5488	167 657 709	6 287 164	6 287 164	6 287 164
Narodowy Bank Polski (Pologne)	6,0335	653 126 802	24 492 255	24 492 255	24 492 255
Banca Națională a României (Roumanie)	2,8289	306 228 625	11 483 573	11 483 573	11 483 573
Sveriges Riksbank (Suède)	2,9790	322 476 961	12 092 886	12 092 886	12 092 886
Sous-total du groupe des BCN hors zone euro	18,6714	2 021 180 370	75 794 264	75 794 264	75 794 264
Total	100,0000	10 825 007 070	7 659 443 757	8 269 532 360	8 879 620 963

La somme des composantes peut ne pas être égale au total en raison des arrondis ».

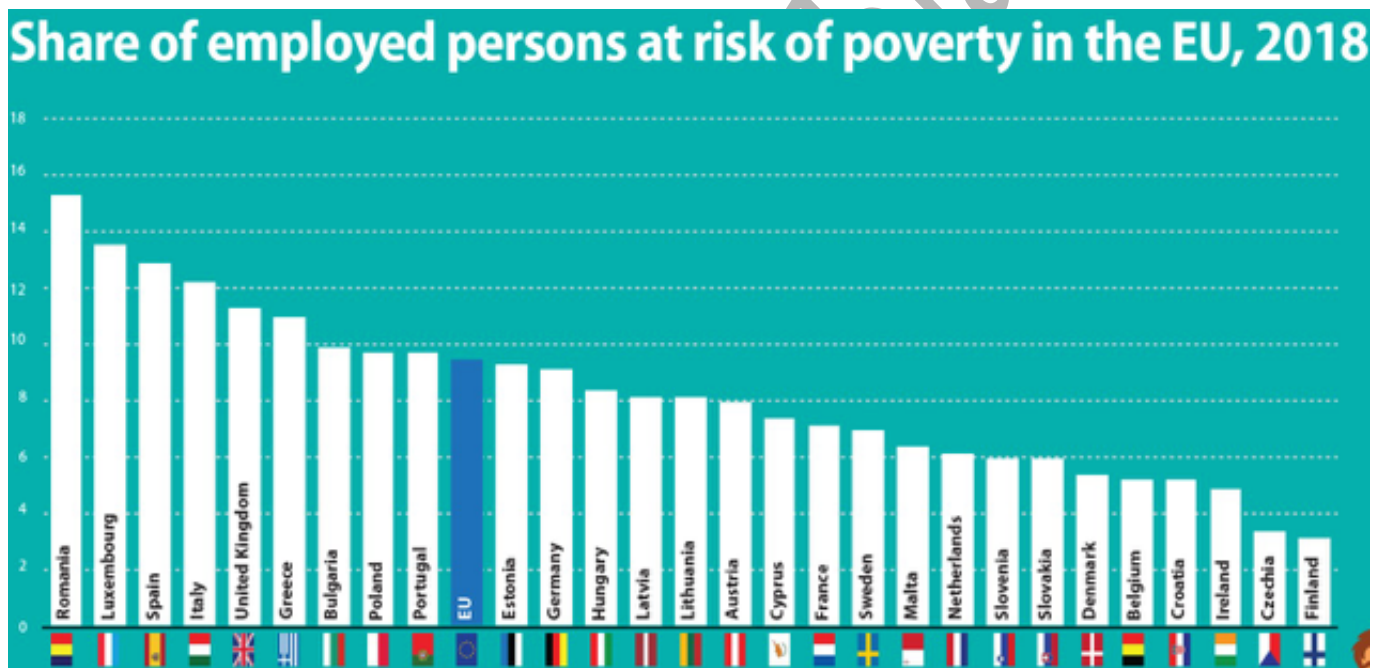
En fin de mois de janvier, Eurostat publie plusieurs statistiques dont nous tirons les informations suivantes :



Certes, la situation de l'emploi s'améliore en France mais notre pays reste malgré tout dans le groupe des pays qui ont un taux de chômage supérieur à la moyenne de la zone euro.



La croissance de la zone euro patine de plus en plus... et il semble que les performances moins bonnes qu'attendues de l'Italie et de la France aient pesé négativement.



Ainsi, près d'un travailleur sur dix âgé de 18 ans ou plus dans l'UE était en danger de pauvreté en 2018. Au cours des dernières années, cette part est passée de 8,6% en 2008 à 9,5% en 2018. On note que la France est loin d'être le pays européen le mieux classé malgré un système de protection sociale réputé particulièrement généreux.

En fin de mois, l'euro cote 1,1092\$ le 31 après avoir coté 1,1160 le 3, 1,1120 le 10, 1,1088 le 17 et 1,1025 le 24.

Le schéma général suivant montre l'évolution du taux de change €/ \$ sur 20 ans (source ABC Bourse) :

L'EURO



Le dimanche 31, BREXIT !

« Le "Brexit" est une abréviation de "British Exit". L'expression désigne la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE).

Le 23 juin 2016, lors d'un référendum organisé par l'ancien Premier ministre David Cameron, 51,9 % des Britanniques ont choisi de quitter l'UE. Après le déclenchement de l'article 50 du traité sur l'Union européenne le 29 mars 2017, le Royaume-Uni et les 27 autres pays membres de l'Union européenne se sont donné deux ans pour préparer la sortie effective du pays. Le Brexit a toutefois été repoussé à plusieurs reprises, jusqu'à la date du 31 janvier 2020.

Le 17 octobre 2019, un nouvel accord de sortie a été conclu entre le Royaume-Uni et les Européens. Il a été définitivement adopté par le Parlement britannique le 22 janvier, puis par le Parlement européen le 29 janvier.

Entre juillet 2016 et juillet 2019, c'est la Première ministre Theresa May qui a mené les discussions sur la sortie de son pays face aux négociateurs européens. Démissionnaire, elle a été remplacée par Boris Johnson le 23 juillet 2019, largement confirmé par des élections législatives anticipées en décembre.

Le 31 janvier 2020 à minuit (heure de Bruxelles), le Royaume-Uni a quitté l'Union européenne ».

Source : *Toute l'Europe.EU*

• Février 2020 ->

Le lundi 10, DG Trésor publie le rapport annuel sur le commerce extérieur de la France.

En voici les chiffres clés :

Les chiffres clés du commerce extérieur en 2019

La France est le
5^e exportateur mondial
de biens et services



128 373
Entreprises françaises
exportatrices



Exportations de biens :
508 Md€
(+3 % par rapport à 2018)



Importations de biens :
567 Md€
(+2 % par rapport à 2018)

Déficit commercial en biens : 59 Md€
(63 Md€ en 2018)

Déficit hors énergie et
matériel militaire : 34 Md€



Principaux clients

- Allemagne : 70 Md€**
- Etats-Unis : 42 Md€**
- Italie : 38 Md€**
- Espagne : 37 Md€**

Principaux fournisseurs

- Allemagne : 85 Md€**
- Chine : 54 Md€**
- Italie : 44 Md€**
- Etats-Unis : 39 Md€**

UE = 59 % des
exportations françaises



Principaux secteurs excédentaires

- Aéronautique et spatial : 31 Md€**
- Chimie, parfums, cosmétiques : 15 Md€**
- Agroalimentaire : 8 Md€**
- Pharmaceutique : 6 Md€**

Principaux secteurs déficitaires

- Energie : 45 Md€**
- Electronique : 17 Md€**
- Automobile : 15 Md€**
- Textile, habillement et cuir : 12 Md€**



Exportations de services : 251 Md€
Importations de services : 229 Md€
Excédent commercial en services : 22 Md€

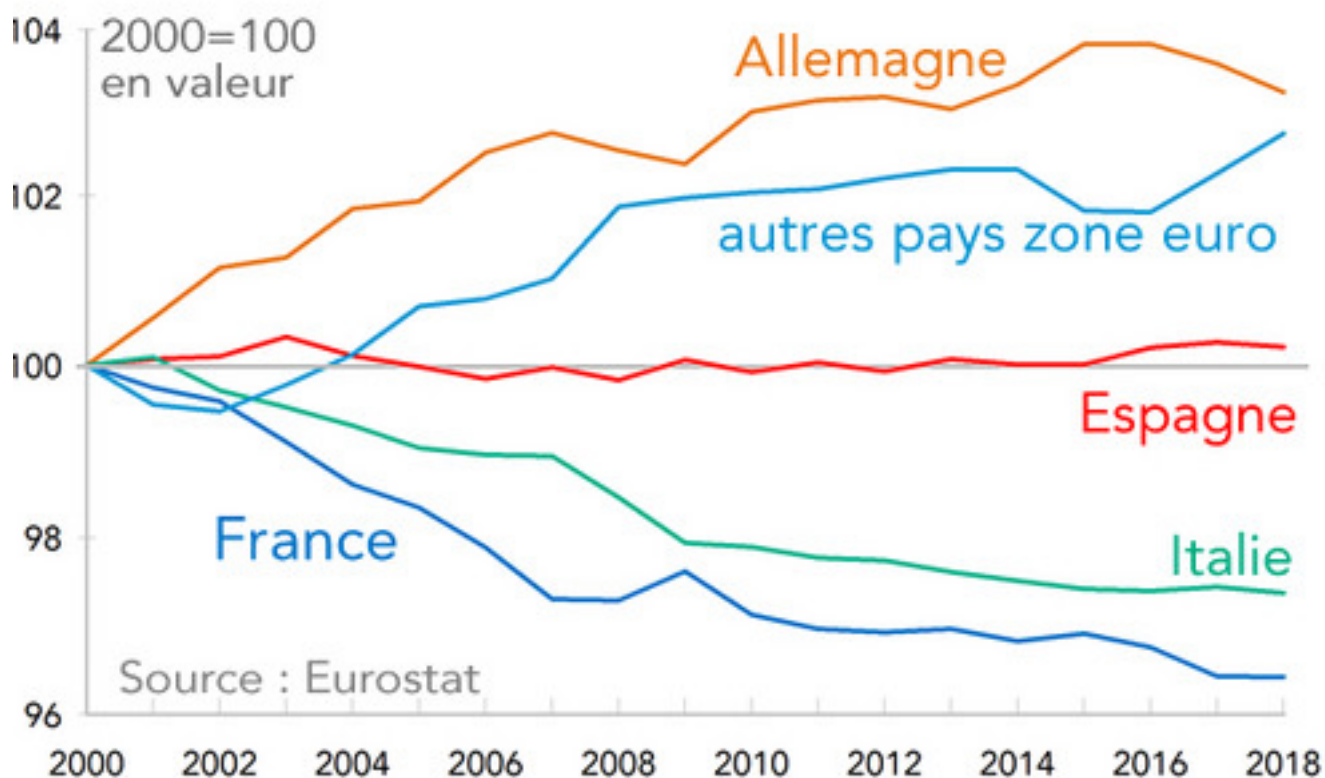
Déficit courant
(biens, services, négoce, revenus dont
revenus d'IDE) :
18 Md€ (0,8 % du PIB)

Sources : Douanes françaises, Banque de France, OCDE

RAPPORT ANNUEL DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA FRANCE • Février 2020

Reproduisons à ce sujet de la compétitivité de l'économie française le schéma qui résume le 13^{ème} bilan annuel établi par Rexecode en juin 2019 :

Part des exportations de biens et services dans les exportations de la zone euro

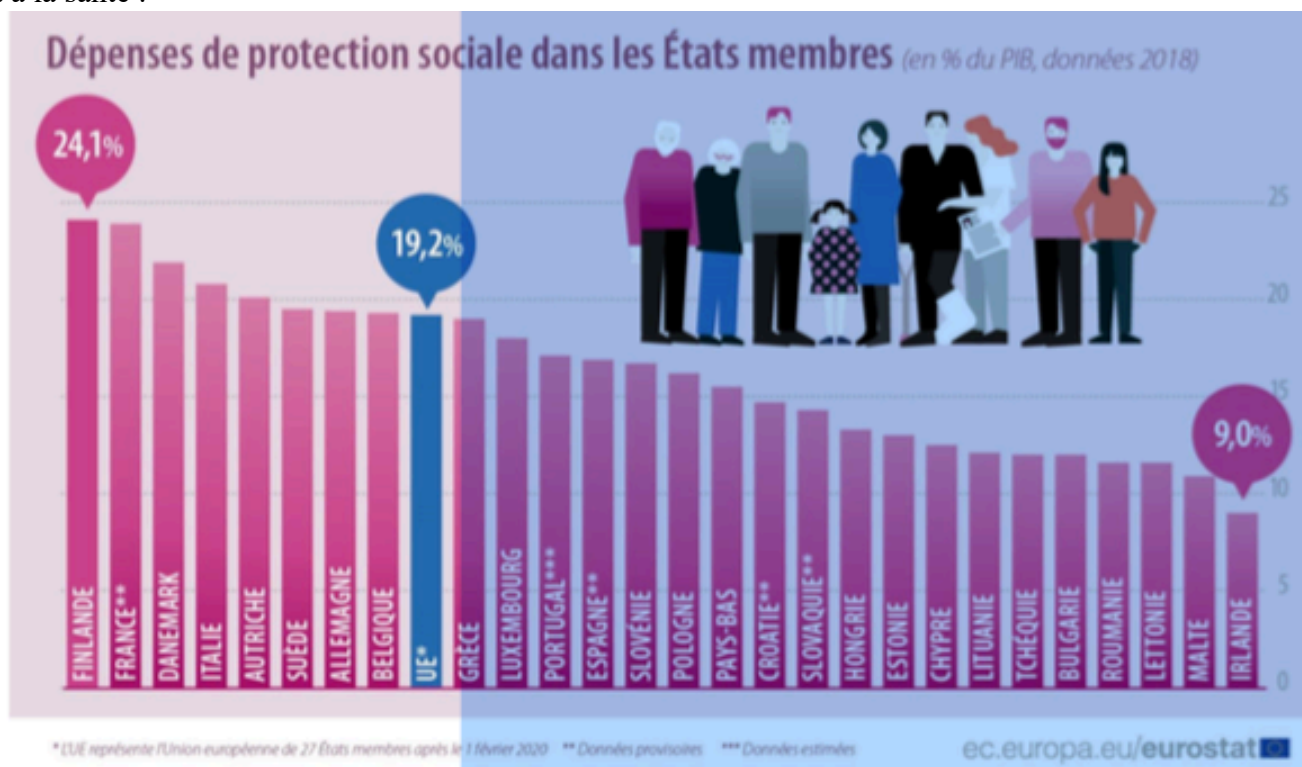


Les 20 et 21, sommet européen consacré au budget européen pluriannuel pour la période 2021-2027. Le Président du conseil, le belge Charles Michel, a proposé un budget de 1,074% du revenu national brut européen, compte tenu de la perte de la contribution britannique. Mais aucun accord n'est obtenu, spécialement à cause de la position rigide du club dit de « 4 + 1 » (appelé aussi « groupe des frugaux ») : Autriche, Allemagne, Danemark, Pays-Bas et Suède qui ont tout fait pour que ne soit pas remis en cause les rabais dont ils bénéficient depuis le « coup de force » de M. Thatcher en 1984. De plus, il y a eu d'innombrables discussions de « marchands de tapis » entre les uns et les autres à propos de la PAC et des fonds de cohésion. Aucune date n'est fixée pour un autre sommet ; et il faut savoir que le Parlement européen devra également se prononcer...

Le lundi 24, un article de Mark Kolakowski évoque ce qui pourrait devenir pour les grandes Banques centrales un nouvel objectif : le Yield curve control – YCC – c'est-à-dire le contrôle de la courbe des taux de long terme :

« Le contrôle de la courbe de rendement (YCC) implique de cibler un taux d'intérêt à long terme par une banque centrale, puis d'acheter ou de vendre autant d'obligations que nécessaire pour atteindre cet objectif de taux. Cette approche est radicalement différente de la façon typique de la Réserve fédérale de gérer la croissance économique et l'inflation aux États-Unis, qui consiste à fixer un taux d'intérêt à court terme clé, le taux des fonds fédéraux. Les partisans du contrôle de la courbe des taux, également appelé YCC, affirment que, alors que les taux d'intérêt à court terme approchent de zéro, le maintien des taux à long terme vers le bas peut devenir une alternative politique de plus en plus efficace pour stimuler l'économie. En outre, cette approche pourrait aider à prévenir une récession ou à atténuer l'impact d'un ralentissement. Richard Clarida et Lael Brainard, membres actuels du Conseil des gouverneurs de la Fed, ainsi que les anciens présidents de la Fed Ben Bernanke et Janet Yellen ont déclaré que la Fed devrait envisager d'utiliser le contrôle de la courbe des taux. Jerome Powell, l'actuel président de la Fed, a également déclaré qu'il était ouvert à cette option politique ».

Le jeudi 27, Eurostat publie une étude sur les dépenses publiques consacrées à la protection sociale et à la santé :



Les dépenses de protection sociale peuvent être subdivisées en plusieurs groupes détaillés. Le groupe « vieillesse », qui comprend les pensions, représentait 10,4% du PIB dans l'UE en 2018. Ce groupe représente aussi la plus grande part des dépenses de protection sociale dans tous les États membres de l'UE, les parts les plus élevées étant enregistrées en **Finlande** (13,6%), suivis de la **France** et de l'**Italie** (13,3% chacune), la **Grèce** (13,2%) ainsi que de l'**Autriche** (12,4%). À l'inverse, les parts les plus faibles ont été enregistrées en **Irlande** (3,2%), suivi de **Chypre** (6,1%), de la **Lituanie** (6,2%) et des **Pays-Bas** (6,4%).

Les dépenses pour la santé et pour l'enseignement respectivement les plus élevées au Danemark et en Suède

Avec des parts d'au moins 8% du PIB en 2018, le **Danemark** (8,3%), l'**Autriche** (8,2%) et la **France** (8,1%) sont les États membres dans lesquels les dépenses publiques consacrées à la santé sont les plus élevées. Les parts les plus élevées de dépenses consacrées aux services publics généraux ont été observées en **Grèce** et en **Hongrie** (8,3% chacun), en **Finlande** (8,0%) et en **Italie** (7,9%). Pour l'enseignement, les pourcentages les plus élevés ont été enregistrés en **Suède** (6,9%), au **Danemark** (6,4%) ainsi qu'en **Belgique** et en **Estonie** (6,2% chacune).

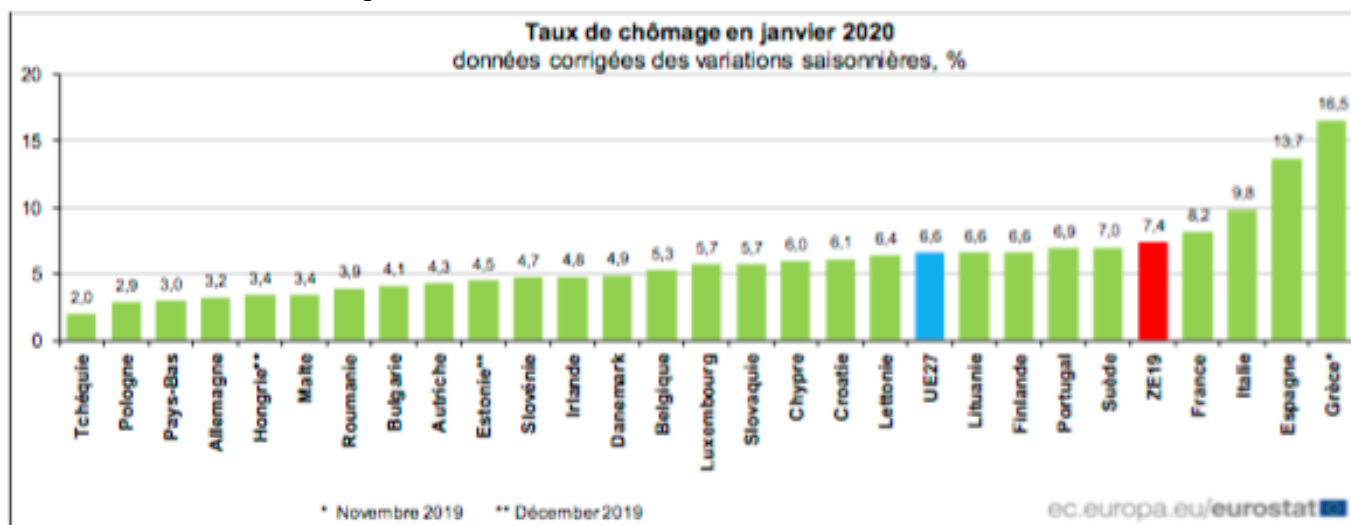
En ce qui concerne les dépenses consacrées aux affaires économiques en 2018, le pourcentage le plus haut a été observé à **Chypre** (9,9% du PIB), devant la **Hongrie** (7,7%), la **Bulgarie** et la **Croatie** (6,7% chacune) ainsi que la **Belgique** (6,6%). Les dépenses des administrations publiques consacrées à l'ordre public et à la sécurité les plus élevées ont été observées en **Bulgarie** (2,5%), en **Croatie** (2,4%) et en **Hongrie** (2,3%).

En 2018, 2% ou plus du PIB ont été consacrés à la défense en **Lettonie** (2,1%), en **Estonie** et en **Grèce** (2,0% chacune). Les dépenses des administrations publiques consacrées aux loisirs, à la culture et au culte les plus élevées ont été observées en **Hongrie** (3,2%) et en **Estonie** (2,0%), à la protection environnementale aux **Pays-Bas** (1,4%), en **Belgique** et en **Grèce** (1,3% chacun) et aux logements et aux équipements collectifs en **Croatie** (1,7%) et à **Chypre** (1,5%).

Le vendredi 28, l'euro cote 1,1029\$ après avoir coté 1,1092 le 31 janvier, 1,0944 le 7 février, 1,0830 le 14 et 1,0847 le 21.

• Mars 2020 ->

Le mardi 3, créant la surprise, la Fed baisse ses taux directeurs d'un demi-point. Cette baisse, non annoncée et de grande ampleur, n'a pas les effets attendus puisque la baisse des marchés (causée essentiellement par les conséquences de l'épidémie du coronavirus) n'est pas stoppée. Le même jour, Eurostat donne l'évolution du taux de chômage (voir ci-après) et de l'inflation dans la zone euro : son taux annuel pour février 2020 est en baisse à 1,2%.



Le taux de chômage de la zone euro (7,4%) est le plus faible enregistré depuis mai 2008 et celui de l'UE (6,6%) est le plus faible enregistré depuis 20 ans. La France reste parmi les 4 pays dont le taux de chômage est supérieur à la moyenne de la zone euro.

Le mardi 3, la BCE publie deux communiqués de presse.

Le premier est signé de la Présidente de la BCE elle-même :

« Le contexte très évolutif de l'épidémie de coronavirus crée des risques pour les perspectives économiques et pour le fonctionnement des marchés financiers. La BCE suit attentivement ces évolutions et leurs implications pour l'économie, pour l'inflation à moyen terme et pour la transmission de sa politique monétaire. Nous nous tenons prêts, le cas échéant, à prendre des mesures appropriées et ciblées, qui soient proportionnées aux risques sous-jacents ».

Le second communiqué porte sur l'intégration et le développement des marchés de capitaux de l'IUE :

« (...) Selon le nouveau rapport de la Banque centrale européenne (BCE) sur l'intégration et les structures financières dans la zone euro ("*Financial Integration and Structures in the Euro Area*"), la structure financière de la zone euro reste dominée par les instruments non négociables, en dépit d'un accroissement de l'intégration financière en 2019. La part des actions cotées et des titres de créance dans le financement total des pays de la zone euro reste relativement faible par rapport à celle des prêts bancaires et des actions non cotées, et n'a guère varié depuis de nombreuses années.

Étant donné que, globalement, l'intégration financière n'a pas encore atteint un niveau satisfaisant et que les ménages, les entreprises et les gouvernements de la zone euro bénéficieraient de marchés de capitaux plus vastes et plus profonds, la BCE exprime son vif soutien aux initiatives récentes visant à faire progresser le projet d'union européenne des marchés de capitaux (UMC). "La première phase de l'UMC a produit des résultats importants, mais on peut encore aller plus loin. La relance de l'UMC devrait être une priorité pour les années à venir." a déclaré M. Luis de Guindos, vice-président de la BCE, à propos du rapport consacré plus particulièrement aux évolutions structurelles du secteur financier.

La taille du système financier de la zone euro est restée globalement inchangée ces dernières années, soit l'équivalent de six à sept fois le produit intérieur brut. La forte prépondérance des banques est en recul depuis le début des années 2000, mais cette évolution a été plus que compensée par une montée en puissance des fonds d'investissement non monétaires et des autres institutions financières. Les intermédiaires financiers non bancaires – les fonds d'investissement et les fonds de pension étant ceux dont la croissance est la plus rapide – représentent aujourd'hui près de 60 % du total des actifs financiers de la zone euro. Le rapport note que cela mérite que l'on y prête attention, car ce phénomène peut refléter non seulement le développement financier, mais également en partie une migration des risques du secteur bancaire vers des secteurs moins réglementés. (...)

Afin de favoriser l'intégration et le développement financiers, il est nécessaire d'achever l'union bancaire et de progresser vers une véritable UMC. Dans la partie "Stratégie" du rapport, on considère que, pour ce qui concerne l'UMC, il est possible d'accroître la proportion d'actions cotées en Bourse dans le financement des

L'EURO

entreprises. En outre, les marchés de capital-investissement de la zone euro devraient devenir une source plus dynamique de capital-risque, offrant de meilleures opportunités de croissance aux entreprises jeunes et innovantes. M. de Guindos a souligné qu'«un certain nombre de facteurs et de frictions, tant du côté de la demande que de l'offre, limitent le développement des marchés de capital-risque en Europe». Le développement d'entreprises jeunes et innovantes entraîne généralement des gains de productivité et favorise une croissance substantielle de l'emploi. (...) »

Lundi 9, dans le cadre de la crise générale due au « coronavirus » (ou Covid 19), chute importante du prix du baril (31% de baisse en ce seul jour !) causée par une forte baisse de l'économie chinoise, très impactée par le virus, et légère remontée le mardi 10 :



L'épidémie du coronavirus a également pour conséquence une chute brutale des indices boursiers que certains n'hésitent pas à qualifier de « krach » ainsi qu'une forte hausse de l'or :

CAC 40 :



L'EURO



Dow Jones :



Euronext 100 :



Once d'or (en dollars) :



Avec « la crise du coronavirus », de plus en plus nombreux sont ceux qui, en France et ailleurs, souhaitent que les États réalisent des relances budgétaires vigoureuses, et, en ce qui concerne l'Europe, que celles-ci soient coordonnées. Il n'est pas étonnant que dans ce contexte les règles budgétaires de la zone euro soient relativisées et que d'ores et déjà des propositions soient faites pour les contourner. Même la Commission européenne annonce l'assouplissement de sa position concernant les déficits budgétaires des États membres. Mais remarquons d'une part que les appels à une relance budgétaire en Europe ne datent pas de cette crise sanitaire puisqu'elles étaient faites depuis quelque temps pour relancer la croissance et l'inflation et d'autre part que plusieurs pays ne sont pas disposés à aller dans ce sens parce qu'ils sont très attachés à l'orthodoxie budgétaire, bien que l'Allemagne soit davantage prête maintenant à revenir sur sa position à cause des difficultés économiques qu'elle rencontre et des problèmes de financement de ses collectivités territoriales.

Sur le site de la Commission européenne, on lit :

« Bien que notre première préoccupation concerne la santé des citoyens, la Commission surveille également activement les répercussions économiques du coronavirus dans les États membres et au-delà. Les prévisions économiques d'hiver de la Commission, présentées le 13 février 2020, identifiaient déjà le COVID-19 comme un nouveau risque de détérioration de l'économie européenne, et l'évolution de la situation depuis lors indique que ce risque est en train de se concrétiser en partie. Toutefois, étant donné la grande incertitude qui règne à ce stade, il est très difficile de prévoir l'impact du virus en Europe. Nous sommes convaincus que l'expertise et le professionnalisme des systèmes européens de santé et de protection civile, ainsi que notre coordination globale des efforts déployés au niveau national permettront de limiter cet impact. La Commission a mis en place des équipes chargées de suivre de près l'évolution de la situation dans les secteurs de l'industrie manufacturière, du commerce, du tourisme et des marchés mondiaux, ainsi que les effets du COVID-19 sur ces secteurs. (...) L'impact économique du COVID-19 sur les secteurs et les entreprises variera en fonction d'un certain nombre de facteurs, dont l'exposition à la Chine en tant que source d'intrants intermédiaires, la possibilité de faire appel à d'autres fournisseurs et l'existence de stocks ou la dépendance à l'égard des modes de production en flux tendus. La Commission européenne est en contact étroit avec les autorités nationales, les représentants du secteur et d'autres parties concernées afin de surveiller et d'évaluer l'impact sur les industries et le commerce européens ».

La crise du coronavirus a maintenant trois sources :

- d'abord, la situation chinoise (35% des exportations mondiales de biens intermédiaires viennent de Chine et dans de nombreux domaines, comme l'industrie du luxe, le marché chinois représente un pourcentage important du marché mondial (32%) ;
- ensuite, les mesures prises par les pays contaminés en matière de confinement, de restrictions des déplacements (les États-Unis viennent d'interdire les vols en leur direction venant d'Europe pendant 30 jours !), de fermeture d'établissements notamment scolaires, ... et cela pose à très court terme d'ores et déjà des problèmes de trésorerie aux entreprises : la crise du coronavirus est bien entendu d'abord une crise sanitaire mais devient aussi une crise économique ; d'ailleurs, on peut se demander si elle ne se traduira pas en définitive par une mortalité d'entreprises relativement plus importante que la mortalité humaine, sans parler des risques que peuvent courir plusieurs banques.

Cependant, il convient de remarquer que la forte baisse de la tolérance envers la mort, que démontre la crise, ne vaut pas simplement pour les individus mais aussi pour les entreprises, financières et non financières : les aides dont celles-ci peuvent bénéficier pourront correspondre à une forme d'acharnement thérapeutique au profit des « entreprises zombies » (entreprises matures qui existent depuis au moins 10 ans et qui pendant au moins 3 ans ont plus de frais financiers que de résultats et qui survivent donc à coup d'emprunts répétés). La dynamique de « destruction créatrice » du capitalisme s'en trouverait alors entravée ;

- enfin, les réactions de panique des marchés financiers avec la chute des cours boursiers (et on note d'ailleurs que les valeurs bancaires sont parmi les plus attaquées) et la dégradation du marché obligataire.

Tout cela fait craindre que la crise qui monte soit d'une ampleur équivalente à celle de 2007-2008, même si les deux crises ont une cause motrice très différente : la crise actuelle provient d'un choc exogène - bien que l'on puisse soutenir que cette crise est une conséquence directe de la dégradation de la biodiversité et du changement climatique - alors que celle de 2007-2008 avait une origine endogène. De plus, la crise de 2007-2008 concernait en premier lieu la sphère financière alors que la crise actuelle attaque, sur le plan économique, en priorité la sphère réelle, spécialement à cause des mesures de confinement et de l'interruption des chaînes de valeur mondiales. De ce point de vue, la crise de 2007-2008 a révélé les dysfonctionnements et les outrances de la finance alors que la crise actuelle révèle plutôt les vulnérabilités extrêmes de notre système économique et l'importance des politiques publiques menées en matière de services publics (biens collectifs et biens tutélaires). Alors que la crise de 2007-2008 avait pour enchaînement crise financière -> crise réelle, celui de la crise actuelle est l'inverse : crise réelle -> crise financière ; et alors que la crise de 2007-2008 exigeait que les États cherchent par tous les moyens à soutenir le PIB et que les Banques centrales sauvent les banques et relancent au maximum le crédit, la crise actuelle, à cause des mesures que nécessite la crise sanitaire, exige des États qu'ils acceptent une baisse du PIB, et aussi en même temps une explosion de leurs dépenses publiques pour sauver les entreprises et les ménages, avant de penser à relancer l'économie on ne sait pas vraiment quand, et des Banques centrales qu'elles fournissent du cash à volonté. La crise actuelle entre tout-à-fait dans l'analyse faite par Nassim Nicholas Taleb quand il parle des « cygnes noirs » (pour cet auteur, un événement peut être qualifié de « cygne noir » quand, à la fois, il est imprévisible, que son impact est particulièrement puissant et que la probabilité de sa survenance est bien plus élevée que ne le laissent penser les avis des experts et le consensus des marchés).

Face à la gravité présente et surtout potentielle de la situation, deux institutions européennes sont forcément en première ligne : la Commission européenne et la Banque centrale européenne. Mais toutes deux ont hélas peu de marge de manœuvre pour agir : la Commission ne peut qu'autoriser les États membres à laisser filer leurs déficits et la BCE à jouer encore davantage sur ses mesures non conventionnelles.

À l'occasion de cette crise, comme de la (des) précédente(s), les politiques publiques -monétaire et budgétaire - ne cessent d'être expansives : il n'y a plus de « stop and go ». D'où l'endettement continu, public et privé, et une offre de monnaie en constante augmentation, avec le risque de formation de bulles et donc de crises.

De plus, les politiques monétaire et budgétaire expansives perdent de leur efficacité et même de leur sens quand on a la fois une croissance potentielle très affaiblie par des gains de productivité insuffisants (les récessions successives handicapent les entreprises : le nombre d'entreprises zombies s'élève, les faillites augmentent, l'investissement se réduit et le stock de capital à la fois matériel et humain ne cesse de se déprécier), une inflation basse et des taux d'intérêt au plancher. Même la

politique salariale est difficile à utiliser puisque faire diminuer les salaires réels en fonction de l'évolution de la productivité imposerait de réduire les salaires nominaux : il est donc difficile de lutter contre le chômage structurel.

Parmi tous ces facteurs négatifs, la faiblesse des gains de productivité joue un rôle déterminant. D'où l'urgence de mettre en œuvre des politiques pour renverser la tendance, des politiques en faveur de l'éducation et de la formation (pour améliorer le niveau des compétences de la population active), en faveur de la recherche (pour accélérer le progrès technique) et en faveur des nouvelles technologies (pour monter en gammes et se moderniser) et en faveur d'un accroissement important de l'investissement pour compenser l'accélération de l'obsolescence du capital en place. Pour le financement de ces politiques, auquel il faut ajouter celui des services publics dont la qualité doit être améliorée, il faut optimiser l'utilisation de l'excédent d'épargne que dégage le secteur privé par rapport à son investissement. Ce problème d'optimisation n'est pas seulement un problème quantitatif ; il est même essentiellement qualitatif, ce cela doublement : il faut que l'épargne soit correctement dirigée et qu'elle se place davantage sur des actifs risqués.

Le mardi 10, la commission européenne annonce une réforme importante de sa stratégie en matière à la fois de sa politique de concurrence et de sa politique industrielle. Autrement dit, sous la houlette de sa présidente Ursula von der Leyen, Margrethe Vestager (concurrence) et Thierry Breton (marché intérieur) font l'un et l'autre des pas en direction d'un côté vers la réforme de la politique de concurrence (prévue en 2021) et de l'autre vers la définition d'une politique industrielle européenne dans le but de faire émerger des « champions européens », en ne faisant plus de l'intérêt des consommateurs l'alpha et l'oméga de la politique économique européenne.

Les objectifs de Thierry Breton constituent incontestablement un virage important pour l'avenir de l'industrie européenne. Tous ceux qui, comme moi, pensent qu'une politique industrielle digne de ce nom doit être conçue à l'échelle de l'Europe reprennent confiance et se mettent à espérer à nouveau en l'avènement d'une Europe économique puissante.

Le même mardi 10 se tient (en vidéoconférence) un Conseil européen. Son Président, le belge Charles Michel, affirme : « nous sommes prêts à faire tout ce qui est nécessaire et à agir ensemble ». Il estime aussi qu'« une application souple des règles de l'UE, en particulier concernant les aides d'État et le pacte de stabilité et de croissance, sera nécessaire ». La Présidente de la Commission, qui participe bien sûr au Conseil, annonce le déblocage de 25 milliards d'euros pour que les 27 les utilisent pour soutenir, notamment, leur système de santé et les PME en difficulté. La veille, le ministre de l'économie français, Bruno Le Maire avait souhaité « un plan de relance européen à la fois massif et coordonné ». Mais il n'est hélas pas sûr que cet appel fasse l'unanimité ! Notons que le souhait de Bruno Le Maire se comprend d'autant mieux que la France manque elle-même cruellement de marge de manœuvre et que notre économie est « immunodéficiente ». En tous les cas, il y a consensus pour réviser nettement à la baisse les prévisions de croissance et on parle même d'arrêt de la mondialisation et de déglobalisation, si bien que les investisseurs s'orienteront vers les zones à forte croissance potentielle, donc très peu vers l'Europe.

Le prochain Conseil doit se réunir à Bruxelles les 26 et 27 mars.

Notons que peu avant la tenue de ce Conseil, l'ambassadeur italien auprès de l'UE a regretté que la demande de son pays aux partenaires européens pour qu'ils fournissent des masques n'a pas eu de réponse favorable : la France et l'Allemagne interdisent l'exportation de matériels et c'est la Chine qui a répondu positivement !

Le jeudi 12, le Conseil des gouverneurs de la BCE se réunit.

Voici son communiqué de presse :

« Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté un vaste ensemble de mesures de politique monétaire.

1) Des opérations de refinancement à plus long terme (*longer-term refinancing operations*, LTRO) supplémentaires vont être conduites, temporairement, pour soutenir immédiatement la liquidité du système financier de la zone euro. Bien que le Conseil des gouverneurs ne perçoive pas de signes importants de tensions sur les marchés monétaires ou de déficits de liquidité dans le système bancaire, ces opérations apporteront un soutien effectif en cas de besoin. Elles seront menées à travers une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, à un taux d'intérêt égal au taux moyen appliqué à la facilité de dépôt. Les LTRO fourniront de la liquidité à des conditions favorables jusqu'à l'opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO III), en juin 2020.

2) S'agissant des TLTRO III, des conditions nettement plus favorables seront appliquées à toutes les opérations en cours pendant la période allant de juin 2020 à juin 2021. Ces opérations soutiendront l'octroi de prêts aux ménages et entreprises subissant le plus durement les effets de la propagation du coronavirus, en particulier les petites et moyennes entreprises. Tout au long de cette période, le taux d'intérêt appliqué à ces TLTRO sera inférieur de 25 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. Pour les contreparties qui maintiendront leur niveau de fourniture de crédits, le taux appliqué à ces opérations sera plus bas, pouvant être jusqu'à 25 points de base inférieur au taux moyen de la facilité de dépôt sur la période se terminant en juin 2021. De plus, le montant total maximum que les contreparties pourront désormais emprunter lors des TLTRO III est porté à 50 % de leur encours de prêts éligibles au 28 février 2019. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs va charger les comités de l'Eurosystème d'étudier des mesures d'assouplissement des garanties visant à faire en sorte que les contreparties puissent continuer à utiliser pleinement le soutien en matière de financement.

3) Une enveloppe temporaire de 120 milliards d'euros sera consacrée à des achats nets d'actifs supplémentaires d'ici la fin de l'année pour assurer une forte contribution des programmes d'achats de titres du secteur privé. Avec le programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) déjà en place, cette mesure confortera des conditions de financement favorables pour l'économie réelle dans une période d'incertitudes élevées.

Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats nets d'actifs aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

4) 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 -0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

5) Les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance achetés dans le cadre de l'APP se poursuivront pendant une période prolongée après la date à laquelle le Conseil des gouverneurs commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire. (...) ».

Considérées comme timides en ces circonstances, les décisions de la BCE déçoivent les marchés qui s'attendaient à une baisse des taux et qui ont très mal perçu le propos de Ch. Lagarde quand elle a dit que « la BCE n'a pas pour rôle de réduire les "spreads" », ce qui contraste avec la fameuse phrase de son prédécesseur Mario Draghi quand il a dit le 26 juillet 2012 que la BCE ferait tout ce qui est nécessaire pour sauver l'euro (« whatever it takes »). Les marchés réagissent alors immédiatement en conséquence, notamment en sanctionnant l'Italie qui est à la recherche de financements pour faire face à la débâcle qu'entraîne pour elle la crise du coronavirus et toutes les places financières « dévissent » : c'est pratiquement un second krach boursier en une semaine, encore plus fort que le premier. Le CAC 40 connaît sa plus forte baisse de son histoire (-12,8%).

Dans sa conférence de presse qui suit la réunion du Conseil des gouverneurs, la Présidente de la BCE, Christine Lagarde, tient notamment les propos suivants :

« (...) Depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, fin janvier, la propagation du coronavirus (COVID-19) a constitué un choc majeur pour les perspectives de croissance de l'économie mondiale et de la zone euro tout en accroissant la volatilité des marchés. Même s'il s'avère temporaire, ce choc aura des répercussions considérables sur l'activité économique. En particulier, il entraînera un ralentissement de la production, en raison de la perturbation des chaînes d'approvisionnement, et réduira la demande tant intérieure qu'extérieure, surtout à travers l'incidence défavorable des mesures de confinement nécessaires. En outre, le renforcement des incertitudes exerce des effets néfastes sur les programmes de dépenses et leur financement. (...) Une réponse budgétaire ambitieuse et coordonnée est nécessaire pour soutenir les entreprises et les travailleurs en situation de risque. Le Conseil des gouverneurs soutient fermement l'engagement des gouvernements des pays de la zone euro et des institutions européennes en faveur de mesures communes et concertées face aux répercussions de la diffusion du virus. Nous nous félicitons également des décisions prises par le conseil de surveillance prudentielle de la BCE, qui sont détaillées dans un communiqué de presse publié aujourd'hui. (...) ».

Le même jeudi, la Fed décide de procéder à 3 opérations de 500 milliards de dollars chacune sur le marché monétaire pour faire baisser la pression qui existe encore, malgré ses décisions récentes, sur les financements interbancaires.

Également ce jeudi, en France, le ministre de l'économie B. Le Maire annonce des mesures devant amplifier le soutien aux entreprises.

Toujours ce même jeudi, en France, le Président de la République Emmanuel Macron fait à 20 heures une intervention solennelle pour annoncer des mesures fortes contre l'épidémie.

Voir l'intégralité de son « adresse aux Français » à l'adresse suivante : <https://www.elysee.fr/emmanuel-macron/2020/03/12/adresse-aux-francais>

Relevons certains passages :

« (...) Nous n'ajoutons pas aux difficultés sanitaires la peur de la faillite pour les entrepreneurs, l'angoisse du chômage et des fins de mois difficiles pour les salariés. Aussi, tout sera mis en œuvre pour protéger nos salariés et pour protéger nos entreprises quoi qu'il en coûte, là aussi. Dès les jours à venir, un mécanisme exceptionnel et massif de chômage partiel sera mis en œuvre. Des premières annonces ont été faites par les ministres. Nous irons beaucoup plus loin. L'État prendra en charge l'indemnisation des salariés contraints à rester chez eux. Je veux, en la matière, que nous nous inspirions de ce que les Allemands ont su par exemple mettre en œuvre avec un système plus généreux, plus simple que le nôtre. Je veux que nous puissions préserver les emplois et les compétences, c'est à dire faire en sorte que les salariés puissent rester dans l'entreprise, même s'ils sont obligés de rester à la maison, et que nous les payions. Je veux que nous puissions protéger aussi nos indépendants. Nous prendrons toutes les mesures nécessaires pour donner cette garantie sur le plan économique.

Toutes les entreprises qui le souhaitent pourront reporter sans justification, sans formalité, sans pénalité le paiement des cotisations et impôts dus en mars. Nous travaillerons ensuite sur les mesures nécessaires d'annulation ou de rééchelonnement, mais je nous connais collectivement, on prend toujours trop de temps à faire cela. Je veux, pour nos forces économiques, des mesures simples. Les échéances qui sont dues dans les prochains jours et les prochaines semaines seront suspendues pour toutes celles et ceux qui en ont besoin. Nous défendrons nos entreprises de toutes tailles. Nous défendrons l'ensemble des travailleurs et des travailleuses. En parallèle, j'ai demandé au Gouvernement de préparer d'ores et déjà un plan de relance national et européen cohérent avec nos priorités et nos engagements pour l'avenir.

Nous devons aussi porter une réponse européenne. La Banque centrale a déjà, aujourd'hui, fait part de ses premières décisions. Seront-elles suffisantes ? Je ne le crois pas. Il lui appartiendra d'en prendre de nouvelles. Mais je vais être là aussi très clair avec vous ce soir : nous, Européens, ne laisserons pas une crise financière et économique se propager. Nous réagirons fort et nous réagirons vite. L'ensemble des gouvernements européens doit prendre les décisions de soutien de l'activité puis de relance quoi qu'il en coûte. La France le fera, et c'est cette ligne que je porterai au niveau européen en votre nom. C'est déjà ce que j'ai fait lors du conseil exceptionnel qui s'est tenu hier. Je ne sais ce que les marchés financiers donneront dans les prochains jours, et je serai tout aussi clair. L'Europe réagira de manière organisée, massive pour protéger son économie. Je souhaite aussi que nous

puissions nous organiser sur le plan international, et j'en appelle à la responsabilité des puissances du G7 et du G20. (...)

Mes chers compatriotes, il nous faudra demain tirer les leçons du moment que nous traversons, interroger le modèle de développement dans lequel s'est engagé notre monde depuis des décennies et qui dévoile ses failles au grand jour, interroger les faiblesses de nos démocraties. Ce que révèle d'ores et déjà cette pandémie, c'est que la santé gratuite sans condition de revenu, de parcours ou de profession, notre État-providence ne sont pas des coûts ou des charges mais des biens précieux, des atouts indispensables quand le destin frappe. Ce que révèle cette pandémie, c'est qu'il est des biens et des services qui doivent être placés en dehors des lois du marché. Déléguer notre alimentation, notre protection, notre capacité à soigner notre cadre de vie au fond à d'autres est une folie. Nous devons en reprendre le contrôle, construire plus encore que nous ne le faisons déjà une France, une Europe souveraine, une France et une Europe qui tiennent fermement leur destin en main. Les prochaines semaines et les prochains mois nécessiteront des décisions de rupture en ce sens. Je les assumerai. (...)

Ce dernier alinéa est particulièrement important car le Président surprend agréablement en insistant sur l'attachement qu'il faut avoir pour notre État-providence et pour notre cadre de vie, et sur la nécessité d'en « reprendre le contrôle, construire plus encore que nous ne le faisons déjà une France, une Europe souveraine, une France et une Europe qui tiennent fermement leur destin en main ». Si je relie ce passage à l'expression « quoi qu'il en coûte » qu'il a utilisée à deux reprises à propos des dépenses publiques que vont entraîner la lutte contre la crise sanitaire et ses conséquences économiques, j'en conclus que l'épidémie du coronavirus va permettre à E. Macron et à son gouvernement d'assumer totalement une politique budgétaire qui était déjà depuis plusieurs mois très en dehors des clous européens et de faire définitivement un sort aux dogmes budgétaires de la zone euro, que le Président français a dénoncés lui-même il y a quelque temps. En définitive, l'exécutif français a maintenant les coudées franches pour poursuivre les réformes et préparer les futures échéances électorales ; c'est peut-être maintenant que commence vraiment l'acte 2 du quinquennat.

Vendredi 13, réunion exceptionnelle à Bruxelles des responsables de la Commission. Sa présidente U. von der Leyen affirme que « l'UE fera preuve de souplesse dans l'application du pacte de stabilité et de croissance et nous ferons tout ce qui est nécessaire ». Elle promet une « flexibilité maximale ». *Est-ce-à dire que la Commission est prête à remettre en cause l'orthodoxie financière ? On peut en douter quand on sait que le budget européen est globalement très faible, qu'il est décidé pour 7 ans, qu'il ne peut être en déficit et que pour l'instant les fonds structurels ne sont pas mutualisés.*

Un abandon significatif, au moins temporaire, de l'orthodoxie budgétaire en Europe est d'autant plus probable que non seulement l'Italie mais aussi et surtout l'Allemagne décident elles-aussi de mettre « toutes les armes sur la table » comme l'ont dit aujourd'hui les ministres allemands de l'économie et des finances Peter Altmaier et Olaf Scholz.

Une preuve que la pandémie crée une inquiétude généralisée est que les métaux précieux subissent maintenant la même tendance à la baisse que les produits financiers et ne jouent donc plus leur rôle de valeurs refuges.

Voici l'évolution récente du prix de l'once d'or :

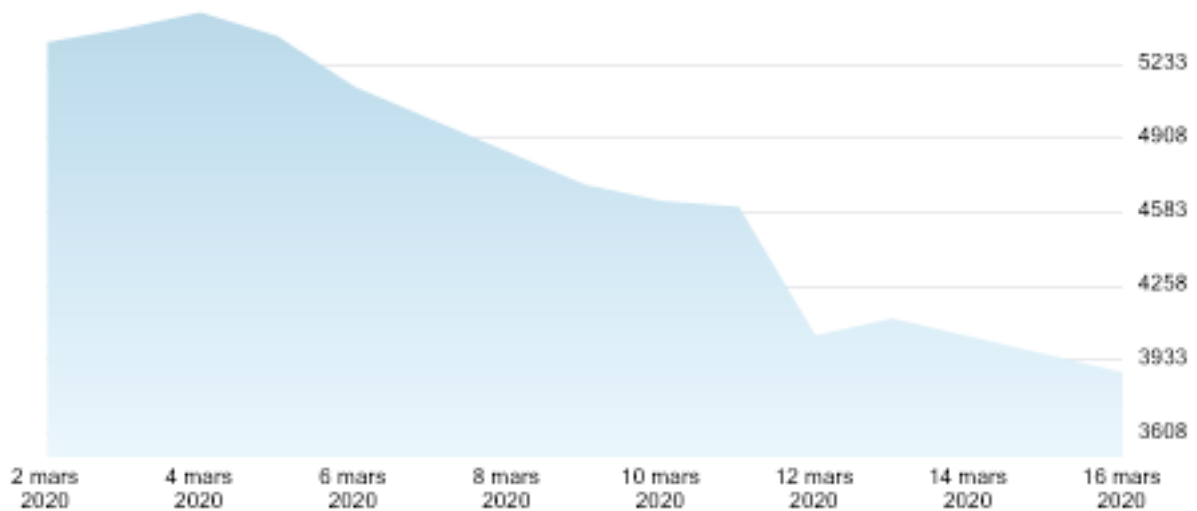
L'EURO



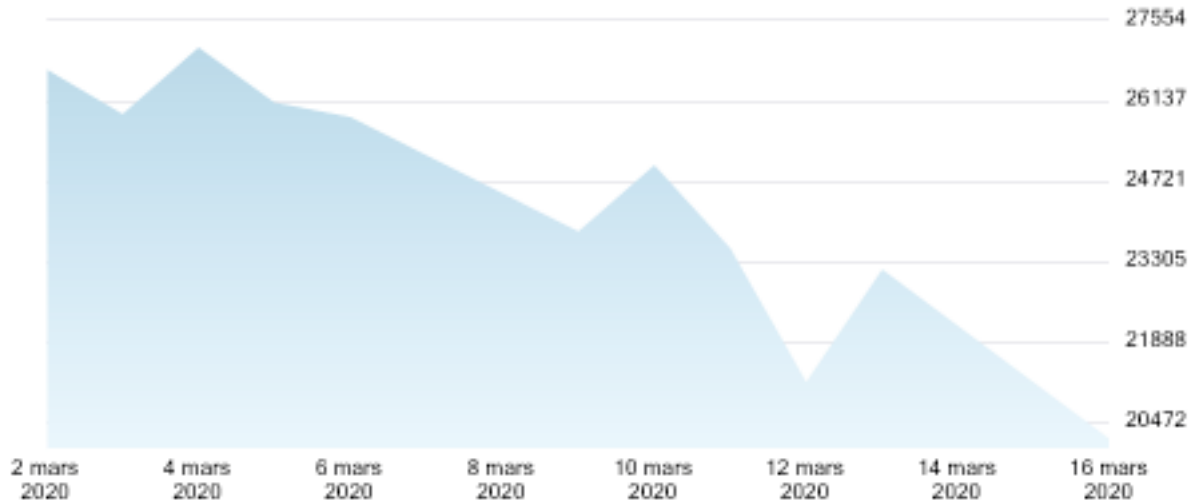
Source : Boursorama SA

Le lundi 16 mars, la chute des cours boursiers se poursuit, parce que l'épidémie se propage de plus en plus dangereusement.

CAC40 :



Dow Jones :



Par ailleurs, les taux américains à 10 ans commencent à monter et ceux de la France passent en territoire positif.

Face à cette débâcle des marchés financiers, et considérant que les risques de récession économique deviennent de plus en plus réels (la Commission de Bruxelles estime à au moins 2,5 points de PIB ce que va coûter à l'Europe la crise sanitaire, d'où une croissance qui pourrait tomber à -1%) les banques centrales adoptent, comme en 2008, des mesures d'urgence fortes : la Fed baisse ses taux directeurs de 1 point qui sont donc maintenant entre 0% et 0,25% et en plus elle va racheter pour au moins 700 milliards de dollars des dettes bancaires et d'entreprises ; et ensemble (Fed, BCE, Banques centrales du Japon, d'Angleterre, eu Canada et de Suisse), elles ont décidé la veille au soir d'apporter au monde une quantité énorme de liquidités en dollars sous forme des prêts à 84 jours au lieu d'une semaine et à un taux inférieur de 0,25% au taux actuel, et cela aussi longtemps que les marchés de financement en dollars l'exigeront. Avec ce dispositif, la Fed joue comme en 2008 d'une certaine façon le rôle de Banque centrale du monde, mais le rôle de devise-clé qu'a toujours le dollar lui donne cette responsabilité. En contrepartie de cette servitude, la Fed n'a pas à se préoccuper, contrairement aux autres banques centrales comme la BCE, de la solvabilité budgétaire des États. Elle peut donc plus facilement que les autres normaliser sa politique monétaire en fin de crise. Cette dissymétrie place les autres banques centrales, notamment la BCE, en situation désavantageuse et la difficulté pour elles à rompre avec une politique monétaire très expansive fait courir de nombreux risques aux économies concernées : comme le disent les économistes de Natixis (Flash Economie du 16 mars 2020) : « les conséquences de cette évolution seraient très sérieuses : ruine des investisseurs en obligations, bulles sur les prix des actifs dès que l'économie s'améliore et que l'aversion pour le risque recule, risque de fuite devant la monnaie, sorties de plus en plus importantes de capitaux ».

Une heureuse différence avec 2008 est que les banques sont en général en meilleure santé financière et que l'origine de la crise ne se trouve pas dans la sphère financière mais dans l'économie réelle via le Covid 19. Le véritable enjeu va être l'indispensable progression de l'offre de crédit bancaire : les États et les Banques centrales vont en être co-responsables, les premiers dans les garanties qu'ils donneront et les secondes dans la hardiesse des politiques monétaires conventionnelle et non conventionnelle ainsi que dans les politiques réglementaires prudentielles qu'elles décideront. Il n'empêche que si l'on se fie à l'expérience de la crise de 2007-2008, il y a peu de chances que l'on puisse rattraper après la crise actuelle une part, même faible, du PIB perdu : la dose d'irréversibilité des effets de la crise est donc très importante (tout au moins dans la zone euro ainsi qu'aux États-Unis). Une récession a en effet des effets permanents quand elle a des conséquences négatives non seulement sur les flux mais aussi sur les stocks, stock de capital matériel (par insuffisance d'investissement), stock de capital humain (par aggravation du chômage), stock de dettes privées (par dégradation des conditions financières des entreprises) et stock de dettes publiques (par accumulation des déficits budgétaires). Parmi les leçons de la crise de 2007-2008, on peut noter aussi que, par rapport à la quantité de PIB perdue, ce sont les salariés qui ont été les plus grands perdants. Avec la crise actuelle, les États feront sans doute partie aussi des perdants. On comprend donc qu'il est décisif de limiter de toutes les manières possibles les effets récessifs de la crise. La politique à mettre en œuvre pour ce faire est forcément délicate. En tous les cas, elle doit vérifier clairement qu'une

économie équilibrée marche nécessairement sur ses deux jambes, l'offre et la demande (et les politiques macroéconomiques qui s'intéressent à l'une sont différentes de celles qui s'intéressent à l'autre). En effet, il faut « en même temps » renforcer les qualités de l'offre en réduisant la pression fiscale sur les entreprises et soutenir vigoureusement la demande, y compris en augmentant les dépenses publiques.

Par contre, quand on compare la crise du coronavirus avec celle du Sras de 2003, les échelles sont absolument différentes non seulement parce que le virus de la première est plus dangereux que celui de la seconde mais aussi parce que la Chine n'a pas du tout aujourd'hui le même poids qu'hier dans l'économie mondiale, et pour l'Europe les conséquences seront d'autant plus graves que deux de ses économies importantes – Allemagne et Italie – sont en ce moment très fragiles.

Ce lundi 16 dans la journée, la Présidente de la Commission européenne tente de reprendre la main alors que plusieurs États membres prennent en ordre dispersé des décisions de fermeture de leurs frontières : elle annonce « une restriction temporaire, d'une durée initiale de 30 jours, prolongeable si besoin, sur les voyages non essentiels à destination de l'UE ». Cette fermeture temporaire des frontières de l'Europe est élargie à 4 pays non-adhérents mais qui ont adhéré à l'espace Schengen (Suisse, Islande, Liechtenstein, Norvège) et également au R.-U.

Ce lundi 16 après-midi, télé-réunion de l'Eurogroupe :

« L'Eurogroupe, en liaison avec la Commission, la BCE et la présidence croate du Conseil, suit de près l'évolution économique et les incidences financières de la propagation du COVID-19.

Nous nous félicitons des mesures déjà prises par les États membres pour garantir que les systèmes de santé et les systèmes de protection civile sont adéquatement prévus pour contenir la maladie et pour aider les entreprises et les travailleurs particulièrement touchés. Nous saluons également les mesures prises par la Commission pour se coordonner avec les États membres afin de partager les informations, d'évaluer les besoins et d'assurer une réponse cohérente à l'échelle de l'UE.

Compte tenu de l'impact potentiellement important de COVID-19 sur la croissance, y compris à travers la perturbation des chaînes d'approvisionnement, nous nous engageons à coordonner nos réponses et sommes prêts à utiliser tous les outils politiques appropriés pour réaliser une croissance forte et durable et à se prémunir contre la poursuite de la matérialisation de risques à la baisse. Nous sommes prêts à prendre de nouvelles mesures politiques coordonnées, y compris des mesures fiscales, le cas échéant, pour soutenir la croissance. Le PSC prévoit une certaine flexibilité pour répondre à des événements inhabituels indépendants de la volonté des gouvernements.

Lors de nos prochaines réunions, à la mi-mars, nous réévaluerons la situation et les prochaines étapes, à la mesure de l'évolution de la situation ».

Même si tous les responsables européens sont d'accord pour reconnaître que la crise actuelle exige une réponse « immédiate, ambitieuse et coordonnée », les conclusions de l'Eurogroupe sont décevantes car aucune mesure « choc » n'est arrêtée malgré que la visioconférence ait duré près de 5 heures : l'Eurogroupe soutient évidemment la Commission qui propose d'activer la clause dérogatoire général du PSC pour introduire le maximum de flexibilité dans les règles mais il est laissé aux États membres le soin d'apporter leur propre réponse et aucun plan de relance européen n'est prévu.

Ce lundi 16 au soir, plusieurs chefs d'État européens s'adressent à leurs populations pour les avertir de nouvelles dispositions prises dans le but de lutter contre la pandémie. Ainsi, E. Macron déclare la guerre au virus et décide quasiment le confinement intégral à partir du lendemain midi, pour au moins 15 jours, et annonce plusieurs mesures de grande ampleur budgétaire pour soutenir l'économie, les entreprises et les ménages. Dans le même état d'esprit, après avoir prévu de « mettre immédiatement 45 milliards d'aides disponibles pour les entreprises et 300 milliards de garanties », le ministre français de l'économie Bruno Le Maire évoque même le mardi 17 au matin la possibilité de recourir à des nationalisations pour protéger les entreprises les plus menacées. Son homologue allemand, ministre de l'économie Peter Altmaier, déclarait dès vendredi dernier : « dans ma stratégie industrielle présentée en 2019, j'avais déjà évoqué une participation temporaire de l'État, en dernier recours, au capital d'entreprises des secteurs stratégiques, afin d'empêcher leur rachat. Dans une crise comme celle du coronavirus, des questions semblables se posent en termes de souveraineté technologique et économique ». De son côté, le ministre allemand des finances Olaf Scholz trouve qu'il est trop tôt pour envisager de recourir au Mécanisme européen de stabilité (MES), fonds de

secours au capital de base de 80 milliards d'euros alimenté par les 19 États de la zone euro et avec une capacité de prêts de 410 milliards d'euros ; créé en 2012 au plus fort de la crise des dettes publiques dans la zone euro (« crise grecque »), dont le but est de fournir une aide financière aux pays de la zone euro qui sont économiquement fragilisés. La question se posera sans doute car les mesures prises par tous les États membres entraîneront plus tard inévitablement des problèmes de solvabilité budgétaire. Le MES sera alors une solution, la monnaie hélicoptère aussi. L'économiste française J. Coupey-Soubeyran appelle cela le « drone monétaire » en le définissant comme la distribution, sans passer par les banques, de monnaie directement aux ménages pour qu'ils la dépensent, et elle estime que « un transfert de 140 euros mensuels à chaque citoyen de la zone euro aboutirait, in fine, à 4 points de PIB supplémentaires. Décliner cela au niveau des entreprises serait aussi envisageable, en plus de mesures budgétaires et fiscales. L'heure est à la rupture, pas au conformisme » ; rappelons que c'est Milton Friedman, Prix Nobel d'économie en 1976, qui avait en 1969 évoqué cette politique monétaire pour le moins non conventionnelle qu'est la « monnaie hélicoptère », en expliquant : « imaginons qu'un jour un hélicoptère vole au-dessus de cette communauté et jette des billets de 1 000 dollars ». En attendant, les mesures que prennent les différents États membres représentent déjà 1% du PIB de la zone euro selon Paolo Gentiloni, le Commissaire aux affaires économiques, pour ce qui concerne par exemple le chômage partiel. Le commissaire pense que ce chiffre est appelé à monter très vite. Les mesures qui sont destinées à soulager la trésorerie des entreprises représentent déjà quant à elles environ 10% du PIB de la zone euro, soit 1000 milliards d'euros. Rappelons que la Commission a activé la clause générale permettant de suspendre l'application du PSC ; elle vient d'assouplir aussi les règles en matière d'aides d'État pour autoriser de subventionner des secteurs et des entreprises.

Les différentes mesures de soutien prises par l'exécutif français (garantie à 90% des crédits de trésorerie, chômage partiel, suspension des charges sociales et fiscales des entreprises, ...) vont avoir évidemment un coût très lourd en termes de déficit public qui pourrait s'élever à 7% du PIB. Et ce coût est amené à croître par la suite, ne serait-ce que par les mesures qu'il faudra prendre pour la gestion de l'endettement des entreprises et pour la revalorisation des salaires de tous ceux qui se seront dévoués au maximum pour lutter contre la crise sanitaire (et qui étaient pour beaucoup d'entre eux sur les ronds-points il y a quelques mois ...).

Le mardi 17, la Fed annonce la mise en place d'un dispositif (« Primary Dealer Credit Facility » – PDCF) pour accorder des facilités de crédit destinés aux entreprises et aux ménages par l'intermédiaire des 24 plus grandes banques du pays, lesquelles pourront emprunter à la Fed à 0,1% et utiliser un très grand éventail de titres pour servir de collatéral.

Le mercredi 18, les Bourses poursuivent leur descente aux enfers : le CAC40 baisse en fin de clôture de 5,94%, le Dax de 5,56% ; et le Brent est au plus bas depuis 2003 et les analystes pensent qu'il n'a pas encore touché le fond !

Alors que le confinement termine bientôt sa deuxième journée, l'exécutif commence à craindre qu'il ne conduise à une réduction trop drastique de l'activité économique : pour assurer la sécurité économique du pays, le ministre B. Le Maire est amené (sur BFM TV, le matin) à inviter « tous les salariés dont les entreprises sont encore ouvertes, dont les activités sont indispensables au bon fonctionnement du pays, à se rendre sur leur lieu de travail. (...) Sécurité économique et sécurité sanitaire doivent aller de pair. (...) Nous devons assurer la continuité économique du pays ». En réaction à ce discours, plusieurs internautes en dénoncent le caractère irresponsable et incohérent.

Je profite de cet épisode, sans parler de celui ouvert par Agnès Buzyn avec l'entretien qu'elle a accordé au journal Le Monde (édition du 18 mars), pour faire une réflexion à laquelle je tiens beaucoup. Depuis maintenant plusieurs semaines, les responsables gouvernementaux mettent l'accent sur le fait que les informations qu'ils donnent et les décisions qu'ils prennent à propos de la crise sanitaire le sont constamment en prenant l'avis d'un Comité scientifique de suivi de la crise du coronavirus. Ce comité, demandé par le Président de la République, a été annoncé le 11 mars par le ministre de la santé, Olivier Véran, médecin lui-même, avec pour mission « d'éclairer la décision publique dans la gestion de la situation sanitaire liée au coronavirus ». Il se compose de 11 experts dont une très grande majorité de médecins spécialistes. Ce que je remarque, et conteste, c'est

que les responsables gouvernementaux n'adoptent pas la même démarche pour préparer la lutte contre la crise économique qui s'installe, comme s'ils étaient d'office des « sachants » en matière économique, financière et sociale et comme si les technocrates des ministères et les conseillers des ministres pouvaient se passer des analyses et des avis des enseignants-chercheurs spécialistes des domaines concernés par la crise économique. Que fait le Conseil d'analyse économique en ces graves circonstances ? Le premier ministre et/ou le ministre de l'économie lui ont-ils demandé de réfléchir à la situation et de donner des avis sur les politiques économiques qu'il vaut mieux suivre ? Le conseil s'est-il lui-même saisi des problèmes soulevés par la situation ? Il est urgent de solliciter la communauté scientifique des « économistes universitaires et chercheurs reconnus » pour conseiller B. Le Maire et G. Darmanin, qui ne sont économistes ni l'un ni l'autre. Cela n'est d'ailleurs pas nouveau, et cela explique à la fois les erreurs commises (dans les diagnostics comme dans les thérapeutiques) et le poids des idéologies dans les décisions prises. Et vu les désaccords entre médecins au début de l'épidémie, qu'on ne vienne pas prétendre que la science médicale est plus « dure » que la science économique ! Heureusement que des analyses économiques approfondies sont fournies par des organismes indépendants comme l'OFCE et Rexecode ainsi que par des équipes de recherche économique pointues comme celle de Natixis. On renvoie par exemple à la note du 9 mars de Xavier Timbeau, de l'OFCE, « L'économie au temps du Covid-19 » (<https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/leconomie-au-temps-du-covid-19/>) et aux « Flash Economie » de l'équipe de Natixis parus ces jours-ci, notamment ceux consacrés au « contrecoup des mesures qui vont être prises pendant la crise du coronavirus » (18 mars), à la question des savoir « comment une hausse énorme des déficits publics de la zone euro peut être financée » (18 mars) ou encore à « la marge de manœuvre budgétaire de la zone euro » (16 mars). Comme l'écrivent dans leur dernier ouvrage A. V. Banerjee et E. Dufflo, les prix Nobel d'économie 2019, « la bonne science économique ne pourra nous sauver toute seule. Mais sans elle, nous sommes condamnés à répéter les erreurs du passé ».

Notes :

- 1- Nous avons déjà évoqué des fausses analyses économiques faites par B. Le Maire, ministre français de l'économie et des finances. Les explications qu'il donne le 15 avril 2020 devant les membres de la Commission des finances de l'Assemblée nationale, accompagné de G. Darmanin, en donnent un exemple supplémentaire, édifiant. Ce jour-là, il déplore le « risque de voir le taux d'épargne augmenter face aux incertitudes au détriment du financement de notre économie ». C'est un exemple caractérisé d'erreur d'analyse économique. En effet, si l'augmentation de l'épargne des ménages peut réduire le montant de leur consommation, surtout si le taux d'épargne qui pourrait monter jusqu'à 25% a de la peine à rejoindre par la suite son niveau habituel de 15-16% pour cause de formation d'une forte épargne de précaution - qui serait due à une incertitude qui peut d'autant plus durer que la communication gouvernementale est anxieuse - et à moins que cette épargne soit totalement thésaurisée, elle est forcément réinjectée dans l'économie et participe donc bien au financement de l'économie, soit directement par les marchés de capitaux, soit indirectement par la médiation des institutions financières (comme l'aversion pour le risque va sans doute

s'accroître, il est important de prendre des mesures tendant à élever le taux d'intermédiation). Ajoutons ici que sur le plan mondial, le problème posé par la crise actuelle – comme par celle des subprimes – est le passage d'un déséquilibre entre une épargne surabondante et l'investissement à l'équilibre épargne-investissement qui existe forcément *ex post* : cela doit se faire par une utilisation de l'épargne au financement des déficits publics et/ou par une baisse encore plus grande des taux d'intérêt réels. Par contre, l'idée parfois avancée de lancer auprès des ménages un emprunt national n'est pas a priori une bonne idée, au moins tant que l'État bénéficie sur les marchés de taux très bas, donc inférieurs à celui auquel il faudrait servir un tel emprunt. Puis suit, dans le propos du ministre de l'économie, l'énoncé de statistiques sur l'épargne qui montre qu'il ne maîtrise pas la méthodologie économique de base, en confondant en particulier les analyses en termes de stocks et en termes de flux. En effet, il tient à préciser que « les encours du livret A et du livret de développement durable et solidaire ont augmenté de 50 % entre mars 2019 et mars 2020 et quand on prend les encours bruts ils ont doublé entre mars et février 2020 », alors que les chiffres communiqués par la Caisse des Dépôts et Consignations sont les suivants, en remarquant au passage qu'on ne voit pas la différence que le ministre veut faire entre les encours et les encours bruts et qu'il confond visiblement les encours et les dépôts (bruts et nets) : encours LA+LD (en milliards d'euros) en mars 2020 : 420,8 et en mars 2019 : 401,1, ce qui ne fait pas une augmentation de 50% mais de 4,91% et les encours (« bruts » ?) de février 2020 étant de 417,0, il est clair qu'il n'ont pas doublé entre février et mars ! D'ailleurs, comment peut-on avoir à la fois doublement des encours entre février 2020 et mars 2020 d'une part et augmentation de ces encours de 50% sur une année, entre mars 2019 et mars 2020 ?? Comment un ministre de l'économie et des finances peut-il commettre de telles erreurs ? Et comment ses conseillers ont-ils pu concevoir la fiche qu'il lit avec cette arithmétique ? Faute lourde de raisonnement ou volonté délibérée de manipulation ? Cerise sur le gâteau : aux propos de B. Le Maire, personne n'a « pipé mot » au sein de toute l'assistance. On a raison de parler de l'inculture économique des Français, à commencer par leurs responsables politiques. Ces constats sont affligeants, surtout que de la qualité des élites dirigeantes dépend la qualité des décisions prises et donc des stratégies étatiques mises en œuvre, et cela conditionne fortement, entre autres choses, le degré de compétitivité de l'économie nationale. « La pandémie est la continuation, par d'autres moyens, de la lutte entre puissances » (Jean-Yves Le Drihan) et « la crise sanitaire est le révélateur du déclassement de la France » (Pierre Vermeren).

- 2- Le 24 mars, dans son intervention radiophonique sur Radio Classique le secrétaire général de la CFDT Laurent Berger pense qu'il serait utile de constituer un « conseil scientifique de sciences sociales » pour réfléchir aux conséquences sociétales de la crise du coronavirus. Suite à ce que nous venons d'écrire, on ne peut que souscrire à cette excellente proposition.
- 3- Le professeur de droit A. Viala analyse sur un plan très complémentaire au mien la constitution de ce type de comité d'experts dans un article qu'il fera paraître dans Le Monde

du 31 de ce mois (dont on donne un extrait ci-après en date du 24) : il considère que cela traduit le développement d'une épistocratie qui fait courir des risques sérieux à notre démocratie. Par ailleurs, plusieurs de ses collègues juristes écrivent de leur côté des articles pour se demander dans quelle mesure l'état d'urgence ne met pas à mal l'État de droit.

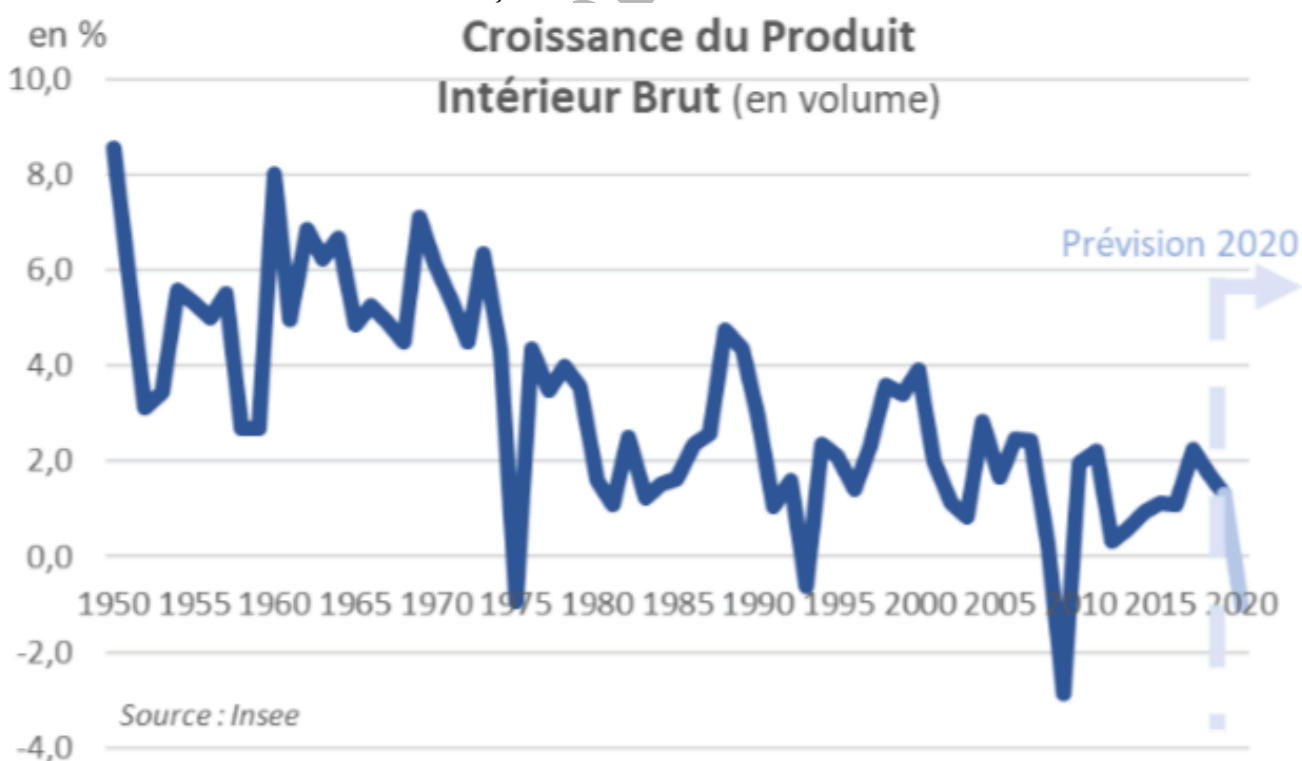
Dans la journée de ce 18 mars, le Haut Conseil des Finances Publiques (HCFP) publie un avis sur le 1^{er} projet de loi de finances rectificative pour l'année 2020, dès le lendemain de sa saisine par le Gouvernement, mais après en avoir discuté le jour-même conformément à la demande de l'exécutif. En voici la synthèse :

« Le Haut Conseil souligne que le contexte d'incertitude exceptionnellement élevée résultant de la crise sanitaire affecte toute prévision macroéconomique d'une grande fragilité. Il note que le scénario du Gouvernement présenté dans ce projet de loi de finances rectificative (PLFR) repose sur deux hypothèses fortes, celle d'un confinement limité à un mois et celle d'un retour rapide à la normale de la demande française comme étrangère, qui ne sont pas acquis, si bien que la dégradation du cadre macroéconomique pourrait être plus marquée que prévu par le PLFR pour 2020.

Le Haut Conseil avait constaté dans son avis sur le PLF pour 2020 que la trajectoire de finances publiques présentée s'écartait nettement de celle présentée dans la loi de programmation des finances publiques de janvier 2018. Le PLFR pour 2020 fait l'hypothèse que toutes les mesures en recettes et en dépenses n'ont qu'un impact temporaire et donc n'affectent pas le solde structurel. Le Haut Conseil estime que cette hypothèse devra être réexaminée lors des prochains avis qu'il sera amené à formuler. Le Haut Conseil estime que la crise sanitaire et ses répercussions économiques et financières constituent des faits inhabituels indépendants de la volonté du Gouvernement et relèvent donc des "circonstances exceptionnelles" telles que mentionnées à l'article 3 du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance des finances publiques ». (https://www.hcfp.fr/sites/default/files/2020-03/Avis_HCFP-01-2020-PLFR.pdf).

Entre autres choses, on note que l'hypothèse retenue par le gouvernement lui-même est celle d'un prolongement de la durée de confinement de 15 jours à 1 mois et que cela reste « indicatif ».

Dans l'avis, on trouve le schéma suivant, intéressant à plus d'un titre car il retrace un large historique du taux de croissance de l'économie française :



Ce mercredi 18 au soir, **décision exceptionnelle de la BCE** : lancement d'un plan de sauvetage proprement colossal, avec en particulier l'annonce de rachats de titres pour 750 milliards d'euros, soit

6 fois plus que ce que la BCE avait annoncé les jeudi 12, et qui avait en effet déçu les marchés et les investisseurs.

Voici son communiqué de presse :

« Le conseil des gouverneurs a décidé ce qui suit :

(1) Lancer un nouveau programme temporaire d'achat d'actifs de titres des secteurs privé et public pour contrer les risques graves pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire et les perspectives pour la zone euro posés par l'éclosion et la diffusion croissante du coronavirus COVID-19.

Ce nouveau programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (PEPP – Pandemic Emergency Purchase Programme) disposera d'une enveloppe globale de 750 milliards d'euros. Les achats seront effectués jusqu'à la fin de 2020 et incluront toutes les catégories d'actifs éligibles dans le cadre du programme d'achat d'actifs (APP) existant.

Pour les achats de titres du secteur public, la répartition de référence entre les juridictions restera la clé de répartition des fonds propres des banques centrales nationales. Parallèlement, les achats dans le cadre du nouveau PEPP seront effectués de manière flexible. Cela permet des fluctuations dans la distribution des flux d'achat au fil du temps, entre les classes d'actifs et entre les juridictions.

Une dérogation aux conditions d'éligibilité des titres émis par le gouvernement grec sera accordée pour les achats dans le cadre du PEPP.

Le Conseil des gouverneurs mettra fin aux achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP lorsqu'il jugera que la phase de crise du coronavirus Covid-19 est terminée, mais en tout cas pas avant la fin de l'année.

(2) Élargir la gamme d'actifs éligibles au titre du programme d'achat du secteur des entreprises (CSPP) au papier commercial non financier, en rendant tous les papiers commerciaux de qualité de crédit suffisante éligibles à l'achat dans le cadre du CSPP.

(3) Assouplir les normes de garantie en ajustant les principaux paramètres de risque du cadre de garantie. En particulier, nous élargirons la portée des créances privées supplémentaires (ACC) pour y inclure les créances liées au financement du secteur des entreprises. Cela permettra aux contreparties de continuer à utiliser pleinement les opérations de refinancement de l'Eurosystème.

Le conseil des gouverneurs de la BCE s'est engagé à jouer son rôle en soutenant tous les citoyens de la zone euro en cette période extrêmement difficile. À cette fin, la BCE veillera à ce que tous les secteurs de l'économie puissent bénéficier de conditions de financement favorables leur permettant d'absorber ce choc. Cela vaut également pour les familles, les entreprises, les banques et les gouvernements.

Le Conseil des gouverneurs fera tout ce qui est nécessaire dans le cadre de son mandat. Le Conseil des gouverneurs est pleinement disposé à accroître la taille de ses programmes d'achat d'actifs et à ajuster leur composition, autant que nécessaire et aussi longtemps que nécessaire. Il explorera toutes les options et toutes les éventualités pour soutenir l'économie à travers ce choc.

Dans la mesure où certaines limites auto-imposées pourraient entraver les mesures que la BCE est tenue de prendre pour remplir son mandat, le Conseil des gouverneurs envisagera de les réviser dans la mesure nécessaire pour rendre son action proportionnée aux risques auxquels nous sommes confrontés. La BCE ne tolérera aucun risque pour la bonne transmission de sa politique monétaire dans toutes les juridictions de la zone euro ».

Christine Lagarde « tweete » en pleine nuit : « les temps extraordinaires nécessitent une action extraordinaire. Il n'y a pas de limites à notre engagement envers l'euro. Nous sommes déterminés à utiliser le plein potentiel de nos outils, dans le cadre de notre mandat ».

Pour mieux apprécier le caractère exceptionnel des décisions que vient de prendre la BCE, rappelons que le QE lancé en 2015 par la BCE ne correspondait pas à la monétisation des dettes publiques parce qu'elle s'était engagée à respecter essentiellement deux règles, la première concernant la clé de répartition pour ses interventions, identique à celle des souscriptions à son capital, et la seconde concernant la limite de 33% appliquée aux souches obligataires d'une part et à la dette globale d'autre part. La Cour de Justice européenne a validé ce QE en 2018, considérant que l'application de ces règles interdit bien la monétisation des dettes (et par voie de conséquence « l'union de transferts »). Ce sont ces règles qui sont inopérantes depuis la nuit du 18 mars.

L'EURO

Les décisions annoncées par la BCE sont historiques et à la hauteur des enjeux. Elles frappent surtout par le chiffre de 750 milliards mais il convient aussi de souligner le dernier alinéa du communiqué. Il y est d'abord précisé : « dans la mesure où certaines limites auto-imposées pourraient entraver les mesures que la BCE est tenue de prendre pour remplir son mandat, le Conseil des gouverneurs envisagera de les réviser dans la mesure nécessaire pour rendre son action proportionnée aux risques auxquels nous sommes confrontés », ce qui peut viser en particulier le pourcentage maximum de 33% de la dette publique d'un État membre que la BCE s'était engagée à ne jamais posséder ; et ensuite on lit que « la BCE ne tolérera aucun risque pour la bonne transmission de sa politique monétaire dans toutes les juridictions de la zone euro », ce qui pour nous veut dire que la BCE fera tout pour éviter l'élargissement des spreads et par conséquent le risque de dislocation de la zone euro. Avec ces décisions, Christine Lagarde fait complètement oublier sa maladresse de l'autre jour !

Sur un plan plus théorique, la décision de la BCE amène six remarques :

. La première est que la nouvelle stratégie de la BCE pose la question de sa réelle indépendance vis-à-vis des gouvernements des États membres. Il est certes normal qu'à situation exceptionnelle correspondent des réponses exceptionnelles de la part des responsables des politiques économiques, monétaire (BCE) et budgétaire (États), mais, concernant la BCE, il faut reconnaître que depuis la crise de 2007-2008, son rôle a profondément changé : sa mission de sauvegarde de la stabilité monétaire (statutairement) et de la stabilité financière (par la force des choses) a largement laissé la place à celle de gestion des crises, crise de liquidité du système bancaire et crise de solvabilité des États. En réalisant, contrainte et forcée, cette gestion des crises, la BCE peut mettre en péril in fine ses missions fondamentales... La stabilité financière pourrait d'ailleurs s'avérer plus compromise que la stabilité monétaire, notamment si la quantité de monnaie délivrée par la BCE aboutissait à l'augmentation des prix des actifs spéculatifs. Autrement dit, la crise pose à la BCE un dilemme : défendre la solvabilité des États ou défendre la stabilité financière ? En privilégiant la 1ère option, son indépendance est toute virtuelle.

. La deuxième remarque est que la décision de la BCE pourrait se prolonger par le financement qu'elle assurerait elle-même d'un Trésor européen pour financer, par création monétaire, tous les investissements d'infrastructures et de biens communs nécessaires au rebond de l'économie européenne. André Grjebine avait proposé une solution de ce genre dans son ouvrage « La Dette publique ; et comment s'en débarrasser » (PUF ; janvier 2015). Comme le montre cet auteur, contrairement aux banques commerciales qui créent de la monnaie en octroyant des crédits, la BCE créerait de la monnaie sans endettement (Dans la présentation du livre par son éditeur, on lit en particulier : « une autre politique, nécessairement audacieuse, est possible. Reprenant les projets de création monétaire développés en leur temps aussi bien par des économistes libéraux, comme Irving Fisher ou Milton Friedman, que par le néo-keynésien James Tobin, elle repose sur la monétisation des dettes publiques - c'est-à-dire leur rachat par la Banque centrale. Après avoir étudié les fondements théoriques d'une telle politique, cet ouvrage examine les objections qui lui sont généralement opposées. Il montre que son application serait parfaitement concevable dans le contexte actuel, sans risque majeur. Il décrit enfin les modalités concrètes envisageables pour mettre en œuvre cette politique de désendettement des États européens. L'Europe se trouve aujourd'hui dans une impasse. Cet ouvrage propose une politique radicalement différente pour en sortir. Rompre avec l'orthodoxie économique dominante paraît la seule solution pour retrouver le chemin de la croissance en Europe). La proposition d'André Grjebine est d'autant plus intéressante que l'on peut avoir des doutes sur les possibilités de financer des investissements lourds à la sortie de la crise, dans la mesure où les États seront déjà surendettés, où la BCE sera sans doute obligée de réduire son soutien et où le capitalisme, si on ne le transforme pas profondément, restera dépendant du court-termisme actionnarial. De son côté, dans son livre « Reprendre le contrôle de la dette », publié aux Éditions de l'Atelier en avril 2017, Lord Adair Turner estime que la monétisation des dettes publiques va être permanente parce que, pour lui, l'utilisation de l'outil budgétaire est cruciale.

. La troisième remarque porte sur la signification que prend de plus en plus le Quantitative Easing (QE) : alors que celui-ci était au départ un instrument « non conventionnel » de politique monétaire pour procurer à la banque centrale un levier d'action quand sa politique conventionnelle de taux directeurs devient inefficace - parce que ceux-ci sont au plancher -, le QE ne joue plus vraiment ce rôle à partir du moment où l'offre de monnaie centrale aux banques commerciales n'aboutit pas à une nette augmentation des crédits à l'économie. Il est maintenant de plus en plus utilisé pour financer les déficits publics : le QE perd donc sa caractéristique d'instrument de la politique monétaire pour devenir un instrument de la politique budgétaire ! C'est la « fiscal dominance » : on est passé de l'époque où la politique monétaire dominait, en ce sens que les Banques centrales pouvaient « punir » les États pour leur politique budgétaire incontrôlée en élevant leurs taux d'intérêt, à une époque où c'est la politique budgétaire qui domine puisque les Banques centrales ne peuvent pas faire autrement que d'assurer la solvabilité budgétaire des États. Tant que le taux d'intérêt réel est inférieur au taux de croissance, cette solvabilité peut être sauvegardée s'il y a des excédents budgétaires primaires. Cela permet en effet d'avoir une somme actualisée de ces excédents budgétaires primaires futurs supérieure à la valeur présente de la dette publique (mais se pose la question du taux d'actualisation : habituellement on prend un taux d'intérêt sans risque, or, il faudrait

L'EURO

peut-être prendre des taux avec une prime de risque pour tenir compte du caractère aléatoire des excédents budgétaires primaires ; ce qui peut alors changer le résultat du calcul).

. La quatrième remarque concerne le lien entre QE et monétisation de dettes.

Vu sa grande clarté, nous reproduisons ci-après l'explication que donne un « Faciléco » du ministère de l'économie, des finances, de l'action et des comptes publics (20/04/2015) :

« (...) La BCE a annoncé le 22 janvier 2015 le lancement d'un programme d'assouplissement quantitatif (« *quantitative easing* » en anglais), portant sur le rachat sur le marché secondaire de titres obligataires souverains et privés d'un montant de plus de 1100 milliards d'euros échelonnés entre mars 2015 et septembre 2016.

Comme pour les rachats opérés dans le cadre du SMP, ceux-ci seront financés par la BCE par des injections de liquidités dans le système financier. Toutefois, ils s'en distingueront par le fait que cette injection de monnaie ne sera pas stérilisée, ce qui implique que le montant de la masse monétaire de la zone euro est susceptible de s'accroître pour autant que les euros nouvellement émis viendront se déverser dans l'économie réelle par le biais de la distribution de crédit par les banques ou par l'achat des nouvelles émissions obligataires des États de la zone euro. Or, cela n'est pas garanti. En effet, les investisseurs qui recevront les liquidités de la BCE en échange de leurs titres obligataires peuvent décider de les réinvestir dans d'autres actifs financiers, comme les actions, y compris hors zone euro (obligations américaines par exemple). Les investisseurs pourraient aussi décider de conserver les liquidités. C'est le cas, en particulier, des banques de la zone euro qui détiennent un stock important de titres de la dette obligataire des États membres de la zone euro. Les banques pourraient apporter une partie des titres qu'elles détiennent à la BCE mais utiliser les liquidités obtenues pour se désendetter ou les placer dans leurs comptes de réserves à la banque centrale plutôt que de les utiliser pour octroyer davantage de crédits aux entreprises ou aux ménages. Au final, il n'est donc absolument pas assuré que les euros qui seront injectés dans le système financier par la BCE lors de ses rachats d'obligations souveraines ou privées se traduiront par une augmentation de la masse monétaire de la zone euro. Ceci revient à dire que la création monétaire opérée par la BCE dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif sera :

. indirecte, dans le sens où elle ne peut transiter que par le canal de la distribution de crédit par les banques commerciales de la zone euro ou via le réinvestissement des liquidités dans les nouvelles émissions obligataires des États de la zone euro ;

. probablement peu efficace sur la distribution de crédit par les banques, qui dépend surtout de la demande des entreprises et donc des perspectives de croissance ;

. dépendante de la stratégie de réinvestissement des acteurs qui accepteront de vendre leurs titres à la BCE, et notamment du réemploi des liquidités obtenues de celle-ci dans l'achat de titres des nouvelles émissions obligataires des pays membres de la zone euro.

Aux États-Unis et en Grande Bretagne

La situation de la Federal Reserve Bank (ou FED, la Banque centrale des États-Unis) ainsi que celle de la Banque d'Angleterre sont différentes car, à l'inverse de la BCE, elles ont le droit d'acheter directement des titres de la dette publique sur le marché des émissions primaires.

La FED et la Banque d'Angleterre peuvent donc directement financer une partie du déficit public américain et anglais. Ce faisant, elles "monétisent" la partie du déficit public qu'elles financent, ce qui revient à créditer le compte du Trésor en monnaie nouvellement créée qui a son tour viendra gonfler la masse monétaire via les utilisations qu'en fera le Trésor (traitement des fonctionnaires, paiements des fournisseurs).

Par ailleurs, en se portant acquéreurs d'obligations émises par le Trésor, la FED et la Banque d'Angleterre pèsent directement sur la demande de titres de la dette publique et donc sur la détermination des taux d'intérêt, ce qui est l'objectif principal de ces interventions.

Le fait de pouvoir souscrire aux émissions primaires de la dette publique confère donc deux avantages pour des économies confrontées à des conjonctures économiques difficiles :

. stimuler automatiquement le gonflement de la masse monétaire (et donc injecter des liquidités dans l'économie) ;

. peser directement sur la formation des taux d'intérêt lors des émissions primaires des titres obligataires publics.

Cependant, le même résultat (baisse des taux d'intérêt à long terme sur les emprunts d'État) a pu être obtenu par la BCE en intervenant sur le marché secondaire de ces titres ».

. La cinquième remarque se situe exactement dans le prolongement de la précédente puisqu'elle pose la question de savoir si le QE correspond pour les États à un « free lunch », à un repas gratuit pour reprendre l'expression qu'utilise le macroéconomiste Patrick Artus dans un article publié le 3 avril dans « Idées pour aujourd'hui et demain » chez Odile Jacob : « rapidement, la Réserve Fédérale et la BCE ont décidé de monétiser ces déficits publics, c'est-à-dire d'acheter les émissions de dette publique correspondantes contre création monétaire. Il faut comprendre que cette décision fait disparaître tout problème de financement, tout risque de perte de solvabilité budgétaire ou de crise des dettes publiques. En effet, une dette publique irréversiblement achetée par une Banque Centrale est de facto annulée. D'une part, les Banques Centrales reversant leurs profits aux États, les intérêts sur la dette publique versés par l'État à la Banque Centrale sont rendus par la Banque Centrale à l'État : la dette publique achetée par la Banque Centrale devient donc gratuite pour l'État. D'autre part, si la Banque Centrale s'engage à ne jamais réduire dans le futur la taille de son bilan, à l'échéance d'une obligation souveraine achetée, elle achètera une autre obligation, et l'État n'aura jamais à rembourser. Une obligation d'un État gratuite et non remboursable a bien été de fait annulée. On peut donc penser qu'on a trouvé un « free lunch » : les gouvernements peuvent mener des politiques budgétaires ultra expansionnistes face à cette crise sans aucun coût, sans aucune difficulté, puisque les dettes publiques sont achetées (monétisées) par la Banque Centrale. (...) La question est une question centrale pour la macroéconomie contemporaine : quelle est la limite à l'augmentation de la taille du bilan d'une Banque Centrale ? La réponse normale est la suivante : la limite est atteinte quand les agents économiques d'un pays perdent confiance dans la valeur de la monnaie, et s'en débarrassent pour acheter soit des biens, soit des actifs refuge : or, immobilier, cryptomonnaies... Dans le premier cas, il y a inflation, dans le second cas, hausse violente des prix de ces actifs. Mais au Japon, le bilan de la Banque Centrale représente 105% du PIB, plus de trois fois plus que dans la zone euro ou aux États-Unis, et on n'a pas vu de perte de confiance dans le yen ». Étant donné les inconvénients que cela présenterait, notamment à cause des dégâts que causerait aux pays « périphériques » la hausse des taux d'intérêt que cela entraînerait, il y a peu de chances que la BCE cherche à réduire son bilan ; d'ailleurs, la Fed a essayé de le faire et, très vite, elle a arrêté !

On retrouve dans le document du ministère une règle simple pour savoir s'il y a monétisation ou non, création monétaire ou non : il faut se poser la question de savoir s'il y a oui ou non augmentation de la masse monétaire. Cela étant, ce QE est différent du précédent parce qu'infiniment plus flexible mais, comme l'ancien, il reste limité pour les titres publics aux achats sur le marché secondaire (les achats de titres privés sur le marché primaire sont possibles) ; les statuts de la BCE ne lui permettent toujours pas d'intervenir en achetant des titres publics sur le marché primaire comme peuvent le faire la Fed et la BoE.

. Sixième remarque : dans l'arsenal mis en œuvre par la BCE, il convient de différencier le QE et le PEPP, nouveau dispositif ; en soulignant l'importance décisive du dernier alinéa du communiqué de presse de la BCE où il est clairement indiqué que « Dans la mesure où certaines limites auto-imposées pourraient entraver les mesures que la BCE est tenue de prendre pour remplir son mandat, le Conseil des gouverneurs envisagera de les réviser dans la mesure nécessaire pour rendre son action proportionnée aux risques auxquels nous sommes confrontés. La BCE ne tolérera aucun risque pour la bonne transmission de sa politique monétaire dans toutes les juridictions de la zone euro ». Il faut entendre par là que pour éviter la « fragmentation » de la zone euro et l'accroissement des spreads, la BCE est prête dans le contexte actuel à acheter des dettes publiques d'États membres sans tenir compte de « la clé de répartition des fonds propres des banques centrales nationales ». Si c'est le cas, cela veut tout bonnement dire qu'il y a de fait une mutualisation des dettes publiques. Comme c'est montré dans un Flash Economie de Natixis (n° 523), on peut alors écrire pour résumer la portée des décisions de la BCE : QE = monétisation des dettes et PEPP = monétisation des dettes + solidarité entre États membres.

Rappels :

. C'est l'article 21 des statuts de la BCE qui lui interdit d'acheter directement des titres publics : « Conformément à l'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, il est interdit à la BCE et aux banques centrales nationales d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite ». D'une certaine façon, l'achat de titres publics sur le marché secondaire permet à la BCE de contourner cette interdiction.

. Rappelons que les interventions de la BC sur les marchés de titres emportent l'augmentation de la demande de titres et par conséquent les offreurs de titres (États et entreprises) peuvent faire leurs émissions à des taux plus bas (autre façon de raisonner : comme la demande de titres augmente, leurs prix augmentent et donc les taux d'intérêt baissent, selon la règle keynésienne bien connue) : c'est ainsi que les BC expriment leurs soutiens à l'économie.

Le Président Macron, qui décide pour la France de la mise en place d'un « état d'urgence sanitaire », se félicite aussitôt des décisions prises par la BCE et appelle les États membres de l'UE à prendre de fortes mesures budgétaires coordonnées pour prolonger l'aide exceptionnelle de la BCE. Il « twitte » le 19 au matin : « Plein soutien aux mesures exceptionnelles prises ce soir par la BCE. À nous États européens d'être au rendez-vous par nos interventions budgétaires et une plus grande solidarité financière au sein de la zone euro. Nos peuples et nos économies en ont besoin ».

Le Président français est dans le juste. Et comme le dit l'éditorial du Monde du 19, intitulé « Le coronavirus révèle les insuffisances de l'UE », « (...) l'essentiel des marges de manœuvre budgétaires reste entre les mains de chacun d'entre des États membres. Jusqu'à présent, toutes les tentatives de faire émerger une politique économique à l'échelle européenne ont échoué. Sans un renforcement de l'intégration sur le plan budgétaire, sans une accélération de la mise en œuvre de l'union bancaire et d'une convergence des marchés des capitaux, chaque pays est incité à continuer d'agir en fonction de ses propres intérêts, sans se préoccuper des problèmes des voisins. Voilà des années que l'Allemagne reste insensible aux appels du pied de la France pour renforcer cette convergence, sous le prétexte que les excédents budgétaires de Berlin n'ont pas vocation à faire les fins de mois des États impécunieux. Mais cette logique de solidarité ne répond pas seulement aux impératifs révélés par la crise de l'euro. Elle aurait pu constituer une réponse adéquate dans la crise sanitaire que nous vivons. Il faudra en tirer les leçons pour l'avenir, si l'on veut sauver le projet européen ».

De son côté, le Président du conseil italien Giuseppe Conte propose - avec le soutien de la France - la création de « corona-bonds », c'est-à-dire d'obligations paneuropéennes pour lutter contre la récession à venir.

Va-t-on enfin vers une mutualisation des dettes publiques au sein de la zone euro ? Osera-t-on briser ce tabou comme on vient de faire voler en éclats celui des règles budgétaires ? Pour répondre à ces questions, il faut savoir quelle position vont adopter les autres États membres, et tout spécialement l'Allemagne qui s'est toujours opposée à ce type de dispositif : un début de réponse, favorable, tient dans le fait que la chancelière Merkel n'a pas manifesté, semble-t-il, de réaction négative par rapport à ce qu'elle appelle elle-même « un mécanisme commun de garantie de dette ». De toute façon, la question de la soutenabilité des dettes publiques va se poser à grande échelle et la recherche créative de solutions est d'ores et déjà urgente. Celle des « corona-bonds » en est une d'autant plus prometteuse qu'elle peut donner un nouvel élan au fédéralisme budgétaire qui est tellement nécessaire ; il y a aussi la solution pour les différents États d'organiser la restructuration du financement de leur dette, consistant en l'émission de titres étatiques à zéro coupon de longue maturité (20 ou même 50 ans).

Suite à l'exceptionnelle annonce de la BCE, les marchés semblent dans un premier temps rassurés mais en réalité les investisseurs se précipitent sur le dollar dont les liquidités s'avèrent rapidement insuffisantes, ce qui amène la Fed à réaugmenter son offre :

« La Fed a annoncé jeudi la mise en place d'accords de liquidité temporaires en dollars américains (lignes de swap) avec la Reserve Bank of Australia, la Banco Central do Brasil, la Danmarks Nationalbank (Danemark), la Bank of Korea, la Banco de Mexico, les Norges Bank (Norvège), la Reserve Bank of New Zealand, la Monetary Authority of Singapore et la Sveriges Riksbank (Suède). Ces facilités, comme celles déjà établies entre la Réserve fédérale et d'autres banques centrales, sont conçues pour aider à atténuer les tensions sur les marchés mondiaux du financement en dollars américains, atténuant ainsi les effets de ces tensions sur l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises, tant au pays qu'à l'étranger. Ces nouvelles facilités soutiendront la fourniture de liquidités en dollars américains d'un montant pouvant atteindre 60 milliards de dollars chacune pour la Reserve Bank of Australia, la Banco Central do Brasil, la Bank of Korea, la Banco de Mexico, la Monetary Authority of Singapore et la Sveriges Riksbank et 30 milliards de dollars chacun pour la Danmarks Nationalbank, la Norges Bank et la Reserve Bank of New Zealand. Ces accords de liquidité en dollars américains seront en place pendant au moins six mois. La Réserve fédérale dispose également de lignes de swap de liquidité en dollars américains avec la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la Banque centrale européenne et la Banque nationale suisse ».

Également le jeudi 19, le premier ministre É. Philippe affirme devant les sénateurs : « Nous sommes entrés dans une crise sanitaire jamais vue, jamais connue en France depuis un siècle et cette crise sanitaire va imposer un coup d'arrêt puissant, massif, brutal, à notre économie, une transformation puissante, massive et brutale à nos habitudes collectives de vie et fait courir un risque d'un impact puissant, massif et brutal sur les structures collectives pas seulement nationales, mais aussi européennes, internationales qui nous ont toujours accompagnés dans notre vie de femme et d'homme ».

Le vendredi 20, en fin d'après-midi, la Présidente de la Commission européenne, Ursula van der Leyen déclare : « aujourd'hui, et c'est nouveau et n'a jamais été fait auparavant, nous déclenchons la clause dérogatoire générale ». Cela signifie clairement que Bruxelles suspend les règles budgétaires concernant le déficit et la dette publics ; cela autorise donc les États membres à mobiliser toutes leurs forces budgétaires et fiscales sans avoir à respecter les limites dictées par le PSC.

Soulignons que la clause dérogatoire générale (de suspension) va beaucoup plus loin que la clause de circonstance exceptionnelle : alors qu'avec la seconde les États doivent justifier leurs dépenses, ce n'est pas le cas avec la première ; autrement dit ils ont une entière liberté de manœuvre budgétaire.

Il s'agit bien d'une décision historique, tout autant que l'a été celle prise par la BCE l'avant-veille.

Avec ces deux tirs puissants de « bazooka », on peut espérer que la crise économique déclenchée par la crise sanitaire pourra être contenue. En tous les cas, les décisions de la BCE et de la Commission démontrent la détermination des responsables de l'Europe économique et monétaire à mettre tout en œuvre pour cela.

Notons aussi que la conjonction de ces deux « bazookas » revient à la solution de la « monnaie hélicoptère » (ou drone) dont on parle plus haut (en date du 16) puisque les mesures budgétaires prises par les États sont ciblées et que de son côté la BCE met en place un dispositif (le PEPP) qui lui donne toute la flexibilité nécessaire en matière de répartition des dettes publiques qu'elle achète, d'où une monétisation des déficits publics : il y a bien en définitive une création monétaire ciblée et irréversible.

Il faut surtout souligner que le « bazooka » utilisé par la BCE peut avoir une portée considérable : comme la BCE va créer de la monnaie sans limite en achetant une partie des dettes publiques des États membres (elle en a actuellement le quart !), l'annulation de ces dettes comptabilisées à l'actif de la BCE en contrepartie de la monnaie qu'elle a créée, notée à son passif, devient possible au travers d'une seule écriture comptable ! Cette réflexion relativise complètement le poids des dettes que les États vont forcément accumuler à l'occasion de la crise du coronavirus Covid-19. Mais il y a deux conditions à l'adoption de cette solution élégante et attrayante : il faut que la BCE accepte une telle solution hétérodoxe et que le taux de change de l'euro n'en supporte pas des conséquences trop négatives. Une solution intermédiaire serait de monétiser seulement les dettes directement liées au traitement de la crise actuelle.

Le samedi 21, publication par « Alternatives économiques » d'un entretien accordé par Alain Supiot, professeur émérite au Collège de France, titulaire de la chaire « État social et mondialisation, analyse juridique des solidarités ». Vu l'importance et la pertinence du propos, on s'autorise à en citer de longs extraits, tout en recommandant fortement la lecture intégrale :

« (...) Depuis les temps modernes, c'est l'État qui occupe cette position verticale et est garant de cette part d'incalculable, qu'il s'agisse de l'identité et la sécurité des personnes, de la succession des générations ou de la préservation de la paix civile et des milieux vitaux. Cette garantie est indispensable pour que puisse se déployer librement le plan horizontal des échanges entre les individus, et notamment les échanges marchands. Or c'est le renversement de cet ordre juridique et institutionnel qui caractérise la pensée néolibérale. Reposant sur la foi en un "ordre spontané du marché", appelé à régir à l'échelle du globe, ce que Friedrich Hayek a nommé la "Grande société", le néolibéralisme place le droit et l'État eux-mêmes sous l'égide des calculs d'utilité économique, et promeut ainsi un monde plat, purgé de toute verticalité institutionnelle et de toute solidarité organisée. Nouvel avatar des expériences totalitaires du XX^e siècle, la globalisation est un processus d'avènement d'un Marché total, qui réduit l'humanité à une poussière de particules contractantes mues par leur seul intérêt individuel, et les États à des instruments de mise en œuvre des "lois naturelles" révélées par la science économique, au premier rang desquelles l'appropriation privative de la terre et de ses ressources. La dimension religieuse de cette croyance a été très tôt aperçue par Karl Polanyi (...). Le propre de la ferveur religieuse est d'être imperméable aux critiques, aussi modérées et rationnelles soient-elles. Seul le choc avec le réel peut réveiller d'un sommeil dogmatique. (...) L'État social, dont on redécouvre les vertus à la faveur de l'épidémie actuelle, repose sur trois piliers qui ont en effet été méthodiquement sapés par quarante ans de politiques néolibérales. Le premier de ces piliers est le droit du travail, né au XIX^e siècle avec les premières lois visant, déjà, à faire face aux effets mortifères de l'essor du capitalisme industriel sur la santé physique des populations européennes. (...) Le deuxième pilier est la Sécurité sociale, dont l'invention a répondu à la même nécessité de protéger la vie humaine des effets délétères de sa soumission à la sphère marchande. (...) Enfin, le troisième pilier de l'État social est la notion de service public, selon laquelle un certain nombre de biens et de services, santé, enseignement, poste, énergie, transports... doivent être mis à disposition de l'ensemble des citoyens dans des conditions d'égalité, de continuité et d'accessibilité. (...) En France, ces piliers ont été dotés d'une base juridique constitutionnelle à la fin de la Seconde Guerre mondiale et c'est pourquoi, contrairement par exemple aux réformes du *New Deal* américain, aucun d'eux n'a pu à ce jour être renversé. Mais conformément au mot d'ordre néolibéral appelant à "défaire méthodiquement le programme du Conseil national de la Résistance", chacun d'eux a fait l'objet d'un travail de sape, qui s'est beaucoup accéléré sous la présidence d'Emmanuel Macron. (...) Le droit européen est devenu un instrument de mise en conformité des

législations nationales aux doctrines néolibérales, qui voient dans l'État social, non pas une condition de bon fonctionnement, mais au contraire une entrave à l'ordre du marché et aux libertés économiques. Ainsi que l'a observé Fritz Scharpf dès la fin du XX^e siècle, le droit de l'Union est ainsi capable d'éroder les systèmes de solidarité édités démocratiquement au plan national, mais incapable de leur substituer des solidarités européennes. Les réponses purement nationales à l'actuelle pandémie sont une manifestation de plus de cette incapacité, déjà évidente lors des crises financières, monétaires et migratoires qui ont émaillé ces dix dernières années. La seule solidarité qu'ait réussi à organiser l'UE est celle des contribuables pour sauver les banques de la faillite. Loin de l'Europe des patries voulue par De Gaulle, ou de l'union politique que Jean Monnet et Robert Schuman pensaient pouvoir instaurer par le détour du Marché commun, l'Union européenne a réalisé le rêve néolibéral décrit dès 1939 par Friedrich Hayek, d'une fédération d'États, capable de faire régner la concurrence libre et non faussée, car placée à l'abri des revendications démocratiques de justice sociale et de solidarité. On peut douter toutefois de la viabilité à long terme de cette créature institutionnelle sans tête politique et sans base démocratique. (...) ».

Dans la même édition d'Alternatives économiques, est publiée une chronique de Lucile Schmid, vice-présidente de la « Fabrique de l'écologie », intitulée « Plus rien ne sera comme avant », dans laquelle on peut lire :

« Nous – à titre individuel, et en tant que société – n'agirons et ne raisonnerons plus jamais comme avant. Trois changements de perspective s'imposent d'ores et déjà.

La première concerne la mondialisation. (...) La crise sanitaire ne remet pas en cause la mondialisation, elle la dévoile, la rend plus concrète, plus humaine et plus complexe à la fois. Elle illustre la nécessité de prendre en compte l'ensemble de ses dimensions culturelles, politiques et économiques. Reconnaître l'imbrication entre les sociétés implique d'en définir le cadre. Comment créer les règles et les institutions nécessaires à cette société internationale dont la pandémie a révélé l'existence ?

Par ailleurs, de nouvelles tensions sont apparues pour les démocraties. Certains s'extasient de l'efficacité chinoise, oubliant le déni initial. Et que dire de ce qui se passe en Iran, troisième pays le plus touché, (...). L'aveuglement des dictatures est démontré. Mais dans le même temps, les démocraties doivent prendre des mesures autoritaires. Le débat sur l'équilibre entre sécurité et libertés trouve dans cette pandémie une actualité nouvelle. (...)

Troisième enjeu, enfin : une nouvelle approche des sciences s'impose. La crise sanitaire a remis sur le devant de la scène l'importance des faits scientifiques pour préserver un avenir à l'humanité. (...) Pour autant, demander à des scientifiques, si compétents soient-ils, s'il faut tenir les élections municipales, interroge : n'est-ce pas là une décision qui appartient *stricto sensu* à l'exécutif ? (...) ».

Dans l'édition du Monde de ce samedi 21, les articles des économistes X. Ragot et J.-É. Hyafil se prononcent tous les deux clairement pour une utilisation puissante de l'arme budgétaire de façon à contrecarrer les effets récessifs de la crise sanitaire. Dans son article, J.-É Hyafil développe une argumentation très pertinente :

« (...) Il est nécessaire de laisser s'accroître la dépense publique et d'accepter que le déficit public se creuse pour faire face à la crise sanitaire. Nous parlons ici d'envisager la possibilité que le déficit public puisse atteindre 15 %, 25 % du PIB, ou même plus. Pour comprendre que cela est possible dans un contexte de rétrécissement de l'activité marchande, il faut sortir du mode de pensée néoclassique suivant lequel c'est l'activité marchande qui permet de financer la dépense publique et rentrer dans le mode de pensée keynésien suivant lequel, en situation de récession, c'est au contraire la dépense publique excédentaire qui permet la survie de l'activité marchande. (...) Il est peut-être temps de reconsidérer le financement des déficits publics et de les soustraire à l'arbitrage des marchés financiers. Les économistes "néo-chartalistes" [s'inspirant du "chartalisme", de l'économiste allemand Georg Friedrich Knapp (1842-1926)] et les partisans de la théorie monétaire moderne (Modern Monetary Theory) réfléchissent, à la suite des travaux de l'économiste américain Larry Randall Wray, à la proposition de financer tout ou partie de la dépense publique directement par création monétaire. En d'autres termes, ce serait la Banque centrale européenne (BCE) qui financerait directement le déficit public des États membres, voire même de l'Union européenne, si les traités européens l'y autorisaient. Certes, le financement monétaire de la dépense publique s'est déjà fait durant l'entre-deux-guerres, et cela a eu les effets inflationnistes qu'a connus l'Allemagne. C'est d'ailleurs pour empêcher aux États de trop faire tourner la planche à billets que l'on a rendu les banques centrales indépendantes à leur égard. En effet, il ne faut pas abuser du procédé, qui ne peut remplacer l'impôt à long terme. Pour autant, financer par la création monétaire une partie du déficit public sera indispensable à court terme pour sortir de cette crise sanitaire et économique. Et une fois la relance économique réussie, l'État pourra récupérer les fruits de cette impulsion monétaire initiale

sous la forme de recettes fiscales accrues. Quoi qu'il en soit, l'injection de liquidités nouvelles pour relancer l'économie sera bien plus efficace si elle transite par la dépense publique plutôt que par les banques commerciales. (...) ».

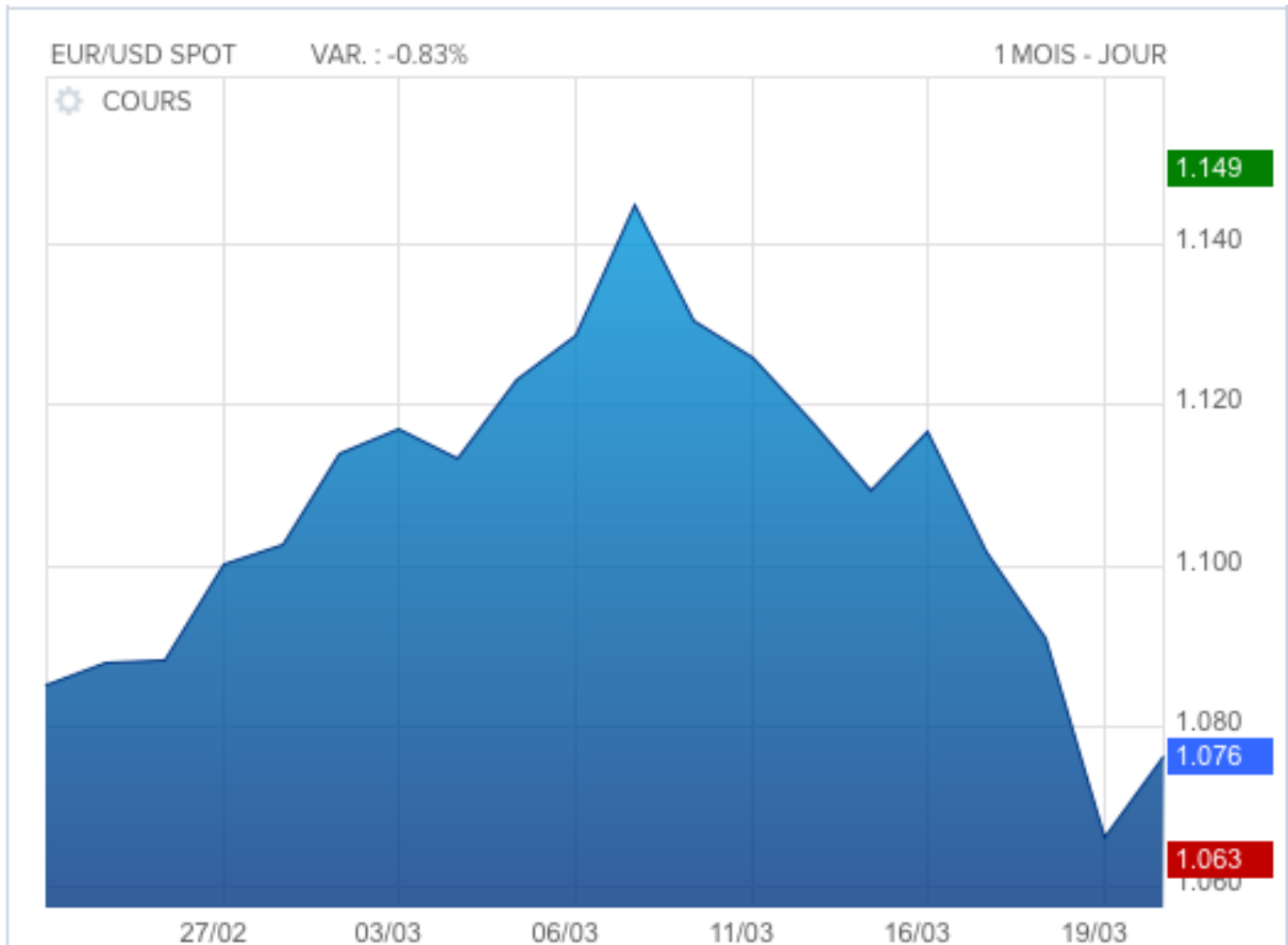
Dans le même numéro du Monde, l'article de l'historien Hubert Bonin est particulièrement bienvenu : non seulement, il défend la même position que les deux économistes en faveur d'un fort interventionnisme étatique mais aussi il établit un instructif parallèle entre la situation actuelle et la situation que notre pays a connue avec le début de la guerre de 1914. Citons en quelques extraits :

« (...) S'invente alors un modèle d'économie mixte, celui de la "mobilisation industrielle", en rupture avec le système économique libéral et décentralisé qui régnait jusqu'alors. Les manufactures et arsenaux publics, les flux de commandes classiques au secteur privé, ne suffisent plus à fournir les munitions et les équipements nécessaires. Il s'agit désormais, au nom de l'urgence nationale face à la menace allemande, de mettre en place un processus rigoureux de coordination de la production, de contrôle des entreprises, des travailleurs et du financement. Entre septembre 1914 et l'été 1915 prend corps une "économie organisée", en improvisant au son du canon, non sans atermoiements et ajustements incessants. (...) La finance se trouve elle aussi mobilisée par cette économie administrée. Au début, seul le budget de l'État est mis à contribution, sous contrôle du Parlement, mais les banques multiplient les crédits d'escompte aux entreprises, et bénéficient d'un énorme réescompte auprès d'une Banque de France ainsi engagée dans un vaste circuit de refinancement. Dès septembre 1914 sont lancés les bons de la défense nationale souscrits par les épargnants ; puis, en février 1915, est conçu un premier grand emprunt national, mis en place en novembre. Et des syndicats bancaires sont montés pour lancer des emprunts à long terme aux États-Unis. (...) De cette expérience d'économie mixte naîtront, alors que les entreprises exigent le retour au *business as usual* dès l'armistice signé, des groupes de hauts fonctionnaires, d'industriels et d'économistes convaincus de l'efficacité d'un tel système, mais qui ne pourront traduire leurs idées dans une réalité durable qu'à la "faveur" d'autres crises : la Grande Dépression des années 1930 et la reconstruction d'après 1945 ».

Souhaitons que les décideurs d'aujourd'hui tiennent le plus vite possible de ces leçons de l'Histoire !

Notons que ces derniers jours l'euro a été fort chahuté sur le marché des changes, atteignant presque la parité le jeudi 19 :

L'EURO



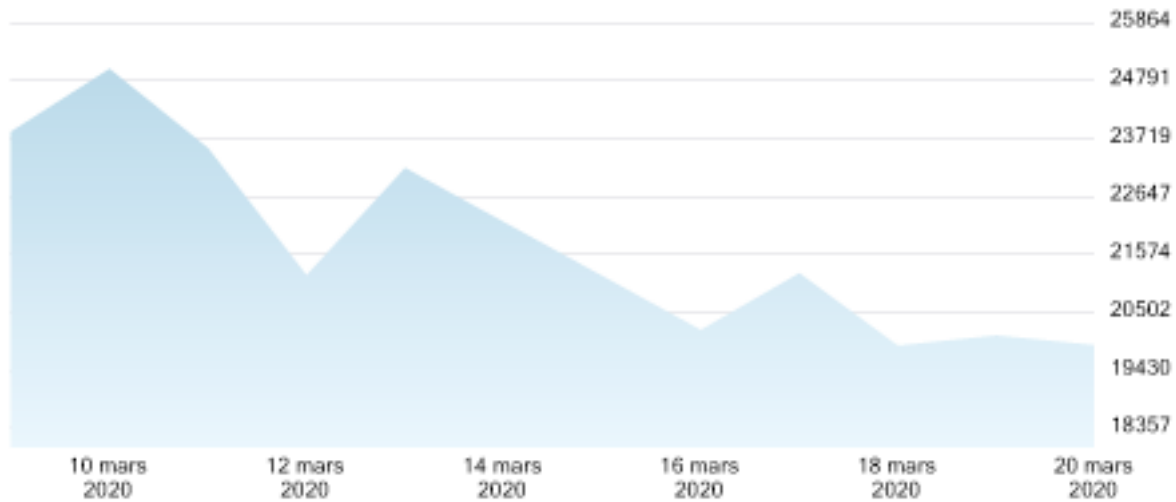
Source : Boursorama.

Cette crise de change accompagne la crise boursière qui se poursuit :

CAC 40 :

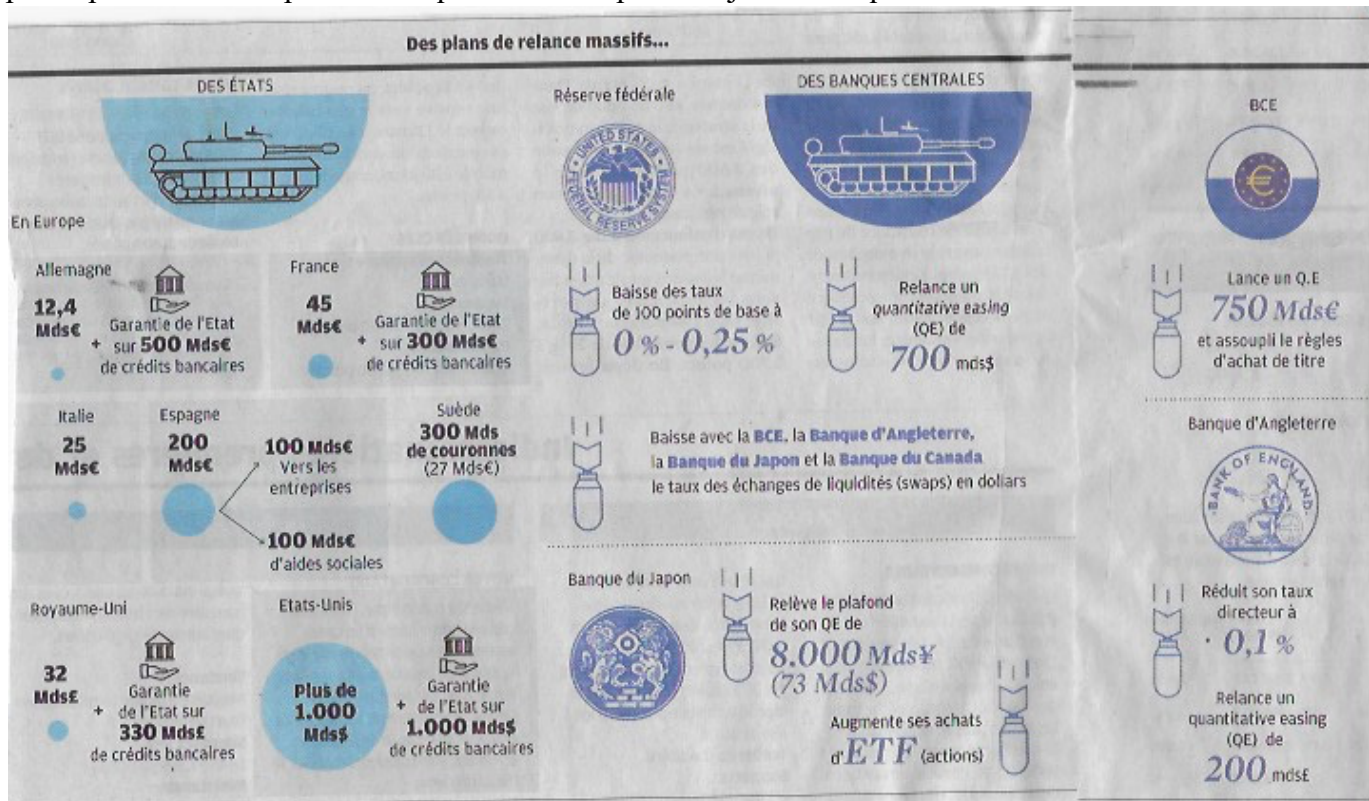


Dow Jones :



Source : Boursier.com

Le journal Investir publie ce samedi 21, le schéma suivant qui dresse un bon panorama des mesures prises par les États et par les Banques centrales pour conjurer le risque de récession mondiale :



Comme personne ne peut prédire ni l'ampleur ni la durée que peut avoir cette situation sanitaire-économique catastrophique, deux questions se posent inévitablement : la première est de savoir si la récession ne va pas se transformer en dépression et la seconde est de savoir comment pourra être gérée la dette mondiale qui, certes, permet d'éviter peut-être le pire, mais qui aussi ne cesse de gonfler et de prendre une dimension totalement inédite. Pour la zone euro plus spécifiquement, la question, subséquente à la précédente, est que, si aucune mutualisation des dettes n'est malheureusement envisageable entre les États membres, faute de consensus, il faut au moins que la BCE fasse tout pour éviter qu'il y ait une ouverture des spreads de taux d'intérêt des pays périphériques ; c'est à cette condition que l'on évitera une crise de la zone euro de l'ampleur de celle que l'on a connu à partir de 2010, suite à la crise des subprimes de 2007-2008.

Si on était pessimiste, l'augmentation du spread de l'Italie pourrait nous faire vraiment craindre le pire avec la sortie de l'Italie de la zone euro et donc une dislocation complète de la zone euro. Si on est optimiste, on peut supposer que les politiques expansives de la BCE et des États et que l'excès d'épargne généralisé réduisent le risque de voir de toute façon s'ouvrir les spreads.

En tous les cas, le ministre de l'économie et des finances français Bruno Le Maire pose bien l'enjeu existentiel qui se joue en ce moment, quand il affirme, à la veille de la réunion de l'Eurogroupe du mardi 24, qui, par définition, va être cruciale : « Ce qui est en jeu, c'est l'avenir de la zone euro et donc l'avenir de la construction européenne. Soit nous sommes capables de faire face et la zone euro résistera à cette crise, soit il y a un défaut de solidarité, le chacun pour soi l'emporte, et non seulement la zone euro disparaîtra mais c'est le projet politique européen qui disparaîtra également ».

Une expression parmi d'autres de l'anticipation des conséquences économiques catastrophiques de la crise sanitaire est la chute brutale et forte de l'indice PMI composite du cabinet IHS Markit, qui est passé de 51,6 en février à 31,4 en mars, soit son plus bas niveau depuis qu'il existe. À cette chute correspondrait un recul du PIB d'environ 3 points.

Le mardi 24, à 21h45, le président de l'eurogroupe Mario Centeno fait la déclaration suivante :

« Nous venons de terminer une vidéoconférence de l'Eurogroupe avec la participation des ministres des finances des pays non membres de la zone euro. Toute notre énergie et notre concentration sont sur des initiatives pour faire face à la crise économique causée par l'épidémie de coronavirus.

Permettez-moi de commencer par exprimer à nouveau ma profonde sympathie et ma solidarité aux citoyens et aux familles touchés par cette crise. Il s'agit d'une tragédie humaine dévastatrice et nous sommes tous touchés. Nous nous sommes rencontrés il y a seulement une semaine. Et quelle différence en une semaine dans le contexte de cette crise ! Dans les retombées économiques mais aussi dans l'audace de notre réponse politique. Au cours de ces huit derniers jours, l'épidémie a pesé davantage sur nos citoyens, nos entreprises et, de manière générale, sur nos économies. Dans le même temps, les gouvernements et les institutions de l'UE ont pris des mesures décisives.

Aujourd'hui, nous avons fait le point sur toutes les mesures déjà prises ainsi que sur les initiatives qui sont explorées entre les institutions. L'objectif est de préparer la réunion des dirigeants jeudi où des décisions sont attendues.

Premièrement, il y a une nette augmentation de notre réponse budgétaire. En une seule semaine, le montant total des mesures fiscales au niveau national a doublé et est désormais estimé à 2% du PIB. Les régimes de soutien à la liquidité pour les entreprises et les travailleurs sont passés de 10% à plus de 13% du PIB.

Deuxièmement, des mesures coordonnées au niveau européen sont en cours de déploiement, complétant les efforts nationaux. Des progrès importants ont été accomplis depuis notre dernière réunion.

Pour assurer la flexibilité requise dans notre budget, la Commission a activé la clause de dérogation générale de nos règles budgétaires.

Les décisions prises par la BCE la semaine dernière ont fourni un élément de réconfort important et nous les avons saluées à l'unanimité.

Nous avons également salué le cadre temporaire de la Commission en matière d'aides d'État, qui contribue à nos efforts pour fournir un soutien public à nos entreprises, tout en préservant des conditions de concurrence équitables dans le marché unique.

La Corona Response Investment Initiative contribuera à soutenir les systèmes de santé, les PME et le marché du travail, en mettant à disposition des ressources des fonds structurels pour relever les défis auxquels nous sommes confrontés aujourd'hui. Un travail législatif accéléré est en cours pour rendre cette initiative opérationnelle.

La proposition de la BEI d'une garantie paneuropéenne de 25 milliards d'euros, annoncée par le président Hoyer, qui représentera 200 milliards d'euros supplémentaires en faveur des PME, des entreprises de taille intermédiaire et des entreprises qui luttent pour faire face aux retombées du virus.

Troisièmement, nous avons entamé un débat sur des formes supplémentaires de soutien pour renforcer la gestion des crises et préparer le terrain pour la reprise économique.

Nous nous engageons à explorer toutes les possibilités nécessaires pour aider nos économies à traverser ces moments difficiles. Cela implique toutes nos institutions. Cette discussion ne fait que commencer et plus de travail est nécessaire pour franchir la ligne d'arrivée.

Le défi auquel nos économies sont confrontées aujourd'hui ne ressemble en rien à la crise précédente. Il s'agit d'un choc externe symétrique. Les considérations de risque moral ne se justifient pas ici. Nous devons garder cela à l'esprit lorsque nous considérons des instruments dédiés aux coronavirus. Cela est particulièrement vrai pour tous les instruments du MES mis en place lors de la dernière crise.

L'EURO

Nous attendons avec impatience d'autres initiatives, notamment de la part de la Commission européenne, qui devrait présenter sa proposition d'assurance-chômage.

Nos discussions sont plus avancées sur le travail à faire sur le MES car nous pouvons nous appuyer sur le cadre solide déjà en place. Il existe un large soutien pour envisager une sauvegarde de soutien en cas de crise pandémique basée sur un instrument de précaution du MES existant, tel que la ligne de crédit pour conditions renforcées (ECCL). Cela fournirait une ligne de défense supplémentaire pour l'euro et servirait d'assurance pour nous protéger contre cette crise en cours.

Les caractéristiques de cet instrument devraient être cohérentes avec la nature externe et symétrique du choc COVID-19. Cela est également vrai pour toute conditionnalité attachée. À court terme, il sera ciblé sur la réponse aux coronavirus et à plus long terme, les pays devraient retrouver la stabilité.

Cet instrument serait disponible pour tous les pays et à appliquer individuellement. La taille de l'instrument disponible pourrait être de l'ordre de 2% du PIB des membres, à titre de référence. Bien qu'il existe un large soutien parmi les membres autour de ces fonctionnalités, plus de travail est nécessaire sur les détails.

Cette discussion correspond au mandat des dirigeants d'explorer les options parmi les institutions pour une réponse coordonnée de l'UE. Cela me permettra de faire rapport aux dirigeants jeudi. Nous attendons avec intérêt leurs conseils et sommes prêts à mettre en œuvre leur décision peu de temps après.

Collectivement, nous continuerons à faire tout ce qui est à notre portée, au-delà, pour soutenir nos citoyens et notre économie ».

De son côté, le commissaire européen à l'économie Paolo Gentiloni estime qu'« un plan de reconstruction européen doit être mis en place et la coordination que nous montrons le rend possible. (...) Les "coronabonds" font partie des options sur la table. À nous de continuer et de trouver un consensus ». Mais le ministre allemand de l'économie Peter Altmaier considère que la question d'une obligation paneuropéenne est un « débat fantôme » ...

Concernant le MES, il faut souhaiter qu'il y ait consensus entre les États membres pour en prévoir une modification au moins temporaire de ses statuts car dans la situation actuelle les prêts ne peuvent être accordés par le MES qu'à la condition que le pays récipiendaire s'engage à mener les réformes nécessaires pour restaurer ses finances publiques, ce qui, par définition, est actuellement inenvisageable.

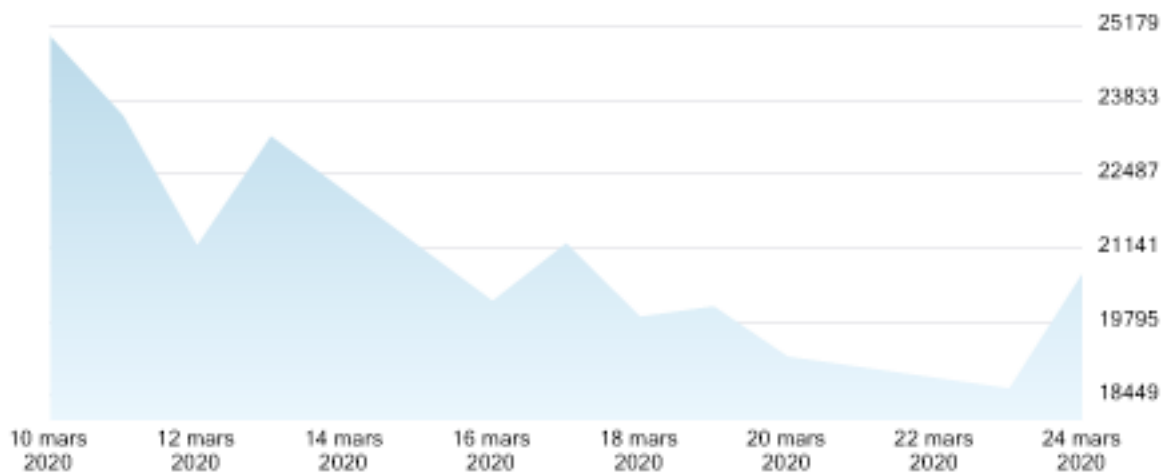
Dans la même journée de mardi 24, aux États-Unis, le Président Trump annonce un plan de relance massif de 2000 milliards de dollars pour empêcher l'économie américaine de sombrer et appelle le Congrès à « agir immédiatement ». Mais les discussions au Congrès s'annoncent assez difficiles ; un accord sera malgré tout obtenu le lendemain, le mercredi 25. En attendant, le pays est en passe de devenir l'épicentre de l'épidémie...

Rassurés par les différentes annonces de plans de relance faites de part et d'autre de l'Atlantique, les marchés financiers se redressent vivement, au moins pour un temps :

CAC 40 :



Dow Jones :



Source : Boursier.com

Cet indice américain a ainsi bondi ce mardi de 11,37% qui est sa plus forte progression sur une séance depuis 1933 !

Le mardi 24, le pouvoir exécutif français met en place un second conseil scientifique, le « Comité analyse recherche et expertise » - CARE. Alors que le Conseil scientifique a pour mission de conseiller le gouvernement sur les mesures à prendre pour lutter contre le coronavirus, spécialement en ce qui concerne sa propagation, le CARE a pour but de statuer sur les thérapeutiques qui peuvent être envisagées. On comprend que la polémique sur l'hydroxychloroquine a joué un rôle important... Comme l'écrira le professeur de droit public Alexandre Viala dans l'édition du Monde du 31 mars, « (...) Une batterie d'experts issus du monde médical intervient désormais au sein des plus hautes sphères de l'État. Est-ce à dire que la science a pris le pouvoir au risque d'infléchir nos institutions démocratiques et de les faire évoluer, à la faveur de cette crise, vers une forme de despotisme éclairé que les Anglo-Saxons appellent l'épistocratie (étymologiquement : "pouvoir des savants") ? (...) Certes, il existe depuis longtemps, en amont des décisions politiques, de nombreux comités d'experts qui gravitent autour du pouvoir en temps normal, et ce dans de multiples domaines, qu'ils soient juridique, économique ou climatologique. Mais la présente crise projette une lumière crue sur cette association entre le savoir et le pouvoir qui attribue à la raison du savant, normalement mobilisée pour connaître ce qui est, l'aptitude à nous dire objectivement ce qui doit être. Le préjudice que cet attelage baroque pourrait porter à la démocratie est évident : en prenant des décisions sous la dictée des scientifiques, l'exécutif dissimule la dimension prescriptive de sa démarche derrière la bannière d'un savoir réputé neutre. Un choix normatif, par définition ni vrai ni faux, est ainsi habillé du manteau de la vérité. (...) ».

Le mercredi 25, les députés allemands votent un plan de soutien d'un montant sans précédent, ce qui fait d'ailleurs volet en éclat le tabou du déficit budgétaire : 1100 milliards d'euros !

Le Président américain signera le 27 le CARES Act, plan massif de sauvetage de l'économie américaine, d'un montant de 2000 milliards de dollars.

Le mercredi 25 également, à la veille du Conseil européen, 9 dirigeants européens (France, Italie, Espagne, Portugal, Slovaquie, Grèce, Irlande, Belgique, Luxembourg) adressent une lettre au président du Conseil européen Charles Michel pour demander la création de « corona-bonds » : « nous devons travailler à un instrument de dette commun émis par une institution européenne pour lever des fonds sur le marché ». Notons que ces 9 pays seront rejoints par 5 autres : l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Slovaquie et Chypre, ce qui fait 14 au total. Mais l'Allemagne y reste opposée : son ministre de l'économie réaffirme que « je ne peux que recommander que nous ne menions pas de débats d'esprit ou idéologiques lors desquels tout le monde ressort sa solution préférée d'il y a 5 ou 10 ans ; je suis donc heureux que cette discussion sur les eurobonds et ce genre de chose n'ait pas eu d'impact trop large ». Notons ici aussi que les Pays-Bas sont sur cette question des euro-bonds, comme sur d'autres qui concernent l'orthodoxie financière, encore plus stricts que l'Allemagne.

Effectivement, lors du Conseil européen exceptionnel du lendemain, le jeudi 26, aucun accord n'est obtenu.

Voici, in extenso, la déclaration commune des membres du Conseil européen :

L'EURO

« La pandémie de COVID-19 constitue un défi sans précédent pour l'Europe et l'ensemble de la planète. Elle appelle des mesures urgentes, résolues et globales aux niveaux européen, national, régional et local. Nous ferons tout ce qui est nécessaire pour protéger nos citoyens et surmonter la crise, tout en préservant nos valeurs et notre mode de vie européens.

Nous sommes conscients du fardeau que ces mesures font peser sur tous nos citoyens et saluons leur sens des responsabilités. Nous exprimons notre plus profonde sympathie envers les victimes de la pandémie et leurs proches. Nous rendons hommage au dévouement des professionnels de la santé qui sont en première ligne dans la lutte contre l'épidémie, ainsi qu'aux efforts qu'ils déploient sans relâche, et saluons la contribution de celles et ceux qui fournissent des services essentiels à la population.

Nous coopérerons avec la communauté internationale et nos partenaires extérieurs dans la lutte contre la pandémie mondiale.

Nous poursuivrons l'action menée sur la base des cinq axes définis lors de nos vidéoconférences des 10 et 17 mars 2020 et ferons ce qui est nécessaire pour surmonter la crise.

Limiter la propagation du virus

1. Tous les États membres ont pris, sur la base des avis de leurs autorités nationales de santé, des mesures résolues pour endiguer et ralentir la propagation du virus. Ces efforts s'appuient et reposent sur les orientations du Centre européen de prévention et de contrôle des maladies (ECDC), ainsi que sur les recommandations du groupe consultatif sur le COVID-19 mis en place par la Commission. Des orientations supplémentaires seront formulées si nécessaire, et nous continuerons à suivre l'évolution de la situation grâce au dispositif intégré de l'UE pour une réaction au niveau politique dans les situations de crise (IPCR), activé par la présidence croate.
2. Nous avons renforcé le contrôle de nos frontières extérieures en appliquant une restriction temporaire coordonnée des déplacements non essentiels à destination de l'UE. Nous évaluerons la situation en temps utile et déciderons s'il convient ou non de prolonger ces mesures.
3. Là où des contrôles temporaires aux frontières intérieures ont été mis en place, nous veillerons à une gestion harmonieuse des frontières pour les personnes et les marchandises et préserverons le fonctionnement du marché unique, sur la base des orientations de la Commission du 16 mars 2020, conformément au code frontières Schengen et dans le respect des lignes directrices de la Commission relatives à la mise en œuvre des "voies réservées". Nous nous efforcerons, avec l'aide de la Commission, de résoudre de toute urgence les problèmes qui subsistent en ce qui concerne les citoyens de l'UE bloqués aux frontières intérieures de l'UE qui ne peuvent regagner leur pays d'origine ainsi que les travailleurs transfrontaliers et saisonniers qui doivent être en mesure de poursuivre des activités essentielles, tout en évitant que le virus ne se propage davantage. Il en va de même pour la fourniture de marchandises et de services essentiels, qu'elle ait lieu par voie terrestre, maritime ou aérienne. Nous invitons la Commission à rendre compte de la situation avant notre prochaine vidéoconférence.
4. Nous lutterons résolument contre la désinformation au moyen d'une communication transparente, en temps utile et fondée sur des faits en ce qui concerne les mesures que nous prenons et renforcerons ainsi la résilience de nos sociétés. La Commission et le haut représentant seront pleinement associés et rendront compte de nos efforts communs au Conseil.

Mettre à disposition du matériel médical

5. Nous invitons la Commission à poursuivre et à accélérer les efforts qu'elle déploie pour contribuer à assurer la fourniture urgente de matériel médical en quantité suffisante dans l'ensemble de l'UE, ce qui constitue la première des priorités. Il convient que les États membres coopèrent étroitement à cet égard et fournissent, en temps utile, des données fiables à la Commission.
6. La Commission, en coopération avec l'industrie, fournira une vue d'ensemble des stocks, de la production et des importations, et prendra des mesures afin d'améliorer la situation. Elle poursuivra activement ses initiatives en matière de passation conjointe de marchés concernant des équipements de protection individuelle, des ventilateurs et du matériel de dépistage.
Nous invitons la Commission à étudier des moyens d'accélérer les procédures à cet égard. La Commission accroîtra, si nécessaire, le budget initial prévu pour la réserve stratégique de matériel médical, notamment pour les soins intensifs, ainsi que de vaccins et de traitements.
7. L'adoption de la décision relative à l'autorisation d'exportation d'équipements de protection individuelle devrait entraîner la levée totale et effective de toutes les formes d'interdictions ou de restrictions internes.

8. Compte tenu des recommandations de l'OMS, il est urgent d'augmenter les capacités en matière de dépistage, et les États membres rendront compte de la situation à la Commission.

Promouvoir la recherche

9. Nous mettrons tout en œuvre pour soutenir la recherche, coordonner les efforts et rechercher des synergies au sein de la communauté des scientifiques et des chercheurs européens afin d'exploiter pleinement le potentiel de la recherche dans l'ensemble de l'UE. Un montant de 140 millions d'euros a déjà été mobilisé pour financer dix-sept projets, portant notamment sur des vaccins. Nous collaborerons également avec nos principaux partenaires, comme indiqué dans les déclarations récentes du G7 et du G20.
10. Il est urgent de partager les informations scientifiques et de collaborer à la fois au sein de l'UE et au niveau mondial pour ce qui est de relever le défi que représente la mise au point d'un vaccin le plus rapidement possible, et de mettre ce vaccin à la disposition de quiconque en a besoin, sans aucune barrière géographique. Nous accroîtrons et accélérerons notre soutien aux équipes de recherche et aux entreprises européennes à cet égard.
11. Nous saluons les initiatives prises par la Commission, le Conseil européen de l'innovation et le groupe de la Banque européenne d'investissement (BEI) pour apporter un soutien financier au niveau de la réponse clinique et en matière de santé publique dans la lutte contre le COVID-19.

Faire face aux conséquences socioéconomiques

12. Nous sommes pleinement conscients de la gravité des conséquences socioéconomiques qu'entraîne la crise du COVID-19 et nous ferons tout ce qui est nécessaire pour relever ce défi dans un esprit de solidarité.
13. Nous appuyons les mesures résolues prises par la Banque centrale européenne pour assurer des conditions de financement favorables dans tous les pays de la zone euro.
14. Nous prenons acte des progrès accomplis par l'Eurogroupe. À ce stade, nous invitons l'Eurogroupe à nous présenter des propositions dans les deux semaines. Ces propositions devraient tenir compte de la nature sans précédent du choc du COVID-19, qui touche tous nos pays, et notre riposte sera renforcée, en tant que de besoin, par d'autres actions arrêtées de manière inclusive, à la lumière de l'évolution de la situation, en vue de mettre en place une riposte globale.
15. Nos États membres ont pris des mesures de grande ampleur pour soutenir leurs économies et atténuer les problèmes sociaux et en matière d'emploi. Nous ferons usage des instruments de l'UE pour soutenir leur action dans la mesure où cela sera nécessaire.
16. Les États membres ont besoin de flexibilité pour faire tout ce qui est nécessaire. L'encadrement temporaire des mesures d'aide d'État visant à soutenir l'économie dans le contexte actuel de l'épidémie de COVID-19, mis en place par la Commission, constitue une avancée majeure. Il en va de même pour l'utilisation sans précédent de la clause dérogatoire générale prévue dans le pacte de stabilité et de croissance.
17. La proposition de la Commission concernant l'initiative d'investissement en réaction au coronavirus prévoira 37 milliards d'euros d'investissements au titre de la politique de cohésion pour faire face aux conséquences de la crise. Grâce à la modification qu'il est proposé d'apporter au Fonds de solidarité de l'UE, ce dernier pourra également être utilisé dans les situations d'urgence de santé publique telles que l'épidémie de COVID-19. Nous comptons sur une adoption rapide de ces propositions. Nous saluons la volonté de la Commission d'accroître encore la flexibilité et l'effet de levier dans l'utilisation des instruments de l'UE.
18. Nous saluons également la contribution apportée par le groupe BEI à la mobilisation de ressources destinées à fournir des garanties bancaires aux entreprises européennes et à investir dans celles-ci, en particulier les petites et moyennes entreprises, y compris grâce à l'utilisation du budget de l'UE. Nous invitons les ministres des finances à étudier sans délai les possibilités de renforcer dans l'ensemble la réponse du groupe BEI au coronavirus.
19. Nous nous félicitons des lignes directrices de la Commission sur le filtrage des investissements directs étrangers et invitons les États membres à prendre toutes les mesures nécessaires pour protéger les actifs et technologies stratégiques contre les investissements étrangers susceptibles de menacer des objectifs légitimes de politique publique. Cela contribuera à l'autonomie stratégique de l'UE pendant la crise et ultérieurement.

20. La pandémie de COVID-19 touche les populations et les sociétés du monde entier et aura des effets durables sur l'économie et le commerce mondiaux. L'UE déclare son attachement à la coopération internationale et à des solutions multilatérales pour lutter contre la pandémie et ses conséquences. Elle mettra tout en œuvre pour aider les pays et les communautés à faire face à la crise du COVID-19. Elle mettra également tout en œuvre pour renforcer la viabilité des chaînes de valeur et d'approvisionnement intégrées mondiales afin de les adapter en tant que de besoin et pour atténuer les incidences socioéconomiques négatives de la crise.

Citoyens bloqués dans des pays tiers

21. Nous intensifierons encore nos efforts pour faire en sorte que les citoyens de l'UE bloqués dans des pays tiers qui souhaitent rentrer chez eux puissent le faire, avec le soutien actif du haut représentant et de la Commission. La Commission présentera un addendum aux lignes directrices relatives à la gestion des frontières afin de faciliter les modalités de transit des citoyens de l'UE rapatriés.

22. Un groupe de travail consulaire a été mis en place par le SEAE. Une coordination étroite est assurée avec la Commission et les États membres. Le centre de coordination de la réaction d'urgence (ERCC), géré par la Commission, soutient les efforts actuellement déployés en matière de rapatriement dans le cadre du mécanisme de protection civile de l'Union, qui devrait se voir doter des ressources nécessaires.

L'urgence consiste actuellement à lutter contre la pandémie de coronavirus et ses conséquences immédiates. Nous devrions toutefois commencer à préparer les mesures nécessaires pour revenir à un fonctionnement normal de nos sociétés et de nos économies et à une croissance durable, en intégrant notamment la transition écologique et la transformation numérique, et en tirant tous les enseignements de la crise. Cela passera par une stratégie de sortie coordonnée, un vaste plan de relance et des investissements sans précédent. Nous invitons la présidente de la Commission et le président du Conseil européen, en consultation avec les autres institutions, en particulier la BCE, à commencer à travailler sur une feuille de route accompagnée d'un plan d'action.

Nous devons également tirer toutes les leçons de la crise actuelle et engager une réflexion sur la résilience de nos sociétés face à de tels événements. À cet égard, le temps est venu de mettre en place un système de gestion de crise plus ambitieux et plus large au sein de l'UE. Nous invitons la Commission à formuler des propositions à cet égard ».

Le bilan de ce Conseil européen est effectivement décevant dans la mesure où aucune annonce importante n'est faite. Pour le volet économique, le Conseil se contente de se « féliciter » des mesures déjà prises par la BCE (point 13), par la Commission (points 16, 17 et 19) et par la BEI (point 18). Il prend aussi acte des « progrès accomplis par l'Eurogroupe » (lesquels ??) et renvoie à ce cénacle des ministres des finances de la zone euro le soin de « présenter des propositions dans les deux semaines » ; alors qu'à l'Eurogroupe, comme le dit son président (voir plus haut), « nous attendons avec intérêt leurs conseils et sommes prêts à mettre en œuvre leur décision peu de temps après » ! Autrement dit, le Conseil et l'Eurogroupe se « renvoient la balle » et, de surcroît, on peut se demander pourquoi le Conseil s'adresse plutôt à l'Eurogroupe qu'à l'Écofin, qui, non seulement est officiel mais aussi regroupe l'ensemble des ministres des finances de toute l'UE. Et aucune allusion aux « corona-bonds ». Pourtant, cette solution marquerait un progrès décisif en matière de solidarité budgétaire entre les États membres, laquelle compléterait la solidarité monétaire mise en place par la BCE, ce qui donnerait alors à la zone euro de réelles chances de survie. Mais chacune de ces deux solidarités a sa limite, la limite de la solidarité monétaire est le grossissement du bilan de la BCE qui deviendrait excessif (le bilan de la BCE dépasse les 5000 milliards d'euros et celui de la Fed dépasse les 5000 milliards de dollars) et la limite de la solidarité budgétaire est une demande de coronabonds qui serait moins importante qu'attendu. Enfin, indiquons que si, faute de consensus entre les États membres, la solidarité budgétaire ne peut pas jouer, l'avenir de la zone euro tiendra, comme cela s'est déjà passé, dans la seule solidarité monétaire, c'est-à-dire entre les seules mains de la BCE ; à condition que celle-ci accepte d'en assumer la responsabilité et les risques, et, contrainte supplémentaire, il vaut mieux prévenir que guérir... La chance relative de la zone euro dans cette période de crise aiguë est que la décision historique prise par la BCE le 18 de ce mois permet en quelque sorte de se passer concrètement - mais pour un temps - de coronabonds puisque grâce à les marchés financiers sont rassurés sur l'évolution des spreads ; plus même, on peut estimer qu'un QE quasi permanent rend totalement nulles et non avenues les règles budgétaires auxquelles s'astreignaient tant bien que mal les États de la zone euro (déficit public total < 3% du PIB, déficit public structurel < 0,5% du PIB et taux d'endettement public < 60% du PIB et réduction de l'excès de dette d'1/20^{ème} par an). Cela dit, le manque de solidarité budgétaire en refusant les coronabonds est bien un grave échec politique et un coup d'arrêt à toute velléité fédéraliste ; surtout que la mise en place éventuelle d'eurobonds ne peut pas se faire en un jour : le directeur général du MES, Klaus Regling, dira au Times le 31 mars qu'il faudrait compter au moins 3 ans pour mettre en place l'institution nécessaire. Remarquons enfin que si seule

L'EURO

solidarité européenne est monétaire et donc sous la responsabilité de la BCE, cela n'empêche pas les États membres d'avoir chacun une lourde responsabilité et pas seulement au travers de leurs politiques budgétaires nationales mais également, de façon inattendue, en matière de financement. En effet, comme l'intermédiation financière est actuellement coûteuse (les institutions financières ont des bilans déséquilibrés avec des actifs risqués et des passifs non risqués) et que la désintermédiation n'est pas pour autant possible actuellement puisque les agents à capacité de financement, autrement dit les ménages, ne veulent pas placer leur épargne dans des actifs risqués, il reste en définitive à l'État à porter une partie du risque des emprunteurs, par exemple en accordant sa garantie à certains crédits.

Il apparaît donc que l'Eurogroupe joue un rôle déterminant dans le fonctionnement économique et monétaire de la zone euro. Il est donc utile de rappeler quelques points concernant son statut ; tels que les présente le site « touteurope.eu » :

« (...) l'Eurogroupe a été créé par le Conseil européen en 1997. Sa première réunion s'est tenue le 4 juin 1998 au château de Senningen au Luxembourg. C'est seulement à partir du Conseil européen de Nice (en décembre 2000) que cette assemblée a pris le nom d'"Eurogroupe". Son existence est aujourd'hui inscrite à l'article 137 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) et son rôle est précisé par le protocole 14 du traité. Cette assemblée "informelle" réunit les ministres des Finances des 19 États membres de la zone euro, un représentant de la Banque centrale européenne (BCE) - habituellement le président - et un représentant de la Commission européenne - habituellement le vice-président chargé des Affaires économiques. (...) Les débats relatifs à la coordination des politiques économiques au sein de la zone euro et concernant "les responsabilités spécifiques" que les 19 États membres de l'UEM "partagent en matière de monnaie unique" (protocole 14, TFUE) se déroulent donc la veille du Conseil ECOFIN, lors de la fameuse réunion de l'Eurogroupe à Luxembourg.

Le lendemain, les décisions de l'Eurogroupe sont entérinées par un vote à 19 lors du Conseil ECOFIN. Bien qu'informel puisque des votes ne peuvent y avoir lieu, l'Eurogroupe est néanmoins la vraie instance décisionnaire sur les questions de politiques économique, financière et budgétaire concernant la zone euro. (...) Étant donné que les 19 États membres de la zone euro sont soumis à une politique monétaire unique menée de façon indépendante par la BCE, l'objectif de l'Eurogroupe est de garantir la stabilité et la cohérence des politiques économiques des États membres entre elles et en accord avec la politique monétaire. (...) ».

Concernant l'Ecofin, on lit sur le même site :

« Le Conseil ECOFIN est compétent dans de nombreux domaines tels que la coordination des politiques économiques générales des États membres, la surveillance économique, le contrôle de la politique budgétaire et des finances publiques des États membres, certaines questions relatives à l'euro (cadre juridique, orientations générales de politique de change), les marchés financiers ainsi que les mouvements de capitaux et les relations économiques avec les pays tiers.

En outre, chaque année, le Conseil ECOFIN prépare et arrête, conjointement avec le Parlement européen, le budget de l'Union européenne, qui dépasse les 100 milliards d'euros, mais qui représente seulement 1% du PIB des pays de l'Union. La préparation des réunions du Conseil ECOFIN échoit en premier lieu au Comité économique et financier ainsi qu'au Comité des représentants permanents (COREPER). Chaque État membre est représenté à Bruxelles par une Représentation permanente dirigée par un ambassadeur. Les représentants se réunissent chaque semaine en COREPER pour préparer les travaux du Conseil. Le Conseil ECOFIN est présidé par le ministre de l'Économie et des Finances de l'État membre assurant la Présidence de l'Union européenne pendant six mois. Le Conseil ECOFIN statue principalement à la majorité qualifiée, dans le cadre de la procédure de consultation ou de codécision avec le Parlement européen, sauf pour ce qui est des questions fiscales, qui requièrent l'unanimité. La majorité qualifiée est calculée selon un système de pondération. (...) ».

Quelques heures avant la vidéoconférence du Conseil européen a eu lieu celle de la réunion exceptionnelle du G20. La déclaration finale énonce bien sûr que « nous nous engageons à faire tout ce qu'il faut pour et à utiliser tous les outils politiques disponibles pour minimiser les dommages

économiques et sociaux de la pandémie, rétablir la croissance mondiale, maintenir la stabilité du marché » et annoncent qu'ils vont injecter « plus de 5000 milliards de dollars dans l'économie mondiale, dans le cadre de leurs politiques budgétaires, de mesures économiques et de systèmes de garantie ciblés pour contrer les impacts sociaux, économiques et financiers de la pandémie. (...) Nous nous engageons à continuer de travailler ensemble pour faciliter le commerce international et à coordonner les réponses de manière à éviter toute interférence inutile avec le trafic et le commerce internationaux ». Par ailleurs, il est affirmé que « les mesures d'urgence en matière de protection sanitaire seront ciblées, proportionnées, transparentes et temporaires ».

L'édition du journal Le Monde, datée du samedi 28, me renvoie à la réflexion personnelle que j'ai faite ici en date du 18 mars. En effet, alors que dans le domaine médical on assiste à un violent débat entre experts à propos de l'hydroxychloroquine, deux économistes réputés livrent des analyses complètement différentes de la situation. Nous ne parlons pas de l'article des économistes américains Roman Frydman et Edmund Phelps (prix Nobel d'économie en 2006), par ailleurs fort intéressant sur les nouveaux rôles de l'État, mais des articles écrits par deux économistes français, d'un côté Robert Boyer, tenant de l'école hétérodoxe de la régulation, et de l'autre Pascal Salin, tenant de l'école orthodoxe néoclassique. Conformément au dogme de l'école classique de base, Pascal Salin considère d'une part que c'est la loi de Say (« l'offre crée sa propre demande ») qui gouverne le monde économique, même en ce moment, et que les politiques de relance de la demande actuellement mises en place à coup de milliards d'euros et de dollars sont vouées à l'échec, et d'autre part qu'il convient d'attendre « le moment où l'on pourra retrouver les situations antérieures » ! Le titre de l'article de Robert Boyer, « L'épidémie adresse un redoutable avertissement aux économistes » révèle d'emblée le souci d'ouvrir un débat à la fois épistémologique et pragmatique : « Cette crise inédite adresse un redoutable avertissement aux économistes, qui, dans leur ensemble, ont été aveuglés par les hypothèses de base de leur discipline ». R. Boyer vise en cela à la fois les macroéconomistes, qui raisonnent trop facilement sur « la base de modèles réputés invariants et universels, structurellement stables, seulement perturbés par des chocs venus d'ailleurs », et les microéconomistes qui vouent un véritable culte aux marchés alors que « la déréglementation de tous les marchés, y compris financiers, a entretenu deux illusions », le rôle équilibrant des variations de prix relatifs et la résilience face aux chocs exogènes que permettrait la flexibilité de la finance. Ensuite, R. Boyer rappelle trois fondamentaux de la logique keynésienne. Le premier correspond au théorème de Tinbergen (avoir autant d'instruments de politique économique que d'objectifs poursuivis) et R. Boyer considère qu'on privilégie excessivement la politique de la BCE au détriment de la politique budgétaire et fiscale. Le second amène à rappeler les 3 fonctions de toute politique économique telles que les a définies R. Musgrave en 1959, la fonction d'affectation des ressources, la fonction de stabilisation de la conjoncture et la fonction de répartition des ressources, et R. Boyer considère qu'il n'en faut négliger aucune, surtout à l'heure actuelle. Le troisième est le rôle, crucial aujourd'hui, que joue l'incertitude radicale en économie.

Ces deux articles montrent la dose de dissensus qu'il peut y avoir entre les économistes. En médecine, on a tout autant de « dispute » entre spécialistes. Et dans l'une comme dans l'autre de ces sciences, comme il s'agit bel et bien d'experts, leurs avis sont différents mais ne s'excluent pas forcément mutuellement. Par exemple, il se pourrait que l'hydroxychloroquine soit efficace au début des

symptômes mais qu'elle ne le soit plus quand la maladie est déjà à un stade avancé. De même, Keynes avait raison de dire que, comme « à long terme nous serons tous morts », on ne peut pas attendre, fatalistes et résignés, que le processus d'« équilibration » des marchés ait abouti ; dès que possible, il faut porter remède aux conséquences désastreuses de la situation de crise, et c'est à l'État d'intervenir pour mener les politiques correctrices, en particulier en soutenant la demande par des plans de relance budgétaires ; et les Classiques n'ont pas tort non plus en montrant l'importance des politiques de l'offre et le rôle indéniable des marchés dans l'allocation efficace des ressources et la répartition des revenus. Ajoutons que la crise actuelle apporte également des démentis à un certain nombre de dogmes en management des entreprises comme par exemple la gestion à flux tendus : le principe du « juste-à-temps » (JAT) fait partie de la sacro-sainte règle des « 5 zéros » (o panne, o délai, o papier, o stock et o défaut) et s'explique par le fait que les PME japonaises ont dû, à l'occasion des efforts à faire pour reconstruire l'économie du Japon, adopter une gestion de leurs stocks particulièrement économe, ce qui expliquera la « mode » du toyotisme à partir des années 1960 quand la méthode s'est étendue aux grandes entreprises, à commencer par Toyota. Car, en sciences de gestion comme en sciences économiques et également dans les autres sciences pourtant dites « dures », les recherches suivent souvent des « modes » qui peuvent brider leurs progrès et/ou les amener à des conceptions ostracisantes (j'ai été très heureux d'entendre le Professeur Didier Raoult, lors de l'entretien qu'il a accordé le 1^{er} avril à Radio Classique, insister lui aussi sur l'importance des effets de mode dans les recherches scientifiques). De ce point de vue, heureusement que les modes passent : de même que le taylorisme en son temps, le toyotisme a été fortement critiqué pour être progressivement dépassé et amendé par de nouvelles modes. Au-delà de ces effets de mode, les sciences progressent me semble-t-il sous l'impulsion des hétérodoxies, quand les conceptions hétérodoxes sont récupérées par la théorie « mainstream », en la bousculant, autrement dit quand elles transforment le paradigme jusque-là dominant.

L'historien Joel Mokyr, professeur à l'université de Princeton, prix Balzan pour l'histoire économique en 2015, a publié chez Gallimard en février 2020 un livre consacré à « La culture de la croissance ; les origines de l'économie moderne », dans lequel on lit : « l'irrévérence est une clé du progrès. Et Jean-Luc Godard a dit un jour : « c'est la marge qui tient la page ». La crise actuelle va peut-être renforcer la marge pour que la page puisse contenir un nouveau chapitre.

Tout cela donne des arguments de défense des philosophes sceptiques face aux critiques acerbes du cartésianisme. Dans un article consacré au scepticisme, écrit en 2006 par Sylvia Giocanti, je lis : « non seulement le scepticisme est toujours confronté à une position orthodoxe qui n'est pas la sienne, mais encore il se définit à partir de la contestation de cette orthodoxie ». Dans un livre récent, le regretté André Pessel écrit même que « le scepticisme fait bouger les lignes, il brouille les pistes » ; autrement dit, le scepticisme est subversif ; et en cela, le scepticisme est très porteur de progrès scientifique.

Le vendredi 27, la BCE demande aux banques de la zone euro de ne pas verser de dividendes ni de racheter d'actions propres tant que dure la crise du coronavirus.

Le ministre français de l'économie Bruno Le Maire prend une décision similaire pour les entreprises : « Les entreprises qui demandent l'aide de l'État avec le report de leurs charges fiscales et sociales et qui verseront des dividendes devront rembourser ces aides et elles auront des pénalités. Autre exemple : les entreprises qui veulent bénéficier de la garantie de l'État pour obtenir un prêt. Je refuserai de la donner à celles qui verseront des dividendes. C'est une question de responsabilité et de justice. (...) Si vous n'avez pas de trésorerie pour payer vos impôts et vos charges, vous n'en avez pas non plus pour payer des dividendes. Le capital ne doit pas aller vers les actionnaires mais vers les salariés et l'investissement ».

Le samedi 28, Jacques Delors, président de la Commission européenne pendant 10 ans (1985-1995), et qui a marqué de son empreinte l'Union européenne, sort de sa réserve à 94 ans, suite à l'échec du Conseil européen de l'avant-veille, pour s'alarmer de l'état actuel de l'Europe : « le climat qui semble régner entre les chefs d'État et de gouvernement et le manque de solidarité européenne font courir un danger mortel à l'Union européenne ». Pour lui, avec le virus Covid-19 « le microbe est de retour », celui de division qui mine l'unité de l'UE et plus spécialement de la zone euro.

La veille, l'ancien Président du Conseil italien Enrico Letta avait déclaré : « on voit hélas une nouvelle fois se manifester le clivage historique entre “cigales” et “fourmis”. Ces dernières, autoproclamées vertueuses, accusent les autres de trop dépenser. C'est irresponsable de la part de pays fondateurs comme les Pays-Bas, qui cherchent à remplacer le Royaume-Uni dans un rôle de “Doctor No”, ou de l'Autriche ».

De son côté, le Premier ministre portugais Antonio Costa trouve « répugnantes » les insinuations néerlandaises sur les États « cigales » : bravo l'ambiance !

Le dimanche 29 paraissent deux articles particulièrement importants, en particulier parce qu'ils font complètement écho à la réflexion personnelle que je viens d'exprimer. L'un et l'autre traitent bien sûr de la crise actuelle mais leur intérêt est de proposer des clés de compréhension.

Le premier, dans *Le Monde*, écrit par Léo Coutellec, Maître de conférences en éthique et épistémologie de sciences contemporaines à l'Université de Paris-Saclay, a pour ambition de définir la « fiabilité scientifique ». L'auteur développe son argumentation à propos de l'opposition virulente à laquelle on assiste entre le Professeur Didier Raoult et d'autres experts scientifiques sur le sort à réserver au traitement par la chloroquine, mais son analyse s'applique aussi parfaitement aux débats entre les économistes :

« (...) La fiabilité est la qualité d'une chose digne de confiance, et deux écueils sont à éviter dans la construction de celle-ci. Le premier consiste à vouloir défendre en tout point et en toutes circonstances la pureté de la démarche scientifique habituellement admise. Un tel biais revient à confondre fiabilité et robustesse scientifiques. Cette dernière nous enjoint à respecter un certain nombre de règles épistémiques, notamment dans la conception, la réalisation et l'évaluation des essais cliniques. (...) La conception pragmatique des essais cliniques et de l'administration d'un traitement, défendue notamment par l'équipe de l'Institut hospitalo-universitaire (IHU) Méditerranée Infection, dirigé par Didier Raoult, fait apparaître le deuxième écueil à éviter lorsque l'on cherche à établir la fiabilité scientifique, celui de confondre fiabilité et pertinence. (...) La pertinence, c'est la qualité d'adaptation à un objet dans un rapport intime à celui-ci. La rapidité d'action, l'accessibilité, le faible coût... sont des critères de pertinence. Face à l'urgence, la recherche de pertinence des interventions thérapeutiques est un enjeu vital. Mais si la robustesse ne suffit pas à construire la fiabilité, la pertinence non plus. Sa force est ailleurs, la pertinence est ce qui permet de hiérarchiser des options scientifiques également robustes. Pertinence et robustesse ont partie liée dans la construction de la fiabilité. La robustesse sans pertinence manque la rencontre avec le réel complexe des situations, complexité exacerbée dans la situation actuelle. Elle produit une fiabilité faible, s'enfermant dans le réel toujours trop simple de nos plans expérimentaux bien conçus. Mais la pertinence sans robustesse est tout aussi problématique, elle a la faiblesse des circonstances. (...) Dans de telles circonstances, nous devons plus que jamais construire la fiabilité scientifique comme un curseur entre robustesse et pertinence. (...) Le curseur de la fiabilité est une exigence démocratique qui dépend de deux conditions essentielles. D'une part, le respect du pluralisme scientifique qui implique de ne pas fermer des possibilités en survalorisant ou invisibilisant certaines options en contexte d'incertitude et de

science non stabilisée. D'autre part, l'abandon de l'illusion de la science neutre et pure qui nous empêche de comprendre que le choix d'une option scientifique est aussi un choix de société ».

Le *second article*, écrit par Édgar Morin dans le journal régional « Le Midi Libre » donne l'occasion au grand sociologue-philosophe de donner rapidement sa vision de la situation de crise actuelle. Citons certaines de ses réflexions :

« (...) L'ennemi est dans notre aveuglement, dans notre politique économique. C'est le dogme du néolibéralisme qui consiste à réduire partout le rôle de l'État en pensant que le jeu de la concurrence va créer de la prospérité. Si on ne tire pas les conséquences du caractère fondamentalement erroné de cette politique, je pense qu'on ira vers d'autres types de catastrophe. (...) Une crise peut produire deux choses. Une intelligence créatrice ouvrant un chemin nouveau ou bien une peur régressive tournée vers un sauveur mystificateur, avec le risque de désigner des boucs émissaires. Une crise, c'est une chance ou un danger. Mais tout ce qui renouvelle les consciences a du bon. (...) L'Europe a perdu son âme, son esprit de communauté. Dès le début du virus, chaque pays s'est refermé sur lui. (...) Le drame, c'est que la mondialisation techno-économique a engendré des interdépendances inouïes sans créer de solidarités. Voilà pourquoi il faut repenser la mondialisation. (...) Un des maux de notre société avant le virus était la perte de solidarité. On pensait qu'elle n'existait plus, mais elle était seulement dormante, prête à se réveiller ».

Le mardi 31, la Fed ouvre un nouveau guichet pour les Banques centrales étrangères avec un nouveau dispositif (le FIMA, « Facility for Foreign and International Monetary Authorities), qui doit être un ballon d'oxygène supplémentaire dans le cadre de la crise actuelle. Ce dispositif s'est avéré nécessaire parce que, en 3 semaines (4 au 25 mars), les banques centrales étrangères ont cédé plus de 100 milliards de dollars d'obligations de l'État américain (les « Treasuries »), ce qui représente 2,5% de ces obligations détenues à l'étranger. Cela dénote d'un manque potentiel de dollars sur le plan mondial et, en même temps, il y a un risque à terme d'hémorragie des Treasuries. Voici le communiqué de presse de la Fed :

« La Réserve fédérale a annoncé mardi la mise en place d'un accord de rachat temporaire pour les autorités monétaires étrangères et internationales (FIMA Repo Facility) pour aider à soutenir le bon fonctionnement des marchés financiers, y compris le marché du Trésor américain, et ainsi maintenir l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises des États-Unis. La FIMA Repo Facility permettra aux titulaires de comptes FIMA, qui sont des banques centrales et d'autres autorités monétaires internationales détenant des comptes à la Federal Reserve Bank de New York, de conclure des accords de rachat avec la Réserve fédérale. Dans ces transactions, les titulaires de compte FIMA échangent temporairement leurs titres du Trésor américain détenus auprès de la Réserve fédérale contre des dollars américains, qui peuvent ensuite être mis à la disposition des institutions dans leurs juridictions. Cette facilité devrait aider à soutenir le bon fonctionnement du marché du Trésor américain en fournissant une autre source temporaire de dollars américains autre que la vente de titres sur le marché libre. Il devrait également servir, avec les lignes de swap de liquidité en dollars américains que la Réserve fédérale a établies avec d'autres banques centrales, pour aider à atténuer les tensions sur les marchés mondiaux de financement en dollars américains.

La Réserve fédérale fournit des services bancaires libellés en dollars américains aux titulaires de compte FIMA à l'appui des objectifs de la Réserve fédérale et en reconnaissance du rôle prédominant du dollar américain en tant que monnaie internationale. Le FIMA Repo Facility, qui s'ajoute à la gamme de services fournis par la Réserve fédérale, sera disponible à partir du 6 avril et se poursuivra pendant au moins 6 mois ».

En cette fin de mois de mars, voici quelques graphiques et tableaux instructifs sur les évolutions récentes de certains paramètres économiques :

• *Estimation par l'INSEE, dans son « Point de conjoncture du 26 mars 2020 », de la « perte d'activité liée aux mesures d'endiguement (écart entre l'activité économique estimée pendant la dernière semaine de mars et l'activité d'une semaine "normale" » :*

L'EURO

Branches d'activité	Part dans le PIB (en %)	Hypothèse de perte d'activité par rapport à la normale (en %)	Contribution à la baisse d'activité (en points de PIB)
Agriculture et industries agro-alimentaires	4	- 4	0
Industrie hors agro-alimentaire	12	- 52	- 6
Construction	6	- 89	- 5
Services marchands	56	- 36	-20
Services non marchands	22	-14	-3
Total	100	- 35	- 35

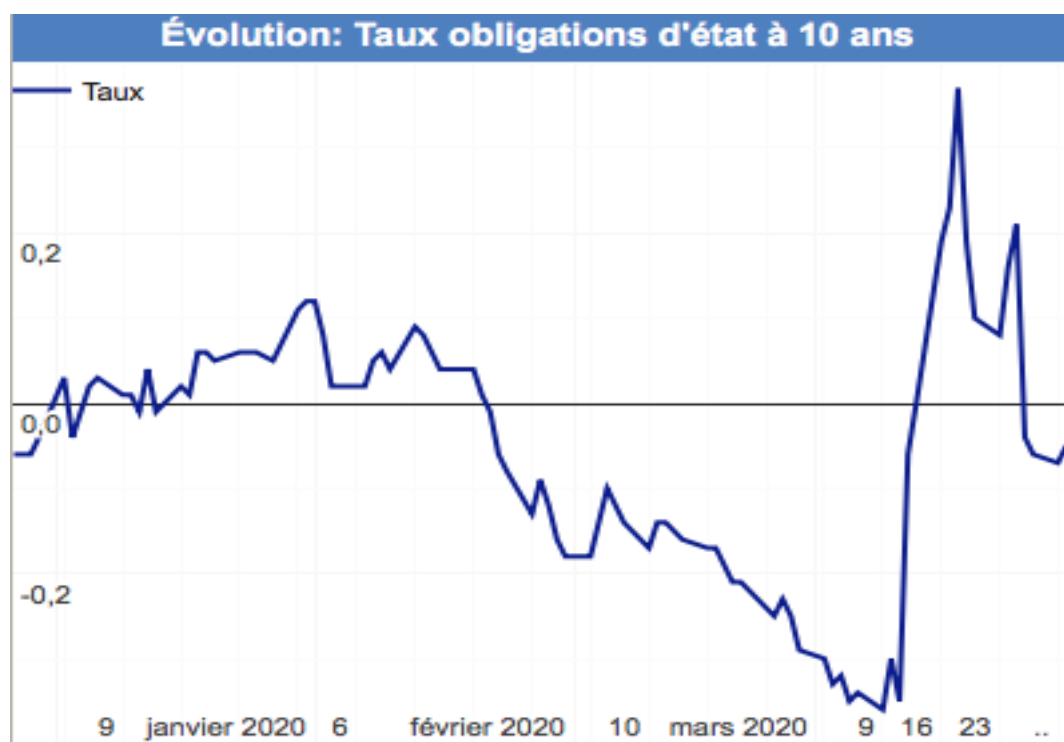
Calculs Insee, à partir de sources diverses

En fonction des calculs de l'INSEE, il faut compter une perte d'environ 3 points de PIB par mois de confinement. Idéalement, l'augmentation du déficit public pour accompagner cette baisse de la croissance devrait être équivalente.

• *Évolution des taux d'obligations d'État à 10 ans dans plusieurs pays :*

Taux obligations d'état à 10 ans					
Pays	Date	Taux	Var.	Var. Mois	Var. Année
France [+]	31/03/2020	-0,04%	0,03	0,26	-0,35
Allemagne [+]	31/03/2020	-0,47%	0,04	0,14	-0,40
Royaume-Uni [+]	31/03/2020	0,39%	0,06	-0,06	-0,61
Espagne [+]	31/03/2020	0,59%	0,01	0,31	-0,52
États-Unis [+]	31/03/2020	0,70%	0,03	-0,47	-1,71
Japon [+]	31/03/2020	0,02%	0,00	0,17	0,11
Italie [+]	31/03/2020	1,44%	-0,03	0,36	-1,07
Portugal [+]	31/03/2020	0,69%	0,01	0,39	-0,56
Grèce [+]	31/03/2020	1,59%	-0,01	0,27	-2,16
Irlande [+]	31/03/2020	0,05%	0,05	0,22	-0,53
Australie [+]	31/03/2020	0,78%	-0,05	0,09	-0,99
Autriche [+]	31/03/2020	-0,02%	0,04	0,37	-0,25
Belgique [+]	31/03/2020	0,03%	0,03	0,26	-0,38
Canada [+]	30/03/2020	0,77%	0,03	-0,36	-0,85
Danemark [+]	25/10/2019	-0,34%	0,02	0,20	-0,69
Finlande [+]	25/10/2019	-0,14%	0,03	0,15	-0,81
Inde [+]	31/03/2020	6,14%	-0,07	-0,23	-1,21
Mexique [+]	30/03/2020	7,54%	0,21	0,48	-0,50
Norvège [+]	31/03/2020	0,91%	0,02	-0,21	-0,72
Nouvelle-Zélande [+]	31/03/2020	1,09%	0,06	0,03	-0,75
Pays-Bas [+]	31/03/2020	-0,22%	0,04	0,26	-0,36
Suède [+]	25/10/2019	-0,04%	0,02	0,26	-0,66
Suisse [+]	31/03/2020	-0,37%	0,04	0,54	0,01

- Évolution du taux des obligations d'État pour la France :



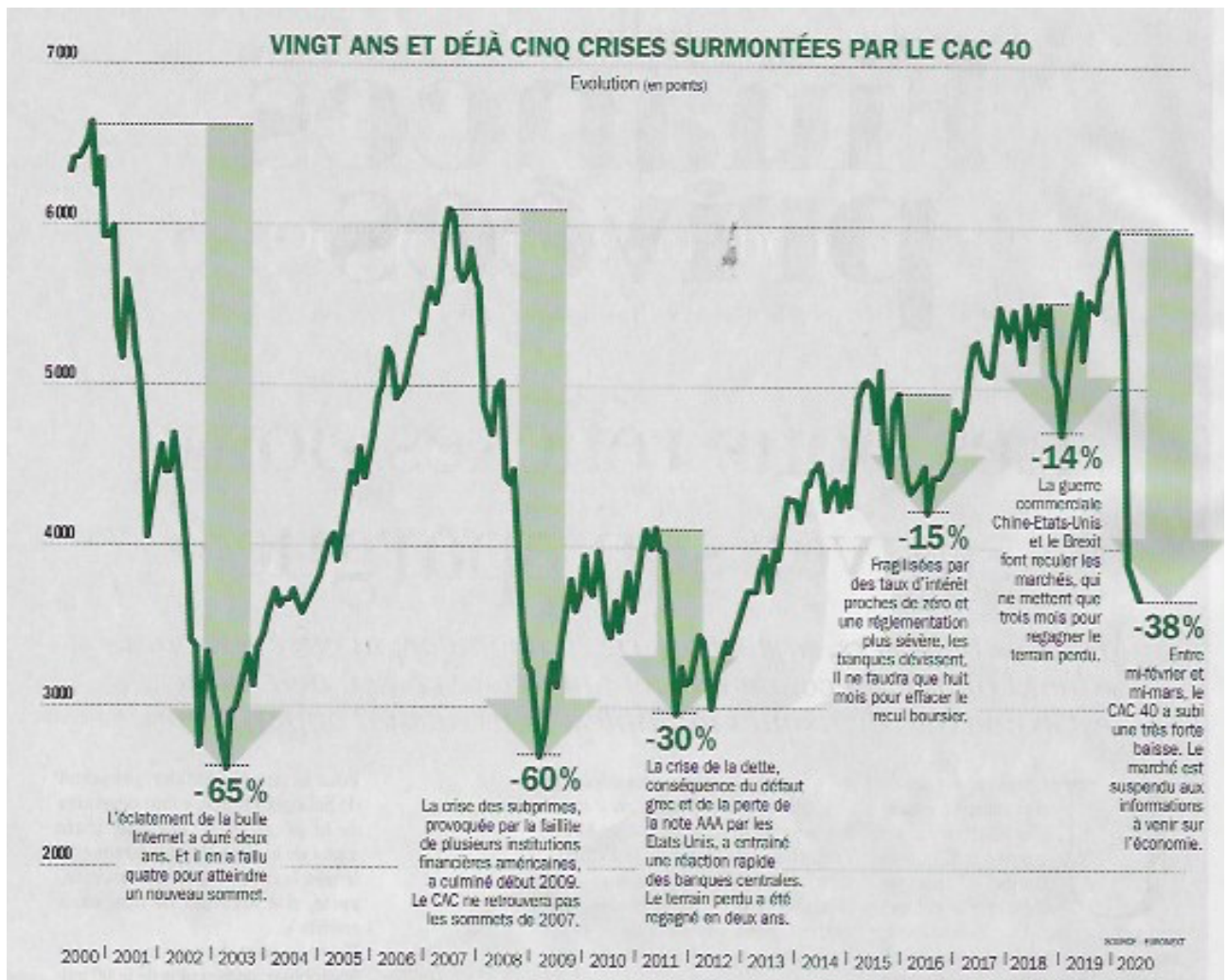
- Évolution des principaux indices boursiers :

Indices boursiers							
	Date	Points	Var.	Var. Hebdomadaire	Var. Mois	Var. Année	Var. cette année
CAC 40 [+]	30/03/2020	4.378,51	0,62%	0,62%	-17,54%	-18,17%	-26,76%
DAX [+]	30/03/2020	9.815,97	1,90%	1,90%	-17,45%	-14,84%	-25,91%
STOXX 50 [+]	30/03/2020	2.765,62	1,35%	1,35%	-16,94%	-17,49%	-26,15%
FTSE 100 [+]	30/03/2020	5.563,74	0,95%	0,95%	-15,45%	-23,57%	-26,23%
IBEX 35 [+]	30/03/2020	6.659,90	-1,74%	-1,74%	-23,65%	-27,93%	-30,26%
DOW [+]	30/03/2020	22.327,48	3,19%	3,19%	-12,13%	-13,89%	-21,76%
NASDAQ [+]	30/03/2020	7.774,15	3,62%	3,62%	-9,26%	0,58%	-13,36%
S&P 500 [+]	30/03/2020	2.626,65	3,35%	3,35%	-11,09%	-7,33%	-18,70%
NIKKEI [+]	31/03/2020	18.917,01	-0,88%	-2,44%	-10,53%	-10,79%	-20,04%

Source pour les 3 schéma et tableaux : countryeconomy.com

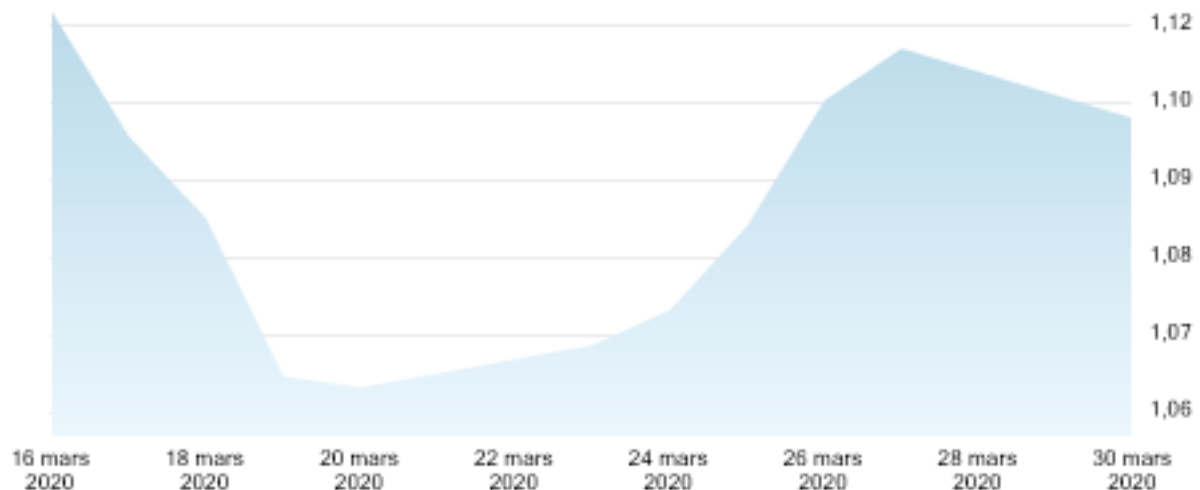
- Évolution sur 20 ans du CAC40 :





Source : Challenges n°648.

• *Évolution du taux de change de l'euro :*



Source : boursier.com

• *Évolution de l'indice PMI Flash Composite IHS Markit pour la zone euro :*

Informations clés :

- L'Indice PMI Flash Composite de l'Activité Globale dans la zone euro⁽¹⁾ chute à 31,4 (51,6 en février). Plus faible niveau historique (depuis juillet 1998).
- L'Indice PMI Flash de l'Activité de Services dans la zone euro⁽²⁾ chute à 28,4 (52,6 en février). Plus faible niveau historique (depuis juillet 1998).
- L'Indice PMI Flash de la Production Manufacturière dans la zone euro⁽⁴⁾ se replie à 39,5 (48,7 en février). Plus bas de 131 mois.
- L'Indice PMI Flash de l'Industrie Manufacturière dans la zone euro⁽³⁾ se replie à 44,8 (49,2 en février). Plus bas de 92 mois.

Données recueillies du 12 au 23 mars. Les fermetures d'entreprises liées à l'épidémie de Covid-19 n'ont pas affecté le taux de réponse obtenu au mois de mars.

La propagation de l'épidémie de Covid-19 a entraîné une baisse sans précédent de l'activité globale de la zone euro en mars, selon les dernières données PMI Flash.

www.christian-b.

Chris Williamson, Chief Business Economist à IHS Markit, commente ainsi les derniers chiffres de l'enquête PMI Flash :

« L'activité globale de la zone euro s'est effondrée en mars, la contraction signalée par les derniers résultats de l'enquête surpassant de loin celle observée au plus fort de la crise financière mondiale. La conjoncture économique s'est très fortement dégradée en France, en Allemagne et dans le reste de la région, les mesures draconiennes adoptées par les différents gouvernements afin d'enrayer la propagation du coronavirus ayant fait chuter l'activité des entreprises.

L'indice PMI flash de mars préfigure une baisse du PIB d'environ 2 % au premier trimestre, et cette forte contraction de l'économie risque de s'accroître dans les mois à venir, lors de la mise en œuvre probable de mesures de plus en plus drastiques, destinées à lutter contre la crise sanitaire actuelle.

La demande de nombreux biens et services s'est écroulée en mars, tandis qu'un allongement quasi-record des délais de livraison des fournisseurs a fait chuter les niveaux de production. Conjuguées aux fermetures d'entreprises, ces tendances paralysent une portion de plus en plus importante de l'économie.

Source : markiteconomics.com

• *Évolution de l'indice PMI Flash IHS Markit pour la France :*

WW

Informations clés :

- L'Indice Flash Composite de l'Activité Globale en France⁽¹⁾ chute à 30,2 (52,0 en février), plus faible niveau historique.
- L'Indice Flash de l'Activité de Services en France⁽²⁾ chute à 29,0 (52,6 en février), plus faible niveau historique.
- L'Indice Flash de la Production Manufacturière en France⁽³⁾ chute à 35,6 (49,0 en février), un plus bas de 132 mois.
- L'Indice PMI Flash de l'Industrie Manufacturière en France⁽⁴⁾ chute à 42,9 (49,7 en février), un plus bas de 86 mois.

Données recueillies du 12 au 23 mars. Les fermetures d'entreprises liées à l'épidémie de Covid-19 n'ont pas affecté le taux de réponse obtenu au mois de mars.

L'activité du secteur privé français a enregistré en mars son plus fort recul depuis le lancement de l'enquête il y a presque vingt-deux ans, de nombreuses entreprises ayant en effet cessé leur activité pour une durée indéterminée en raison de l'épidémie de coronavirus.

Eliot Kerr, économiste à IHS Markit, commente ainsi les derniers chiffres de l'enquête PMI® Flash IHS Markit pour la France :

« Les dernières données PMI ont mis en évidence une très forte dégradation de la conjoncture du secteur privé français, les nombreuses fermetures d'entreprises liées à l'épidémie de coronavirus ayant bouleversé l'économie du pays.

L'enquête effectuée en mars a indiqué une baisse record de l'activité dans le secteur des services tandis que la production manufacturière a enregistré son plus fort repli depuis la crise financière mondiale de 2009. Les derniers résultats composites affichent ainsi un niveau conforme à une contraction annuelle du PIB français de près de 10 %.

Comptant pour l'heure le quatrième plus grand nombre de cas confirmés en Europe, la France a mis en œuvre une série de mesures de grande ampleur afin d'endiguer la propagation du COVID-19, et adopté en parallèle des politiques visant à limiter l'impact économique de ces mesures sanitaires. Les indices PMI publiés dans les prochains mois permettront ainsi d'évaluer la portée et l'efficacité de ces stratégies destinées à préserver l'économie de l'Hexagone. »

Source : markiteconomics.com

- *Évolution de l'indicateur du climat économique, établi par la Commission européenne :*



In March 2020, the Economic Sentiment Indicator (ESI) fell dramatically in both the euro area (-8.9 points down to 94.5) and the EU (-8.2 down to 94.8 points). Also the Employment Expectations Indicator (EEI) plummeted (by 10.9 points to 94.1 in the euro area and by 9.7 points to 94.8 in the EU).

Source : Commission européenne.

Soulignons que la baisse de 8,9 points de l'ESI pour la zone euro est la plus forte enregistrée par cet indicateur depuis sa création en 1985 et que les données à la base de ce calcul datent d'avant les mesures de confinement : il faut donc s'attendre à une aggravation prochaine de la baisse.

Toutes les composantes de l'ESI sont affectées, mais c'est l'ESI concernant le secteur des services (tourisme, restaurants, commerces, etc) qui l'est le plus : 13,3 points de chute, et c'est en Italie que la chute est la plus brutale : 17,6 points (9,8 points en Allemagne, 4,9 points en France et 3,4 points en Espagne).

• Avril 2020 ->

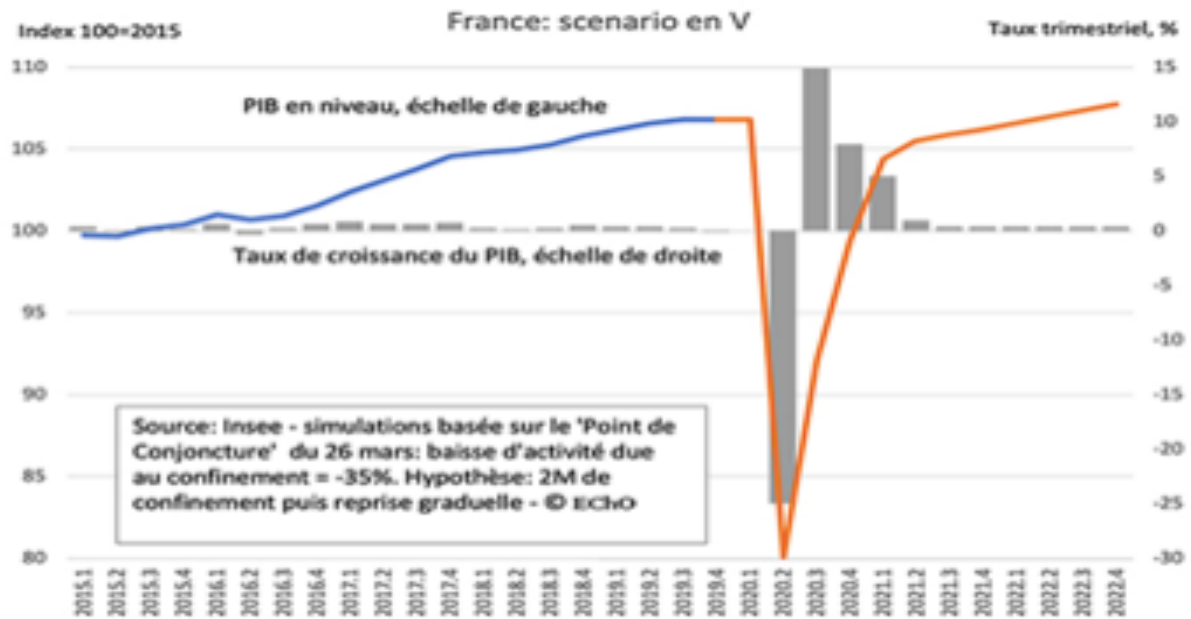
Le mercredi 1^{er}, le Premier ministre français É. Philippe évoque le déconfinement et les différentes modalités qu'il pourrait prendre.

De toute façon, la date du déconfinement et ses modalités vont dépendre directement de l'évolution de la pandémie. Et il en est de même pour imaginer quand on pourra envisager la reprise économique. Cette reprise va dépendre d'abord et avant tout de la durée du confinement et aussi de la gestion qui sera faite du déconfinement.

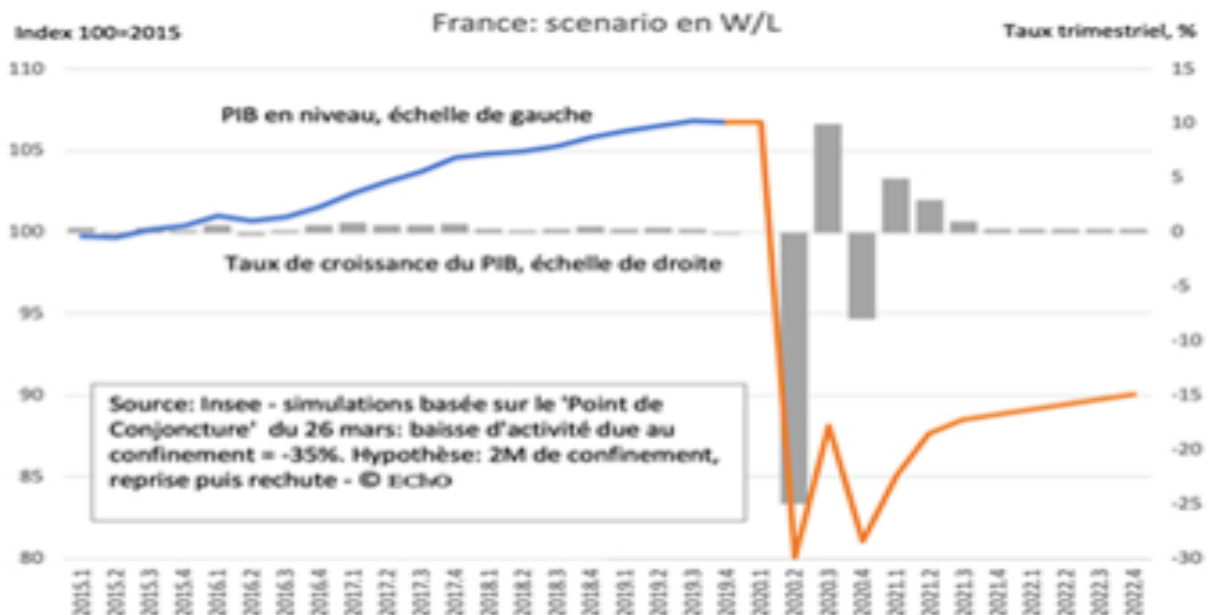
Les scénarios peuvent être bien différents, allant d'un scénario pas trop sombre à un scénario carrément noir. Par exemple, si le confinement ne dure pas plus de 2 mois, s'il y a une certaine synchronicité avec nos partenaires européens et s'il y a aussi une reprise de l'économie chinoise, on peut alors espérer une dynamique générale en V, c'est-à-dire un rebond de notre économie après la chute, à condition que les pouvoirs publics n'en profitent pas pour baisser leurs dépenses et pour augmenter les prélèvements. Par contre, si le confinement dure plus longtemps et/ou si les risques de rechute sanitaire sont importants, la reprise aurait alors forcément un profil heurté et plus dramatique, de type L-W.

Les deux schémas suivants montrent ces deux profils possibles de la reprise, selon les travaux de l'INSEE, tels que les reprend *Éric Chaney*, conseiller économique à l'Institut Montaigne dans son *blog du 30 mars* :

Scénario pas trop sombre :



Scénario noir :



La conclusion que donne Éric Chaney à son article est très pertinente et on comprendra qu'elle rejoint les réflexions faites dans notre document « Paris pour sauver l'euro » :

« (...) Point n'est besoin d'aller plus loin pour comprendre que dans de telles circonstances, c'est la structure politique et sociale du pays et de l'Europe qui serait ébranlée. Face à des déficits budgétaires abyssaux dans les pays du Sud, la dévaluation leur apparaîtrait comme la seule voie de sortie, car, si sauver la Grèce, ou prêter à l'Espagne, au Portugal et à l'Irlande de façon collective était possible en 2012, les montants en jeu si la France, l'Italie et l'Espagne étaient financièrement aux abois dépasseraient les capacités de crédit des épargnants du Nord et même d'absorption de la BCE.

Moment Hamiltonien, ou éclatement de l'euro ?

Du côté des partisans d'une fédéralisation de l'Union européenne, ou de la zone euro, on pense que la crise pourrait offrir ce "moment Hamiltonien" dont ils rêvent depuis longtemps, du nom du ministre des finances de la toute jeune fédération des États américains en lutte pour leur indépendance, et qui décida de reprendre les dettes des États fraîchement fédérés en 1790. L'histoire leur donnera peut-être raison, mais il est tout aussi possible que l'euro fasse les frais de la catastrophe, de façon à redonner des marges de manœuvre aux pays sinistrés ».

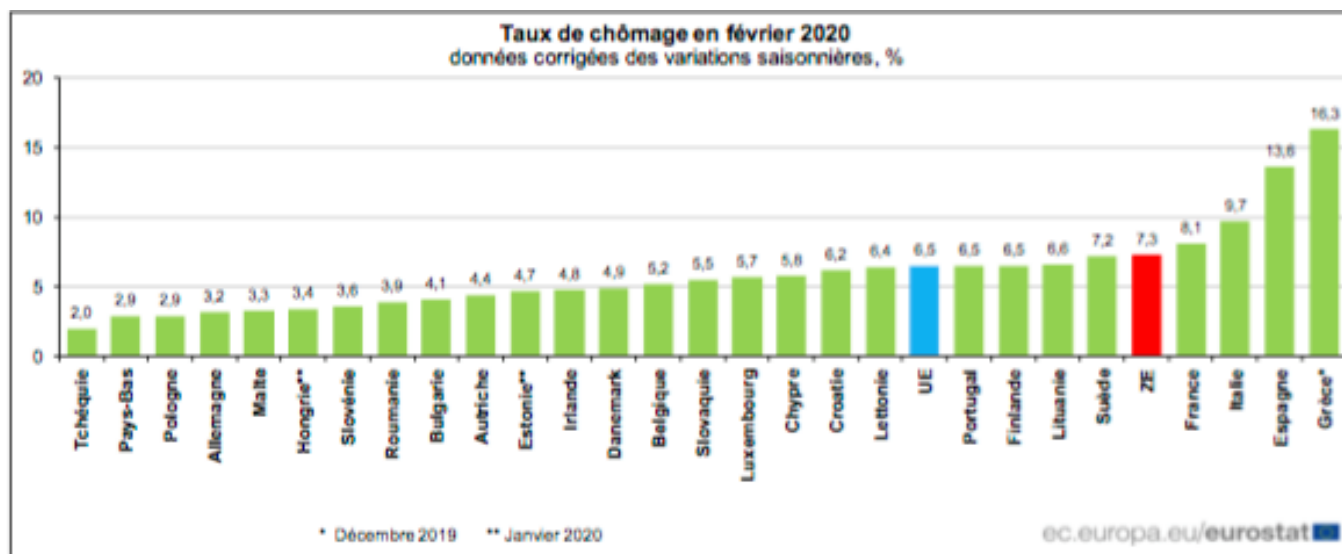
Notons que selon de nombreux cabinets de conseil en stratégie, le scénario en V a très peu de chances de se réaliser et ressemblerait plutôt à un U avec une base plus ou moins prolongée en forme de L.

D'une certaine façon, le débat sur les coronabonds n'est pas nouveau parce qu'il existe en Europe depuis une bonne dizaine d'années sous le terme d'eurobond. D'ailleurs, l'ancien Président de la Fed Paul Volcker avait déjà dit - en 2012, au plus fort de la crise des dettes souveraines - que la zone euro ne pourrait pas faire l'économie de ce débat. Remarquons que les États-Unis étaient déjà une fédération quand, par la décision d'Alexander Hamilton, 1^{er} secrétaire du Trésor américain et fédéraliste convaincu, ils ont assumé les dettes des 13 États qui s'étaient unis pour combattre les Britanniques : le problème pour nous est que l'UE n'est pas une fédération !

Ajoutons qu'un minimum - ou plus exactement un maximum - de cohésion européenne s'avérera crucial quand on devra faire face au décalage entre la reprise en Chine et dans le Sud-Est asiatique d'une part et la reprise en Europe d'autre part, la première se faisant selon toutes probabilités avant la seconde. En effet, la Chine pourrait en profiter pour s'attaquer, en faisant du dumping tous azimuts, aux marchés européens et aux entreprises européennes. Une protection de l'UE serait alors indispensable.

Ce même mercredi 1^{er}, Eurostat publie ses statistiques du chômage pour février.

Voici son tableau et le début du commentaire :



« Dans la zone euro, en février 2020, - un mois avant que les mesures de confinement liées au Covid-19 commencent à être largement mises en place par les États membres -, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières s'est établi à 7,3%, en baisse par rapport au taux de 7,4% enregistré en janvier 2020 et à celui de 7,8% de février 2019. Il s'agit du taux le plus faible enregistré dans la zone euro depuis mars 2008. Dans l'UE, le taux de chômage s'est établi à 6,5% en février 2020, stable par rapport au taux de janvier 2020 et en baisse par rapport au taux de 6,9% de février 2019. Cela demeure le taux le plus faible enregistré dans l'UE depuis le début de la série mensuelle sur le chômage en février 2000. (...) ».

Comme depuis le mois de mars la crise économique accompagne la crise sanitaire, il faut s'attendre, et malheureusement pour longtemps, à une flambée des taux de chômage non seulement en Europe mais aussi dans le reste du monde. Dans peu de temps, cette statistique nous fera rêver...

Le jeudi 2 paraît dans la revue « Challenges » (n°648) un *éditorial intéressant du philosophe André Comte-Sponville*, « Gare au pan-médicalisme », dans lequel il tient des propos qui prolongent la réflexion personnelle que je viens de faire quelques pages plus haut :

« (...) J'y vois un danger, que j'appelle le pan-médicalisme : une civilisation qui ferait de la santé la valeur suprême (à la place par exemple du bonheur, mais plus encore de l'amour, de la justice ou de la liberté), et qu'il verrait en conséquence dans la médecine la clé quasi unique de notre rapport au monde, aux autres et à nous-mêmes ! (...) »

La médecine est une grande chose, et peut-être la plus formidable chance de notre époque. Mais ne lui demandons pas de tenir lieu de politique, de morale ou de spiritualité ! (...)

Mais la médecine coûte cher, et de plus en plus. Comment pourrait-elle abolir les exigences de l'économie, qui permet seule de la financer ? Augmenter le budget de la santé ? Tout le monde le souhaite. Mais comment, si l'économie s'effondre ? (...)

Il n'y a pas de bonne médecine sans financement, ni de financement sans choix. Cela ne règle en rien la question du confinement. (...) Quelles seront ses conséquences économiques ? Comment en assumerons-nous collectivement le coût ? Quant aux réponses, les économistes ont leur mot à dire, presque autant et parfois plus que les médecins. Quant à la décision, elle n'incombe ni aux uns ni aux autres, mais à nous tous, par la médiation de nos représentants. C'est ce qu'on appelle la démocratie, donc aucune expertise ne saurait tenir lieu ».

Le vendredi 3, publication à la fois dans le journal français *Le Monde* et le journal allemand *Die Zeit* d'un appel de 12 personnalités allemandes, dont Peter Bofinger, Joschka Fischer, Jürgen Habermas et Daniel Cohn-Bendit pour s'émouvoir de la position des pays du Nord de la zone euro à propos de la création de coronabonds et proposent comme solution que ces pays pourraient accepter la création d'un « fonds corona » :

« (...) Sur la question décisive, les pays du Nord restent réticents face à leurs frères et sœurs du Sud. Ils rejettent catégoriquement l'idée de créer un fonds garanti par l'ensemble des États de l'Union européenne, qui permettrait d'assumer collectivement l'écrasante charge financière de la crise. Une telle mesure éviterait qu'un choc, qui affecterait fondamentalement tous les États-membres, soit fatal à ceux d'entre eux qui, avant la crise, se débattaient déjà avec une lourde dette publique. C'est pourquoi nous appelons la Commission européenne à créer un "fonds corona" qui serait en mesure d'emprunter à très long terme sur les marchés financiers internationaux, et qui transférerait ensuite ces ressources aux États-membres. Un tel dispositif éviterait aux États de creuser encore davantage leur dette. Le fonds disposerait de moyens, pris sur le budget de l'Union, pour payer les intérêts afférents à ces emprunts. Les "coronabonds" que nous appelons de nos vœux ne doivent pas être pensés sur le modèle des "eurobonds", dont la création avait été proposée en réponse à la crise de l'euro en 2010-2012. Il s'agissait alors de constituer une garantie commune pour assainir une grande partie de la dette publique accumulée dans le passé. Les "coronabonds", eux, serviraient à endosser collectivement les dettes que les États sont amenés à contracter aujourd'hui, ou qu'ils contracteront dans les prochains mois. Il s'agit donc d'une mesure limitée dans le temps, qui permettrait à l'Italie et à d'autres pays menacés dans leur existence même de survivre politiquement et économiquement à la crise actuelle et à la période qui s'ensuivra. Ne rien faire, en l'occurrence, serait se rendre coupable de non-assistance à personne en danger. (...) ».

Dans la même édition du Monde paraissent aussi *deux autres articles intéressants*.

L'auteur de l'un d'eux est *Alexis Tsipras*, l'ancien premier ministre grec, qui, par définition, sait de quoi il parle ... :

« (...) Je crains que cette démonstration d'intransigeance extrême et amoral de la part des dirigeants européens, qui, comme le premier ministre néerlandais, Mark Rutte, ne voient pas dans les changements radicaux que connaît l'Europe une raison de soutenir de nouveaux outils économiques, ne s'avère fatale pour l'unité de l'Union elle-même. Celle-ci ne tient pas seulement aux conditions économiques, mais à nos valeurs communes. (...) Lorsque le bureaucrate Klaus Regling, directeur général du Mécanisme européen de stabilité (MES), dit aux Italiens, aux Espagnols, et bientôt aux Français, qu'ils peuvent certainement emprunter s'ils acceptent la conditionnalité et un programme économique, alors il est clair que, indépendamment des calculs économiques, quelque chose s'est fissuré dans les relations entre les États membres. Car la vie n'est pas seulement une question d'argent, mais surtout de dignité. (...) Des solutions peuvent être trouvées, mais comme l'a dit John Maynard Keynes dans l'entre-deux-guerres : " *La difficulté n'est pas de développer de nouvelles idées, mais de laisser les anciennes derrière soi.* " Cette volonté politique existe-t-elle ? (...) Un eurobond sans l'Allemagne et les Pays-Bas ne sera bien sûr pas aussi fort, mais n'oublions pas que tous les autres pays réunis représentent plus de deux tiers du produit intérieur brut de la zone euro. À condition qu'ils veuillent aller de l'avant. Après tout, ce pourrait être la seule façon pour que l'Europe entière avance ».

L'autre article résulte d'un entretien accordé par l'économiste *Daniel Cohen*, et est intitulé : « Cette crise sanitaire signale l'accélération du capitalisme numérique ». La fin de l'entretien est passionnante :

« (...) C'est certainement la fin, ou le début du recul du capitalisme mondialisé tel qu'on l'a connu depuis quarante ans, c'est-à-dire à la recherche incessante de bas coûts en produisant toujours plus loin. Mais elle signale aussi l'accélération d'un nouveau capitalisme, le capitalisme numérique... Pour

L'EURO

saisir la portée et les menaces nouvelles que recèle ce capitalisme numérique, il faut revenir en arrière, au temps où l'on pensait que la désindustrialisation allait conduire, dans les pays développés, à une société de services. L'idée, théorisée notamment par l'économiste français Jean Fourastié [1907-1990], était que les humains travailleraient non plus la terre ou la matière, mais l'humain lui-même : prendre soin, éduquer, former, distraire autrui, serait le cœur d'une économie enfin humanisée. Ce rêve postindustriel était libérateur, épanouissant... Mais comme le souligne Fourastié, il n'était plus synonyme de croissance...

Si la valeur du bien est le temps que je passe à m'occuper d'autrui, cela veut dire aussi que l'économie ne peut plus croître, sauf à accroître indéfiniment le temps de travail. Le capitalisme a trouvé une parade à ce "problème", celle de la numérisation à outrance. Si l'être que je suis peut être transformé en un ensemble d'informations, de données qui peuvent être gérées à distance plutôt qu'en face-à-face, alors je peux être soigné, éduqué, divertit sans avoir besoin de sortir de chez moi... Je vois des films sur Netflix plutôt que d'aller en salle, je suis soigné sans aller à l'hôpital... La numérisation de tout ce qui peut l'être est le moyen pour le capitalisme du 21^{ème} siècle d'obtenir de nouvelles baisses de coût...

Le confinement général dont nous faisons l'objet à présent utilise massivement ces techniques : le télétravail, l'enseignement à distance, la télémédecine... Cette crise sanitaire apparaîtra peut-être, rétrospectivement, comme un moment d'accélération de cette virtualisation du monde. Comme le point d'inflexion du passage du capitalisme industriel au capitalisme numérique, et de son corollaire, l'effondrement des promesses humanistes de la société post-industrielle ».

En ce vendredi 3 et en complément des statistiques économiques générales indiquées plus haut, nous produisons ci-après le schéma qui montre la baisse très importante que connaît le prix du baril. Cela s'explique évidemment par la chute de l'activité mondiale mais aussi par les désaccords profonds entre les producteurs de pétrole, sur fond de conflit géopolitique :



Source : Prixdubaril.com

En ce début de mois d'avril, deux organismes publient leurs indices qui traduisent une nette dégradation :

- *Indice Sentix qui mesure la confiance des investisseurs pour les 6 mois à venir :*

L'EURO

Euro area	Oct 19	Nov 19	Dec 19	Jan 20	Feb 20	Mar 20
Overall Index	-16.8	-4.5	0.7	7.6	5.2	-17.1
Headline Index						
- Current situation	-15.5	-5.5	-1.0	5.5	4.0	-14.3
- Expectations	-18.0	-3.5	2.5	9.8	6.5	-20.0
Institutional investor						
- Current situation	-14.0	-3.5	0.0	6.5	5.0	-11.0
- Expectations	-13.0	1.5	7.5	16.0	13.0	-17.5
Individual investor						
- Current situation	-17.0	-7.5	-2.0	4.5	3.0	-17.5
- Expectations	-23.0	-8.5	-2.5	3.5	0.0	-22.5

- Indice IHS Markit sur l'activité globale au sein de la zone euro :

Alors que cet indice - qui intègre l'activité dans les services et l'industrie - était de 51,6 en février, il est tombé à 29,7 en mars, ce qui est une chute sans précédent depuis le début de la publication de l'enquête.

Devant l'extrême gravité de la situation dans toute l'Europe, et comme « mieux vaut tard que jamais », la Commission européenne, par la voix de sa présidente, U. von der Leyen tente de redorer le blason de l'UE après l'échec de la dernière réunion du Conseil européen : « ils ne se rendaient pas compte que nous ne pouvions vaincre cette pandémie qu'ensemble, en tant qu'Union. Cela a été préjudiciable et aurait pu être évité » a-t-elle déclaré le jeudi 2 à un journal italien. Et elle fait le vendredi 3 une courte déclaration (https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response_fr) pour montrer comment la Commission pense coordonner la réaction européenne commune face à la pandémie du coronavirus Covid-19, et annonce qu'elle a mis en place une équipe de réaction face au virus au niveau politique. Par contre, en visant sans doute le projet de « coronabonds » avancé par les pays du Sud de la zone euro, y compris la France, U. von der Leyen rejoint le président du MES (l'allemand Klaus Regling) en estimant que « nous n'avons pas le temps de prendre 2 ou 3 ans pour inventer de nouveaux outils ». Doit-on voir dans cette réflexion l'influence de l'Allemagne, des Pays-Bas et de l'Autriche qui, vraisemblablement, craignent que les pays du Sud soutiennent que la crise actuelle nécessite une reconfiguration profonde de la zone euro ? Un document de la Commission explicite par ailleurs les différentes actions menées par les différents États membres exprimant concrètement la solidarité européenne d'ores et déjà à l'œuvre (https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/FS_20_563).

Cet appel à la solidarité entre les États membres de la Présidente de la Commission européenne est particulièrement important et il faut espérer que la réunion prochaine de l'Eurogroupe va déboucher sur des décisions fortes, car, bien que la BCE et la Commission aient employé les grands moyens pour conjurer la crise économique (voir ce que nous disons ici de leurs tirs de « bazookas », en date du 20 février), les marchés pourraient réagir négativement s'ils avaient un quelconque doute sur la solidité de la zone euro et nous assisterions alors à une remontée des taux, ce qui rajouterait une catastrophe à la

catastrophe. Ces mots ne sont pas excessifs : selon certains scénarios, la dette publique française pourrait s'élever d'ici la fin de cette année à plus de 140% du PIB, celle de l'Italie à 180% et celle de l'Espagne à plus de 130%. Trois considérations relativisent malgré tout ces chiffres : d'abord, le taux d'endettement grimpe mécaniquement quand la croissance du PIB baisse puisque celui-ci est au dénominateur du ratio ; ensuite, nos économies ont connu lors de périodes particulièrement difficiles des taux d'endettement bien supérieurs, temporairement : il a été en France, en 1944, de 240% ; enfin, rappelons ce que nous avons indiqué ici en date du 20 mars en montrant qu'il serait possible à la BCE, suite aux décisions radicales qu'elle a prises, d'annuler une partie des dettes publiques des États membres.

Le dimanche 5, le hasard veut que 8 articles d'économistes reconnus soient publiés sur la crise actuelle ; le dernier, écrit par Dominique Strauss-Kahn, présente un intérêt particulier.

Le journal Le Monde réunit à lui tout seul six articles importants.

Les lecteurs de ces pages ne seront pas étonnés que je cite une fois de plus des analyses faites par des personnalités reconnues pour leur expertise dans le journal Le Monde qui est indéniablement l'un des meilleurs, sinon le meilleur, organes de presse français. J'en profite non seulement pour féliciter ce quotidien mais aussi pour le remercier chaleureusement, personnellement et pour les lecteurs de ces pages, pour sa très précieuse contribution à l'information des concitoyens et au débat démocratique.

Le premier de ces articles est signé par Klaus Regling, le directeur général du MES, cité plusieurs fois dans les pages qui précèdent. Il réitère son opposition à la création immédiate de tout « coronabond », qui semble pourtant à beaucoup d'experts nécessaire pour, à la fois, donner économiquement un moyen supplémentaire de financement et surtout pour exprimer politiquement le souci de mettre bien davantage de solidarité dans le traitement européen de la crise actuelle : « (...) Certains ont proposé de créer de nouvelles institutions ou de nouveaux instruments, mais cela prend du temps – un temps dont, aujourd'hui, nous ne disposons pas. (...) Créer une nouvelle dette européenne requiert du capital, des garanties ou des recettes affectées, et un système juridique et de gouvernance en bon ordre de marche. En conséquence, il est préférable de faire un prompt usage de toutes les institutions et de tous les instruments existants qui, depuis des années déjà, ont permis de lever avec succès des fonds considérables.

Au-delà de cette année, des solutions de plus grande envergure peuvent être conçues. (...) Nous pourrions par exemple déterminer quels États membres doivent faire face à des conséquences économiques négatives particulièrement lourdes. L'Italie ne devrait probablement pas être, ces prochaines années, un contributeur net au budget de l'UE. Par ailleurs, la BEI pourrait augmenter son capital, ce qui lui permettrait d'octroyer plus de prêts tout au long des années à venir. Quant au MES, il dispose déjà d'une capacité de prêt disponible.

Le temps d'une solidarité européenne est venu. Si nous voulons protéger le marché unique, il ne suffit pas que chaque pays sauve sa propre économie. Chaque membre a un intérêt à ce que tous les autres pays de l'Union puissent également surmonter cette crise ».

Le deuxième article important à citer est celui de Denis Kessler, PDG du groupe de réassurance Scor mais qui a été aussi, rappelons-le, professeur d'Université en sciences économiques. Le titre de l'article est très clair : « L'ère de la vulnérabilité » : « (...) le risque pandémique a surtout comme caractéristique d'être invisible. Les risques invisibles sont les plus prégnants. Ils renvoient au concept-clé de vulnérabilité. Tout le monde a le sentiment de pouvoir être atteint, de pouvoir souffrir, de pouvoir mourir... mais redoute aussi de contaminer autrui, et donc de participer à la diffusion de ce danger mortel. On craint infiniment plus le danger que l'on ne voit pas que celui que l'on peut identifier. L'angoisse face à ce que l'on ne peut cerner – liée à la vulnérabilité – est beaucoup plus dévastatrice que la peur devant une menace identifiée. (...) Ce sentiment général, mondial, de vulnérabilité se traduit par des comportements que l'on peut qualifier de tétaniques, en partie dus à

une gestion anxiogène de la part des pouvoirs publics – surpris par ce choc dont tant l'ampleur que la gravité ont été sous-estimées. Tous les acteurs économiques sont concernés, la demande comme l'offre sont profondément affectées, les transactions se tarissent, les projets s'évanouissent, les Bourses s'effondrent... Face à cela, on recourt aux grands moyens monétaires et budgétaires, qui certes amortiront le choc, mais n'empêcheront pas un changement de trajectoire de l'économie mondiale. L'aversion aux risques des populations va significativement augmenter avec des conséquences économiques, sociales et politiques. (...) ».

Deux autres articles portent sur des thématiques assez voisines. Le premier, de l'économiste français Christian Gollier et de l'économiste américain James Hammitt, traite de la valeur de la vie. Et le second, de l'économiste suédois Jacob Lunbdberg, porte sur la méthode que l'on pourrait appliquer pour estimer le coût de l'épidémie pour la société. Nous renvoyons à ces articles les lecteurs intéressés des analyses économiques novatrices proposées dans ces domaines intéressantes mais bien différents de notre thématique ici consacrée à la zone euro.

Les deux autres articles d'économistes à citer portent respectivement sur le confinement et sur le déconfinement.

Le premier article, *sur le coût du confinement, est signé par Alain Trannoy.* Il apporte un éclairage en prise directe avec la thématique centrale de notre historique de l'euro :

« (...) Au coût des mois de mars et d'avril va s'ajouter celui de quatre mois de stratégie "à la coréenne", que l'on peut chiffrer à 1,5 point de PIB par mois. Au total, un recul de 12 % du PIB sur l'année.

Le manque à gagner pour les finances publiques, auquel s'ajoute un surcroît de dépenses (santé, chômage, aides aux entreprises) qui se chiffre à 0,5 point de PIB par mois, générera un besoin de financement d'au moins 10 % du PIB, soit 240 milliards d'euros, en plus des 200 milliards d'émissions d'obligations du Trésor déjà prévus cette année. Comme tous les pays procèdent plus ou moins de la même façon, les investisseurs du monde entier vont être extrêmement sollicités pour souscrire aux émissions de dette publique. Or, la capacité d'endettement des États de la zone euro est très hétérogène entre ceux du Nord et ceux du Sud. La dette publique allemande ne représente que 55 % de son PIB, contre 135 % pour l'Italie et 100 % pour la France.

Si la zone euro veut survivre à ce choc de grande ampleur, deux solutions se présentent, avec un panachage possible. Soit la zone euro emprunte globalement sur les marchés pour faire face à cette crise. Soit la BCE achète directement les émissions de titres d'État des pays de la zone euro (et non plus seulement sur le marché secondaire, comme elle l'a annoncé le 15 mars), tant que dure cette crise sanitaire. Le retour de l'inflation associé au fonctionnement de la planche à billets s'effectuera dans le contexte actuel d'une si faible hausse des prix que le spectre de l'hyperinflation, qui hante l'Allemagne depuis la République de Weimar, ne peut pas être invoqué sérieusement. C'est d'ailleurs bien l'opinion qu'exprimeront le 14 avril à l'Institut Bruegel deux économistes réputés, Olivier Blanchard et Jean Pisani-Ferry dans leur article « Monetisation : do not panic ».

À défaut, une crise des dettes souveraines européennes se profile à court ou moyen terme, avec, à l'horizon, un éclatement de la zone euro. Le choc représenté par la seconde guerre mondiale nous a apporté le magnifique espoir de la construction européenne. Que la guerre contre cette épidémie puisse nous l'enlever et consacre le retour du chacun-pour-soi serait une tragédie pour tout le continent. Une famille qui ne se réunit pas autour de ses morts n'est pas une famille ».

Le second article est *la chronique de l'économiste français Jean Pisani-Ferry*, sur « l'art du déconfinement ». Cet article nous livre des informations précieuses sur les perspectives de l'économie française : « (...) Dans un mois, la chute de l'activité sera sans doute plus forte que les – 35 % estimés fin mars par l'Insee: hors administrations, elle approchera sans doute les – 50 %. Sur les quelque 20 millions de salariés de droit privé du début 2020, une moitié environ seront sans doute en activité, très majoritairement en télétravail. Pour l'autre moitié, ils seront soit en chômage partiel (ils sont déjà 4 millions, et l'OFCE en attend près de 6 millions), soit en arrêt maladie pour s'occuper de leurs enfants, soit sans emploi, selon les projections de l'Observatoire français des conjonctures économiques. Si la France avait réagi comme les États-Unis, nous aurions déjà 2 millions de chômeurs de plus. L'activité partielle nous l'évite – même si les CDD, intérimaires et autoentrepreneurs subissent le choc de plein fouet. Il ne sera évidemment pas possible de remettre en marche d'un seul coup cette France en panne. (...) Le plus probable est donc que la reprise de l'activité sera très graduelle. En ce cas, le défi pour les responsables publics sera d'allouer au mieux

un capital terriblement limité de “rapprochement social“, dans le but de maximiser l'impact économique de leurs décisions. (...) Le tâtonnement est inévitable, il y aura peut-être même un “stop and go“ des mesures sanitaires. Mais s'il n'y a pas de stratégie sans erreur, il y a au moins une priorité : mieux connaître et comprendre une réalité aujourd'hui opaque. Car, sans données, la politique sera aveugle ».

Une question importante est posée par le redémarrage à venir de l'économie européenne en général et de l'économie française en particulier : sera-t-il possible d'éviter ce qui s'est passé après la crise des subprimes en 2007-2008, à savoir que l'Europe est entrée dans une crise non seulement grave mais également durable et qui s'est même prolongée par une crise des dettes souveraines et par une longue période de croissance molle ? Cette crise européenne a été marquée par un problème de solvabilité budgétaire des acteurs publics et par des difficultés importantes pour les acteurs privés, à la fois dans l'économie réelle (désendettement des ménages et des entreprises, d'où faiblesse des investissements, d'où amenuisement du stock de capital productif) et dans l'économie financière (difficultés pour les banques à cause des faillites et des défauts de paiement ; préservation nécessaire de leurs capacités d'intermédiation parce que l'on ne peut pas espérer en cette période que les ménages acceptent de donner des emplois plus risqués à leur épargne quand ils en ont). Quand la crise sanitaire-économique sera derrière nous, ira-t-on vers ce type de difficultés ? Notons que pour anticiper ce qui peut se passer lors du déconfinement et ajuster en conséquence les décisions qu'il sera souhaitable de prendre, il est sans doute utile de tirer les leçons de crises comme celle de 2007-2008 mais il ne faut pas oublier celles de la crise de 2008 pour mieux apprécier ce qu'il convient de faire quand une économie a été mise à l'arrêt longtemps. De surcroît, si aujourd'hui, par les « tirs de bazookas » de la BCE et de la Commission, on n'a pas tellement à craindre des problèmes insurmontables de financement, qu'en sera-t-il après ? Il faudra financer des déficits structurels et plus seulement conjoncturels : il ne faudrait pas alors que la BCE arrête son QE et, pour cela, il faut espérer que l'on n'entre pas en stagflation ! C'est aussi à cette condition que les épargnants et les investisseurs seront rassurés sur la solvabilité durable des États. Mais si la BCE n'arrête pas son QE, encore faut-il qu'elle se donne les moyens d'éliminer le risque d'aléa moral qui pourrait nuire à sa crédibilité. Notons aussi que lors de la crise de 2007-2008, d'origine endogène et financière, les Banques centrales ont joué leur rôle de PDR (prêteur de dernier ressort) mais qu'avec la crise actuelle, d'origine exogène et non économique, les Banques centrales devront être avant tout des « assureurs en dernier ressort » vis-à-vis des États. Ainsi, les Banques centrales assurent toute l'économie, c'est-à-dire les États et les entreprises, pour leur solvabilité, lesquels États et entreprises peuvent grâce à cela assurer à leur tour leurs salariés pour leurs revenus. Dans ce domaine, l'action de la BCE est indispensable car, en se portant « assureur en dernier ressort » des États de la zone euro et en tenant compte des inégalités qui existent déjà entre eux depuis longtemps et que la crise aggrave, elle évite aussi que les spreads n'augmentent et donc que l'hétérogénéité de la zone euro ne s'approfondisse encore plus dangereusement ; surtout que cette hétérogénéité risque de toute façon d'être alimentée par une forte inégalité entre les États membres quant à leurs capacités budgétaires en fonction de leur situation d'endettement avant la crise. La défense des revenus des entreprises et des salariés semble acquise pour 2020, mais qu'en sera-t-il pour 2021 ? Si la BCE ne poursuivait pas sa tâche d'assureur en dernier ressort et si les États ne pouvaient pas non plus poursuivre leur politique budgétaire de compensation, ce sont davantage les revenus des salariés que ceux des entreprises qui seraient affectés si l'après-crise est comme celui de la crise de 2007-2008 ; cela pourrait être d'ailleurs bien pire car il faut craindre que l'après-crise soit terrible pour les entreprises, parce que la consommation va avoir peut-être du mal à redémarrer, parce que la productivité sera très affaiblie par les règles sanitaires, parce que les entreprises seront très endettées, avec de mauvaises perspectives de profits, surtout si pèsent sur ceux-ci de fortes contraintes environnementales, comme c'est par ailleurs hautement souhaitable. Ce sombre scénario pour les entreprises aurait une autre conséquence possible, tout aussi redoutable, c'est que les entreprises y répondent, comme elles l'ont déjà fait dans le passé quand elles ont été confrontées à un problème de rentabilité et de solvabilité, en menant une politique d'austérité salariale ; et on peut imaginer que l'État mène une politique salariale similaire pour des raisons budgétaires. « L'après » serait alors comme « l'avant », en pire. Mais soulignons que l'après-crise du Covid-19 ne devrait pas prendre a priori le même chemin que l'après-crise des dettes souveraines parce que la réponse de la BCE a été immédiate cette fois-ci et que donc cela n'oblige pas les États à mener des politiques restrictives pour sauver leurs finances publiques).

Si les deux crises, celle d'aujourd'hui et celle des années 2010, ont donc des profils différents, il n'empêche que l'on constate qu'elles ont un point commun, qu'elles partagent d'ailleurs avec les crises qui les ont précédées : il y a en effet à chaque fois un accroissement concomitant de la dette publique (par accumulation de déficits) et de la base monétaire (parce que la politique monétaire reste constamment expansive). On doit alors se poser la question : peut-on continuer ainsi indéfiniment ?

Notons au passage ici que la crise va creuser l'inégalité de traitement entre les salariés du privé et ceux du public, les seconds étant sûrs de percevoir leur rémunération tout en étant confinés chez eux alors que les premiers voient dès à présent leurs salaires être réduits parce qu'ils sont touchés par le chômage partiel, et qu'en sera-t-il d'ailleurs pour eux si la crise

L'EURO

économique s'aggrave et perdure ? Par ailleurs, on va assister aussi à une autre inégalité de traitement, celle entre les salariés qui peuvent « télétravailler », ce qui est le cas de beaucoup de cadres, et ceux qui ne le peuvent pas, et qui sont souvent des ouvriers, des employés, des artisans, des commerçants, des agriculteurs, ...

L'historien Adam Tooze a publié en octobre 2018 (Les Belles Lettres) son livre « Crashed » sur la crise de 2007-2008. Non seulement il fait une analyse particulièrement éclairante de la crise mais il note aussi que « nous habitons un monde économique sur lequel plane le présage d'une apocalypse différée »... !

Il ne faut pas que les pouvoirs publics se glorifient d'avoir montré une réactivité plus grande pour faire face à la crise actuelle que lors de la crise de 2007-2008 et de la dette des dettes souveraines qui a suivi puisque ce sont eux qui ont décidé de confiner complètement l'économie dans le but de pouvoir faire face dans les meilleures conditions possibles à la crise sanitaire. Et comme le dira le grand anthropologue Didier Fassin au journal *Le Monde* le 24 mai, « les mesures ont été d'autant plus draconiennes que les pouvoirs publics n'étaient pas préparés et que leurs réponses ont été tardives. On a alors fait rattraper aux citoyens le temps perdu par leurs gouvernants, et on a remplacé la prévention défaillante par une forme de police sanitaire avec un confinement rigoureusement contrôlé. C'est dans ces pays que l'interruption de l'activité économique et sociale a, en général, été la plus brutale et la plus radicale. (...) Le phénomène est sans précédent. Il se paie d'un double sacrifice. Il y a d'abord une suspension partielle, et variable selon les contextes, de l'État de droit. (...) Il y a ensuite une crise économique et sociale, qui se traduit par une récession, une montée du chômage, une austérité à venir et un très probable accroissement des inégalités qui vont laisser des traces d'autant plus profondes que les économies étaient fragiles et que l'État social était réduit ». On peut rajouter que la probabilité d'avoir à la fois une stagflation et un gonflement de bulles spéculatives n'est pas nulle puisque l'économie va sans doute subir des chocs à la fois de demande et d'offre (d'où des réactions sur la croissance et sur le niveau des prix différentes selon les secteurs d'activité, et l'inflation, dont il est difficile pour l'instant d'anticiper l'importance, ne manquera pas de s'accompagner de profondes modifications des prix relatifs, avec, soit dit en passant, des conséquences sur les structures du marché du travail qui peuvent être redoutables), et puisque le surplus de liquidités se traduit toujours par une hausse du prix des actifs spéculatifs, d'autant plus forte qu'il y a une grande fuite devant la monnaie. Or, ce mariage possible entre stagflation et bulles spéculatives est la situation la plus dangereuse pour les Banques centrales. Or, dans les circonstances actuelles de la « coronacrise », il est très difficile d'imaginer une autre politique que celle qu'elles mènent. D'ailleurs, des études récentes montrent que, sous prétexte d'éviter la formation et l'éclatement de bulles spéculatives, le retour à des politiques monétaires restrictives présenteraient bien plus d'inconvénients que d'avantages : non seulement, elles auraient un coût économique en moindre croissance mais, de surcroît, elles ne permettraient pas d'éviter les crises financières. Cela dit, il ne faut pas hésiter pour autant à limiter au maximum les inconvénients de la politique monétaire expansionniste, par un renforcement des politiques macroprudentielles pour éviter les bulles spéculatives et de la politique de concurrence pour que les entreprises ne profitent pas des taux d'intérêt bas pour en acheter d'autres dans le but de bénéficier de rentes.

Également le dimanche 5, l'ancien professeur d'économie Jean-Paul Betbeze publie sur son blog un article intéressant sur une modalité possible de financement des énormes dépenses que va entraîner pour longtemps la crise du Covid-19 :

« (...) Laisser augmenter les crédits et les déficits est la seule solution. Et à ceux qui demandent : “qui paiera“ ? Il faut répondre : l'État et la BCE. Aujourd'hui, l'État finance une bonne part des salaires, décale les impôts et les charges et garantit des crédits aux entreprises. Il fera plus si nécessaire, en vérifiant que personne ne triche. Et demain ? Pour les entreprises et les ménages qui n'ont pu résister, les crédits perdus seront pris en charge par les banques et les États, sachant que la Banque Centrale Européenne est toujours là. Car, après, quand il faudra financer la reprise, les stocks, les salaires et vendre en attendant d'encaisser, les banques devront être là.

Alors, comment payer plus tard ? En créant un compte budgétaire spécial : “Dettes COVID-19“. On y logera, après vérification européenne, les milliards d'euros que la pandémie aura fait peser sur la France et ses voisins. Et ces milliards seront rachetés par la BCE, à 0%, sur 100 ans et remboursables à l'échéance. Bien sûr le bilan de la BCE va devenir énorme. Donc, chaque État mettra de côté chaque année un peu moins d'un pourcent de la somme, qu'il placera, pour rembourser à la lointaine échéance. Ainsi sera garantie la qualité de la créance de la BCE et l'euro tiendra ».

Dans Les Echos des 17-18 avril, Alain Minc fera une proposition proche de celle de J.-P. Betbeze : « (...) La logique intellectuelle plaiderait pour l'annulation de la dette détenue par la banque centrale ou au moins d'une partie d'entre elle. C'est trop demander au système financier : son conformisme n'y survivrait pas et les contre-arguments juridiques seront très difficiles à combattre, en particulier vis-à-vis des Allemands. Ce serait pourtant la meilleure solution : à situation extraordinaire, mesure extraordinaire.

Il faut donc arriver au même résultat sans provoquer de bataille de principes -les pires de toutes- avec nos partenaires. La voie la plus naturelle est de voir la banque centrale échanger des bons du Trésor contre des titres perpétuels à bas taux d'intérêt ou, si l'idée de perpétuité provoque elle aussi des blocages idéologiques, contre des titres à 50 ou à 100 ans, durées qui existent sur le marché des capitaux. Ainsi la dette publique serait-elle divisée en deux compartiments : une dette privée, détenue par des opérateurs attentifs à la solvabilité de l'État débiteur avec des agences de notation aux aguets et des spreads représentatifs ; une dette publique, perpétuelle ou à très longue échéance, qui ne pèserait pas sur la solvabilité du débiteur. (...) ».

Cette proposition d'obligation perpétuelle est développée aussi par Georges Soros dans le point de vue qu'il exprimera dans Les Echos des 24 et 25 avril : considérant que « L'UE fait face à une guerre unique contre un virus qui met en péril non seulement la vie des gens, mais également la survie même de l'union, (...) l'émission par l'UE d'obligations de reconnaissance et d'exécution constituerait une approbation politique de ce que la banque centrale européenne (BCE) a déjà fait : la suppression de quasiment toutes les restrictions imposées à son programme d'achat d'obligations. Les obligations perpétuelles ont trois avantages supplémentaires. Premièrement, parce que les obligations ne doivent jamais être remboursées, elles imposeront une charge budgétaire étonnamment légère à l'UE, malgré la puissance financière considérable qu'elles vont mobiliser. Le deuxième avantage est plus technique, mais presque aussi important. En émettant une obligation perpétuelle, l'UE pourrait augmenter ce montant par tranche, sans créer de nouvelles obligations à chaque fois. Le troisième avantage, c'est qu'une obligation perpétuelle émise par l'UE serait un actif très attrayant pour les programmes d'achat d'obligations de la BCE. Étant donné que l'échéance d'une obligation perpétuelle est toujours la même, la BCE ne serait pas tenue de rééquilibrer son portefeuille. Le financement du fonds de relance de l'UE, si absolument nécessaire, par des obligations perpétuelles est le moyen le plus facile, le plus rapide et le moins coûteux de l'établir ».

La crise économique qui se marie déjà à la crise sanitaire se traduit par un creusement inouï des déficits publics et donc des dettes des États.

Il est donc important d'envisager comme le font J.-P. Betbeze et A. Minc la question du sort de ces stocks de dettes que les États vont accumuler ; surtout que pour ce qui concerne la zone euro, les traités actuels ne permettent pas d'envisager sérieusement une annulation de tout ou partie de ces dettes au moyen de leur monétisation par la BCE. Précisons qu'actuellement, la BCE accumule à son actif des créances pour un montant de 40% du PIB de la zone euro (25% de dettes publiques et 15% de dettes d'entreprises européennes) et que cela pourrait s'élever aux environs de 60%.

Sur ce sujet de la monétisation, déjà envisagé plus haut dans notre remarque en date du 20 mars, on recommande fortement la lecture de l'excellent article de Hubert de Vauplane du 9 avril 2020 sur le site « legrandcontinent.eu ». Étant donné son importance, on s'autorise à citer le passage suivant :

« (...) Dans la pratique, l'annulation des titres de dette souveraine des États membres de la zone par la BCE conduit à passer en charges l'abandon de créances ou la remise de dette, ce qui reviendrait à rendre les fonds propres de la BCE négatifs, étant donné qu'elle n'est pas en mesure d'absorber ces pertes. Pour rappel, en 2019, la BCE dispose d'un bilan total de 4.575 milliards €, pour 7,6 milliards d'euros de capital. Dans une banque commerciale – comme dans toute autre société commerciale – cette situation est impossible : cela revient à disposer de fonds propres négatifs.

Or, comme le souligne la BRI, « il est loin d'être clair pour tout le monde que les fonds propres comptables d'une banque centrale peuvent être négatifs sans qu'il y ait lieu de s'alarmer ». Et de se poser cette question : est-ce qu'une bonne centrale peut faire faillite du fait de sa situation de fonds propres négatifs ? La question, toute théorique qu'elle soit, a pourtant été posée par la très sérieuse Banque Nationale Suisse, dans un papier qui à l'époque avait fait grand bruit. Papier auquel la BCE a répondu de façon claire et sans ambiguïté : « les banques centrales sont protégées de l'insolvabilité en raison de leur capacité à créer de l'argent et peuvent donc fonctionner avec des fonds propres négatifs. Les banques centrales ne peuvent pas être à court d'argent car ce sont elles qui créent l'argent. Et vous ne pouvez pas manquer de quelque chose que vous pouvez créer vous-même ». D'ailleurs, il n'existe pas de procédure de faillite pour une banque centrale, c'est-à-dire qu'il n'y a pas d'institution judiciaire ou autre qui jugera si les dettes d'une banque centrale dépassent son passif et l'oblige à se réorganiser ou à être liquidée. La banque centrale peut imprimer la monnaie pour régler ses dettes. (...) On sait que les traités de l'Union interdisent toute assistance financière du SEBC à un État membre au titre de financement de déficit public. Cependant, ces mêmes traités n'excluent pas, de manière générale, la faculté pour le SEBC de racheter aux créanciers d'un tel État des titres préalablement émis par ce dernier. Autrement dit, la détention de la dette publique acquise sur le marché secondaire par le SEBC ne contrevient pas à l'interdiction de financement de déficits publics ». Mais la conclusion de l'auteur, spécialiste de droit bancaire, semble sans appel : Dans la mesure où la remise de dette correspond à un abandon de créance ou remise de dette libérant le débiteur de son obligation de remboursement vis-à-vis du créancier, cette opération revient à financer le déficit public des États membres en leur portant assistance financière, ce que l'article 123 du TFUE prohibe. En l'état donc du droit de l'UE, l'annulation de dette par la BCE et le SEBC n'est juridiquement pas possible, sauf à modifier le TFUE ».

Une telle modification résoudrait en effet le problème puisqu'elle autoriserait le financement monétaire par achat de titres publics sur le marché primaire et la transformation de ces titres en dette perpétuelle à taux nul. Mais il ne faut pas rêver... La difficulté peut néanmoins être contournée si on fait l'hypothèse, crédible étant donné la gravité des circonstances actuelles, que le nouveau QE de la BCE soit maintenu constamment. Car dans ce cas, il y aurait de fait annulation des dettes publiques inscrites à l'actif du bilan de la BCE quand celle-ci achète sur le marché secondaire les titres publics contre création monétaire ; puisque la BCE reporterait constamment la date de remboursement des emprunts contractés par les États en leur achetant de nouvelles créances au moment où les anciennes arrivent à maturité. Le seul risque serait que, pour une raison ou pour une autre, il y ait remontée de l'inflation à un niveau qui oblige la Banque centrale de revenir sur son engagement et qu'elle contraigne le(s) État(s) à rembourser effectivement ; en effet, elle chercherait alors à réduire la masse monétaire en circulation en demandant de sa monnaie contre offre de titres publics. Pour empêcher en quelque sorte la Banque centrale de revenir sur son engagement mais aussi pour permettre aux États de ne pas avoir à se désendetter en sortie de crise, ce qui serait le meilleur moyen de prolonger cette crise pour longtemps, une solution serait de faire en sorte que les États demandent à la BCE de leur accorder des prêts pour réaliser des investissements publics à long terme dans le but d'alimenter une croissance durable et inclusive, en même temps que la BCE leur accorde des remises de dettes. C'est une solution de ce type que proposent Baptiste Bridonneau et Laurence Scialom dans une publication de Terra Nova le 17 avril 2020 (<http://tnova.fr/notes/des-annulations-de-dette-publique-par-la-bce-lancons-le-debat>). L'économiste belge Paul de Grauwe, spécialisé des questions monétaires européennes, préconise lui aussi la solution de la transformation des dettes détenues par la BCE en une rente perpétuelle, à taux d'intérêt nul.

À propos de l'hypothèse de fonds propres négatifs pour la Banque centrale, ajoutons une remarque. Le raisonnement consistant à expliquer que cette hypothèse est possible pose une autre question : les fonds propres sont inscrits, comptablement parlant, au passif du bilan de la Banque centrale et correspondent en effet à un passif exigible en ce sens qu'il s'agit des dettes que la Banque centrale a envers ses actionnaires, donc envers les États. Soit. Mais le passif contient aussi toute la monnaie centrale émise par la Banque centrale et cette monnaie est elle aussi une dette pour la Banque. Comme nous l'avons expliqué dans notre document sur l'intermédiation, toute monnaie est une dette pour la banque qui l'émet. Qui dit dette dit obligation, mais obligation de quoi ? Quand la monnaie légale était convertible, la Banque avait obligation de répondre à toute demande de convertibilité de sa monnaie en or. Mais maintenant que la monnaie légale est inconvertible ? Selon certains, cette dette est devenue carrément sans objet. Mais on peut aussi soutenir que la Banque centrale a un certain nombre d'obligations effectives : défendre la valeur interne de sa monnaie (d'où la lutte contre la hausse des prix - des biens et des actifs), la valeur externe de sa monnaie (gestion du taux de change), assurer la convertibilité de sa monnaie dans les autres devises, assurer la cohérence et la solidité du système bancaire de second rang, participer avec les autres banques centrales à la stabilité du système financier international, ... Toutes ces obligations

L'EURO

sont d'égale importance, même si certaines peuvent sembler l'être davantage que d'autres en fonction des circonstances (ainsi, la lutte pour la stabilité monétaire a moins d'importance aujourd'hui que naguère) ; seulement, l'obligation la plus concrète semble être la conversion de la monnaie légale en devises étrangères. La demande de devises contre monnaie nationale dépend de nombreux facteurs, dont un joue sans doute un rôle particulièrement important en période de crise : la confiance. Or, si la Banque centrale crée de sa monnaie en très grande quantité, cette confiance peut être dangereusement mise à mal...

La question de l'annulation des dettes causées par la crise sanitaire-économique est cruciale. Comme l'écrira le 21 avril Olivier Passet, directeur de la recherche à Xerfi, « la normalisation des niveaux de production dans nombre de secteurs va créer l'illusion d'un rebond. Mais derrière ce trompe l'œil, il y aura un emploi, un pouvoir d'achat et des niveaux de dette dégradés qui pèseront sur la dynamique de la croissance à moyen terme. Cela, on peut déjà le dire avec une quasi-certitude. Pour échapper à cette fatalité, il nous faudra quelque chose d'extraordinaire. Et cette chose extraordinaire ne peut être que l'annulation des « dettes Covid ». Alors ne tardons pas à le dire pour agir sur les anticipations, car plus on attend en la matière, plus on laisse jouer les effets récessifs de second tour, plus la note sera salée et moins cette mesure de la dernière chance sera efficace ».

Pendant que le thème de l'annulation des « dettes Covid » prend de l'ampleur chez de nombreux économistes, il y en a d'autres qui continuent de privilégier la solution de la « monnaie hélicoptère » déjà évoquée ici, autrement dit l'intérêt de demander à la BCE de faire fonctionner la « planche à billets ». C'est ainsi que Michel Devoluy y consacra un article dans *La Tribune de Marseille* le 20 avril : « Face à une crise inédite, s'accrocher à la doxa monétaire devient une faute. Distribuer de l'argent aux citoyens de la zone euro soutiendrait la population et valoriserait l'image de l'Europe. Mais la Banque centrale européenne (BCE) n'est pas autorisée à fournir des avances non remboursables : la planche à billets est prohibée. Pourtant, cette méthode est simple, rapide et efficace. La BCE crédite les comptes courants des 19 Banques centrales nationales et celles-ci utilisent leurs réseaux pour répartir les euros sur le compte de chaque Européen (la monnaie hélicoptère). La contrepartie de l'argent créé devient une simple ligne comptable intitulée "avances aux Européens". Ici, nul besoin d'impôts pour rembourser la dette et payer des intérêts ». Rappelons la remarque que nous avons faite ici en date du 20 mars : la conjonction du bazzoka de la BCE et de celui de la Commission est concrètement l'équivalent de la « monnaie hélicoptère ».

À côté de l'annulation des dettes publiques et de la monnaie hélicoptère il y a une troisième voie de résolution du problème de financement des économies dans le cadre de la crise actuelle, celle que propose Dominique Strauss-Kahn (voir ci-après) : « Allègement des dettes des pays à bas revenus et émission massive de DTS sont aujourd'hui un passage obligé pour contribuer à éviter une catastrophe économique ». La solution des DTS amène à se remémorer la nature de cet instrument financier. Même si le DTS est défini comme un « actif de réserve internationale » – dont la création remonte à 1969, avec une réforme importante pour l'allocation de ces DTS en 2009, pour compléter les réserves de change officielles des pays membres du FMI –, concrètement il s'agit bien d'une sorte de monnaie internationale scripturale que le FMI a le pouvoir d'émettre, même si cette monnaie internationale ne remplit pas toutes les fonctions d'une monnaie digne de ce nom (voir notre document sur les fonctions de la monnaie). D'une certaine façon, le DTS rejoint le projet du Bancor qu'avait soutenu J.-M. Keynes lors de la conférence de Bretton Woods, sauf que le DTS a pour contrepartie un panier de monnaies. En 2009, le gouverneur de la Banque centrale chinoise avait fait ce rapprochement et dix ans après, en avril 2019, José Antonio Ocampo, professeur d'économie à l'Université Columbia et membre influent au sein de plusieurs institutions internationales, écrit un article intéressant : « L'actif de réserve mondial du Fonds Monétaire International (FMI), le Droit de Tirage Spécial, (DTS) est l'un des instruments de coopération multilatérale les plus sous-utilisés. En faire une véritable monnaie apporterait plusieurs avantages à l'économie mondiale et au système monétaire international. (...) Avant les négociations de Bretton Woods, John Maynard Keynes avait suggéré le "BANCOR" comme unité de compte de son projet d'Union internationale de compensation. Dans les années 1960, sous la direction de l'économiste américano-belge Robert Triffin, d'autres propositions ont été formulées pour résoudre les problèmes croissants créés par le système dualiste dollar-or qui avait été établi à Bretton Woods. Le système s'est finalement effondré en 1971. À la suite de ces discussions, le FMI a approuvé le DTS en 1967 et l'a inclus dans ses statuts deux ans plus tard. Bien que l'émission de DTS par le FMI ressemble à la création de monnaie nationale par les banques centrales, les DTS ne remplissent que certaines des fonctions de la monnaie. Certes, les DTS constituent un actif de réserve et donc une réserve de valeur. Ils sont également l'unité de compte du FMI. Mais seules les banques centrales – principalement dans les pays en développement, mais aussi dans les économies développées – et quelques institutions internationales utilisent les DTS comme moyen d'échange pour se payer mutuellement. Le DTS présente de nombreux avantages fondamentaux, notamment que le FMI peut l'utiliser comme instrument de politique monétaire internationale dans une crise économique mondiale. En 2009, par exemple, le FMI a émis 250 milliards \$ de DTS pour aider à lutter contre le ralentissement économique, à la suite d'une proposition du G20. (...) La meilleure alternative serait de transformer le FMI en une institution entièrement financée et gérée dans sa propre monnaie mondiale – une proposition faite il y a

L'EURO

plusieurs décennies par Jacques Polak, alors économiste en chef du Fonds. Une option simple serait de considérer les DTS détenus par les pays mais non utilisés en tant que "dépôts" au FMI, que le Fonds peut utiliser pour financer ses prêts aux pays. Cela nécessiterait une modification des statuts, car les DTS ne sont actuellement pas détenus dans des comptes ordinaires du FMI. Le Fonds pourrait alors émettre des DTS régulièrement ou, mieux encore, en période de crises, comme en 2009. (...) ».

Remarques finales :

1. Il a été question dans toutes les lignes qui précèdent de l'annulation de la dette publique au niveau de la BCE. Il faut savoir que la BCE ne détiennent que 18%-20% de la dette publique française (d'ailleurs, la BCE possède environ 20% de l'ensemble des dettes publiques de la zone euro), et ce n'est donc que sur cette proportion que se pose concrètement la question de l'annulation. En effet, il est difficile d'envisager une annulation à la fois sur les obligations détenues par des non-résidents (environ 55% actuellement) puisqu'il s'agit pour beaucoup d'entre eux d'investisseurs institutionnels dont il faut s'assurer des financements ultérieurs et sur les obligations détenues par le système de la bancassurance (25%) pour ne pas le mettre en difficulté. Moralité : il faut prendre exemple sur le Japon, dont la dette publique (250% du PIB !) est détenue en très large majorité par des résidents, d'où une grande indépendance par rapport aux marchés financiers ; il faut donc que la dette publique soit détenue le moins possible par des non-résidents, et par conséquent que l'épargne nationale soit sollicitée au maximum pour se placer en Bons du Trésor.

Cela dit, avec le nouveau dispositif du PEPP, qui consiste pour la BCE à racheter les titres publics émis par les États pour faire face spécifiquement à la crise du coronavirus, cela correspond bien, comme cela a été déjà mentionné plus haut, à une monétisation de la dette et par conséquent à une façon d'annuler les dettes publiques (à la condition toutefois que la BCE ne cherche pas à réduire plus tard, à un moment ou à un autre, la taille de son bilan).

2. L'exemple du Japon peut être suivi aussi sur le plan de la politique monétaire de la Banque centrale. En effet, la soutenabilité d'une dette est assurée aussi longtemps que le taux d'intérêt reste inférieur au taux de croissance. En achetant régulièrement depuis septembre 2016 des obligations d'État, la BoJ fait en sorte que le taux d'intérêt de long terme soit le plus bas possible pour que le taux de croissance ait des chances de lui être supérieur. En achetant des obligations, elle en fait monter le prix et donc, mécaniquement, baisser le taux : c'est le « contrôle de la pente de la courbe des rendements » - yield curve control - que le Japon a substitué à sa cible de monnaie centrale. Or, la zone euro risque de vite connaître une remontée des taux et un écartement des spreads : la BCE aura sans doute grand intérêt, très bientôt, à utiliser la méthode de la BoJ. Le QE est de ce point de vue insuffisant car c'est une méthode qui agit sur les quantités, mais pas sur les prix ; par contre, le tir de bazooka de la BCE annoncé le 18 mars avec son programme de rachat d'obligations étatiques de 750 milliards d'euros est un premier pas en cette direction.

Un autre comportement de la BoJ pourrait être adopté aussi par la BCE, c'est l'achat non seulement d'obligations, dans le but de contrôler la pente de la courbe des rendements comme il vient d'être dit, mais aussi d'actions pour soutenir l'investissement des entreprises et de participer ainsi à la politique de l'offre.

3. Après cette présentation rapide des différentes solutions qui peuvent être envisagées pour traiter le problème de l'accumulation de dettes publiques, appelées à devenir extraordinairement lourdes, soulignons qu'une solution très souvent évoquée ici pour corriger les défauts de construction de la zone euro, à savoir la mise en place d'un fédéralisme budgétaire digne de ce nom pour compléter le fédéralisme monétaire, peut constituer aussi une solution efficace pour prendre en charge les dépenses publiques qu'imposent les conséquences économiques et sociales de la crise sanitaire et que cela serait en même temps l'occasion d'avoir les moyens de développer un capitalisme durable et inclusif (ce serait là une retombée positive de la désignation très répandue du capitalisme néo-libéral et mondialisé comme bouc-émissaire de la « coronacrise »).

Enfin, ce même dimanche 5, paraît dans la revue « Politique internationale » un **article sur la crise actuelle de Dominique Strauss-Kahn**, ancien ministre français de l'économie et des finances et ancien directeur général du FMI, (et que j'ai eu personnellement un grand plaisir à côtoyer quand nous avons travaillé ensemble au sein du jury de l'agrégation « Économie et gestion » entre 1979 et 1993). Cet article est remarquable à plusieurs titres ; pour nous, ici, il l'est plus spécialement pour sa hauteur de vue,

Dans son premier volet, « Une crise de l'avoir », l'économiste chevronné DSK fournit une analyse éclairante sur la spécificité économique de la crise actuelle :

« (...) Cette récession ne ressemble que très partiellement à celles que nous avons connues parce qu'elle mêle un choc sur l'offre et un autre sur la demande.

Nous pouvons difficilement éviter les conséquences en termes d'emplois du choc sur l'offre. Celui-ci résulte des consignes de confinement qui, par défaut, se sont révélées indispensables du point de vue sanitaire. Avec une partie de la force de travail confinée pour une durée indéfinie, il est inévitable que la production chute. Des entreprises vont réduire leur effectif d'autres vont fermer. Ces emplois-là sont perdus, sans doute pour assez longtemps. C'est ce qui se passe en cas de catastrophe naturelle, mais elles ne touchent généralement qu'une partie de l'économie. Certaines de ces entreprises seront peut-être sauvées par l'État. Et le recours à des "nationalisations temporaires", que je ne concevais que pour des raisons peu fréquentes d'indépendance nationale, peut en sauver certaines mais pas toutes.

Le choc sur la demande a évidemment plusieurs causes qui se cumulent. Les revenus d'une partie de la population qui s'évanouissent, les consommations jugées non indispensables qui sont reportées, celles qui sont rendues impossibles par le confinement, et, comme "mes dépenses sont vos revenus" la demande faiblit encore. C'est le cycle bien connu de la récession.

À cela s'ajoute la fonte des actifs financiers. Dans une récession classique, la gestion la plus sage des actifs financiers consiste à attendre le retour à la normale si on n'est pas obligé de vendre pour une raison ou une autre. Ici, le retour à la normale ne se fera pas comme avant. Certains actifs financiers vont tomber à zéro parce que les entreprises qu'ils représentent vont fermer dans des proportions plus grandes que dans les crises précédentes. Cette fonte des actifs financiers renvoie à des comportements de précaution qui dépriment encore plus la demande globale. Ce "risque de ruine" de certains épargnants avait largement disparu depuis la Grande Crise, le voilà de retour.

C'est cette simultanéité des chocs d'offre et de demande qui rend la situation présente si exceptionnelle et si dangereuse. (...)

Plus qu'une redirection de la production vers une économie de guerre, on assiste à un coma organisé et à un délitement subi mais sans doute durable des chaînes d'approvisionnement. (...)

Pourrait-on éviter ces conséquences dramatiques ? Sans doute pas totalement, mais certainement en partie si nous sommes capables d'éviter les effets cumulatifs de la récession en combattant l'affaissement de la courbe de demande globale. (DSK fait allusion ici au modèle macroéconomique « OG-DG » d'inspiration keynésienne ; on en traite dans notre document sur le « modélisations schématiques de l'équilibre macroéconomique »).

La riposte a commencé et les banques centrales jouent leur rôle en inondant le marché de liquidités. Contrairement à la crise de 2008, ces dernières se sont montrées particulièrement rapides et coordonnées. (...) Mais ceci n'atteindra que par ricochet les économies émergentes qui ne disposent pas d'une banque centrale susceptible de remplir ce rôle. En revanche, il est possible d'utiliser un mécanisme qui a déjà fait preuve de son efficacité dans la crise financière mondiale : les Droits de Tirage Spéciaux du FMI. Rien n'empêche de les réactiver ; rien, sauf l'allergie américaine à tout ce qui ressemble à une action multilatérale, allergie que la tiédeur des Européens n'aide pas à contrebalancer. Allègement des dettes des pays à bas revenus et émission massive de DTS sont aujourd'hui un passage obligé pour contribuer à éviter une catastrophe économique dont les conséquences rejailliront au-delà des rives de la Méditerranée. Avant la crise actuelle, l'Europe avait déjà le plus grand mal à gérer l'afflux de quelques centaines de milliers de migrants se pressant à ses portes. Qu'en sera-t-il lorsque, poussés par l'effondrement de leurs économies nationales, ils seront des millions à tenter de forcer le passage. (...)

Toutefois, l'action monétaire a ses limites et, comme c'est le cas pour toute catastrophe naturelle, les soutiens budgétaires doivent être mobilisés. Ils le sont en partie et les mécanismes de soutien comme l'extension du chômage partiel en France vont dans le bon sens. Mais ils sont insuffisants face à l'ampleur du choc. (...)

Bien entendu, une partie de ce soutien finira en hausse des prix. Quand l'offre est contrainte par le confinement, la capacité de production est obligatoirement limitée. Mais cette pression à la hausse des prix, outre qu'elle ne sera pas malvenue par ailleurs, constituera un soutien à l'appareil productif aussi efficace que les mesures financières qui lui seront proposées.

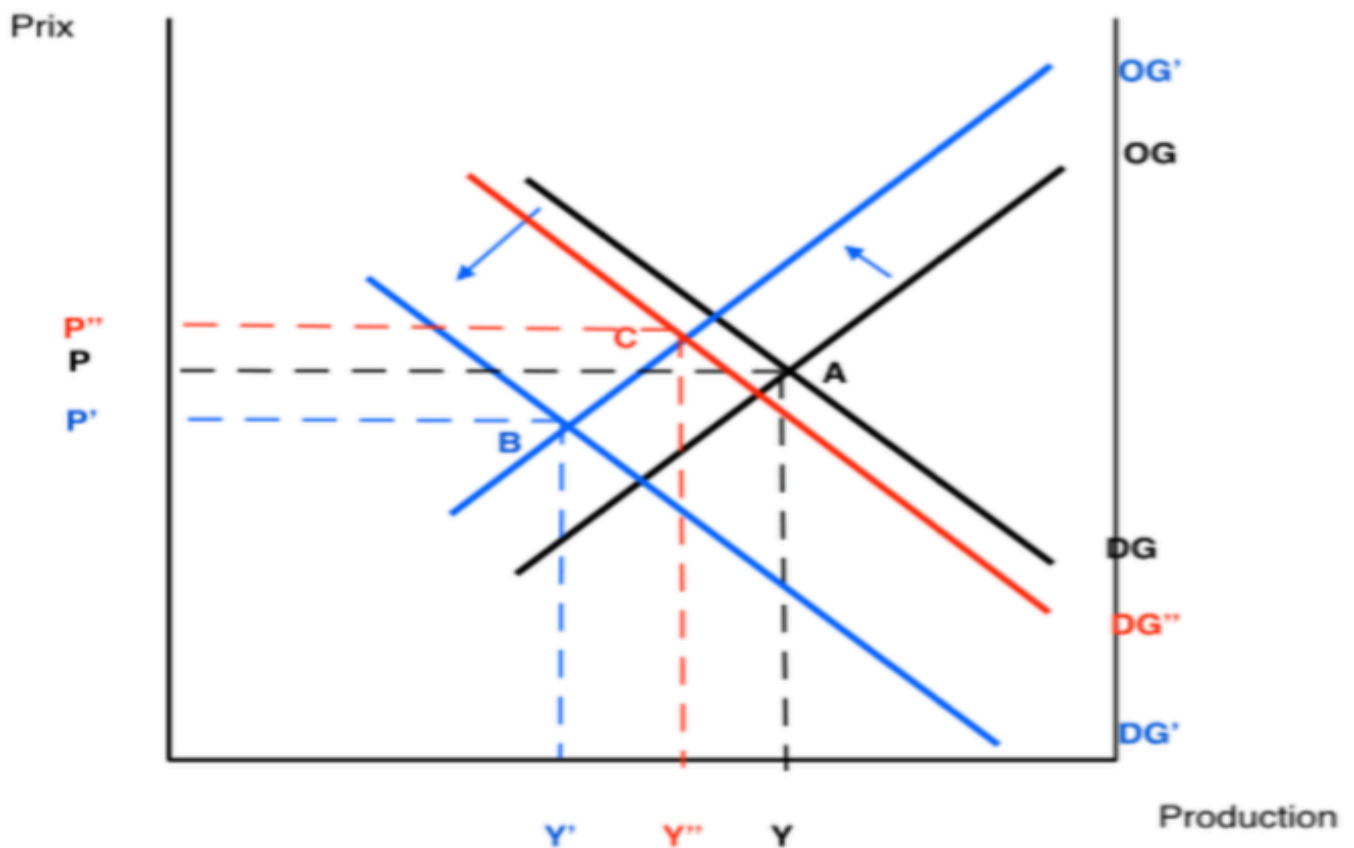
C'est ce que montre *le graphique I*. Dans cette présentation classique des courbes d'offre et de demande globale avec un choc sur la demande sans doute plus fort que celui sur l'offre, on voit comment une partie des pertes de production est impossible à éviter à court terme mais aussi comment les dégâts peuvent être limités par une politique appropriée sur la demande. En outre, le risque de ne rien faire peut considérablement aggraver la situation. La baisse de la demande, non compensée par des mesures de soutien, va créer un deuxième choc sur l'offre et ainsi de suite. La spirale déflationniste est alors en marche avec ses conséquences funestes.

Forcément, ces mesures de soutien de la demande ne joueront à plein que lorsque le confinement sera progressivement levé, permettant à la production de repartir. Mais il faut qu'elles soient à l'œuvre tout de suite, d'une part pour être en place le moment venu, d'autre part pour combattre l'angoisse des consommateurs qui ne peut que les pousser à thésauriser ce qui est l'inverse de ce qui est souhaitable ».

Après avoir évoqué la question douloureuse des inégalités, DSK se tourne vers « l'avenir économique, difficile dans tous les cas, est largement entre nos mains » :

www.christian-bialès

I. Chocs sur l'offre et la demande
Mesures de soutien de la demande



Les droites OG et OD retracent l'offre globale et la demande globale avant la crise. Le point d'équilibre est en A, le niveau de la production (et de l'emploi) est Y et celui des prix, P.

Le choc d'offre déplace la droite OG en OG', et le choc de demande subséquent la droite DG en DG'. L'équilibre s'établit alors en B, la perte de production est alors Y-Y' et la baisse des prix vaut P-P'. Baisse des prix et de la production, c'est la récession.

À moyen et long terme, les cartes seront rebattues

. DSK traite d'abord de la mondialisation :

« La mondialisation des échanges s'est évidemment accompagnée d'une nouvelle division internationale de la production. La faiblesse relative du coût du travail dans les économies émergentes combinée au développement des moyens de communication a été à l'origine d'une croissance sans précédent du commerce international. (...) C'est cette division internationale du travail qui est en cause aujourd'hui. La critique n'est pas nouvelle et la crise sanitaire agit surtout comme un révélateur. Les détracteurs ont été nombreux. Pour les uns, considérés comme des idéalistes, c'était l'absurdité écologique de faire transiter vingt fois des marchandises d'un bout à l'autre de la planète qui était en cause, en particulier pour les chaînes de valeur alimentaires. Pour les autres, considérés comme des doctrinaires, c'était la dénonciation d'un système permettant aux habitants des pays riches de continuer à profiter de la rente coloniale. La mondialisation "stade suprême du capitalisme" en quelque sorte. Pour d'autres enfin, considérés comme pessimistes, c'est la sécurité des approvisionnements qui était visée. On pense ici évidemment à la sécurité sanitaire ; 90% de la pénicilline consommée dans le monde sont produits en Chine. C'est aussi le cas avec les terres rares dont la Chine détient de facto un monopole de production alors même qu'il s'agit de composants essentiels à l'ensemble de l'industrie électronique et de communication. Tous avaient partiellement

raison et il est fort probable que la crise conduise à des formes de relocalisation de la production, régionales sinon nationales.

La mondialisation qui est en cause n'est pas l'ouverture sur le monde ni la conscience d'une humanité planétaire, celle-ci progresse lentement depuis longtemps, c'est ce que qu'Hubert Védrine appelle l'américano-globalisation de ces dernières décennies : « Celle qui a débuté dans l'après-guerre, qui s'est accélérée avec la réorientation de la Chine vers le marché par Deng en 1979, puis avec le duo Thatcher-Reagan au début des années 1980 et la dérèglementation financière sous l'influence de l'École de Chicago, et qui s'est enfin généralisée dans les années qui ont suivi la disparition de l'URSS fin 1991, disparition que les Occidentaux ont interprétée – à tort ! – comme la fin de l'histoire ».

Cette mondialisation n'a pas fait que des perdants. Les salariés des pays émergents travaillant dans des secteurs exportateurs (et par ricochet les autres) ont évidemment bénéficié d'une élévation de leur niveau de vie liée à des salaires plus élevés. Quant au consommateur des pays développés, il n'a pas longtemps hésité à se tourner vers ces produits importés pour bénéficier de la rente qu'ils portaient en eux. Et ce dernier ne renoncera pas aisément à une part significative de son pouvoir d'achat. La relocalisation d'une partie de la production aura un coût mais la crise que nous vivons peut suffire à en faire la pédagogie ».

. DSK traite ensuite de la croissance :

« Au-delà des formes que prendra la mondialisation, la crise peut permettre aux économies développées de sortir de l'impasse dans laquelle la croissance économique s'est perdue.

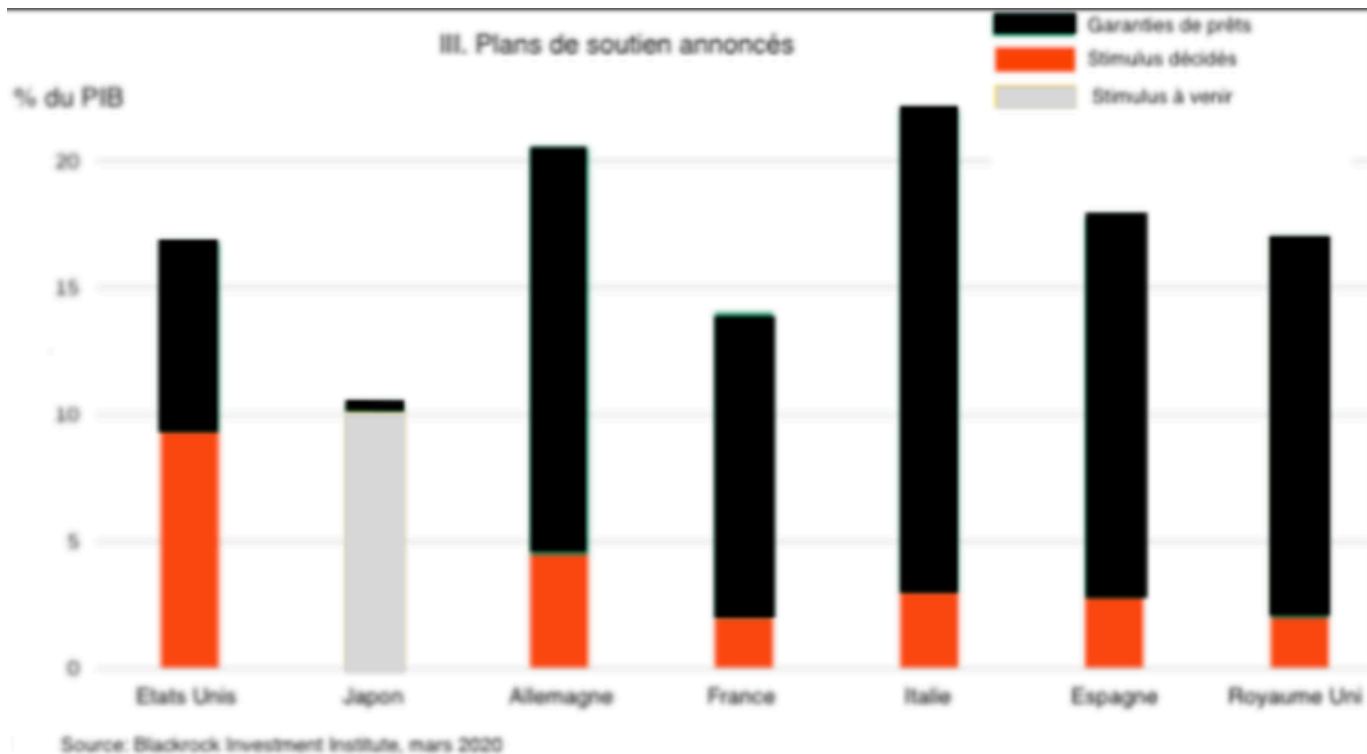
Le débat est bien connu qui a été relancé par Larry Summers en 2014. Reprenant le terme introduit par Hansen en 1939, il décrit un retour à la stagnation séculaire qui avait nourri tant de débats après la crise de 1929 : il s'agit d'un équilibre de sous-emploi dont les économies n'arrivent pas à sortir à cause d'un taux d'intérêt faible associé à une inflation quasi inexistante sur les marchés de biens et services quand le prix des actifs financiers est au contraire en hausse sensible. Le progrès technique dégage peu de nouveaux produits, les innovations entraînent surtout des économies de capital, l'investissement fléchit et il est impossible de le relancer parce que les taux d'intérêt sont déjà à zéro. L'épargne est alors surabondante. Elle ralentit la croissance économique faute d'un investissement public significatif limité par un endettement jugé déjà excessif au regard de ratios dette/PIB considérés comme insoutenables. Au cours des dernières décennies, l'ingénierie financière a soldé l'équation tout en provoquant des crises financières récurrentes qui masquent la réalité de l'économie réelle.

Face à cette situation de stagnation que connaissaient peu ou prou les économies développées, la crise économique, détruisant du capital, peut fournir une voie de sortie. Les opportunités d'investissement créées par l'effondrement d'une partie de l'appareil de production, comme l'effet sur les prix de mesures de soutien, peuvent relancer le processus de destruction créatrice décrit par Schumpeter. Son entrepreneur gagnerait alors sur le terrain la bataille théorique qu'il avait engagée, il y a longtemps, aussi bien contre les stagnationnistes optimistes comme Keynes que pessimistes comme Marx.

C'est ce renouveau de l'offre rendu possible par un choc aussi violent qui justifie les mesures prises par les gouvernements en faveur du secteur productif. Elles seront dérisoires sans mesures de court terme sur la demande, mais indispensables à la reconstruction de l'appareil de production ».

Après avoir évoqué la douloureuse question des inégalités, DSK prolonge sa réflexion : « L'avenir économique, difficile dans tous les cas, est largement entre nos mains » :

Les gouvernements ont déjà commencé à agir comme le montre le graphique II (Paolo Surico et Andrea Galeotti, « The economics of a pandemic : the case of Covid-19 », London School of Economics, 2/4/2020)). Mais ce graphique fait apparaître plusieurs faiblesses.



D'abord, l'ampleur très différente des stimuli déjà décidés (en rouge). Ensuite, la part prépondérante prise par les garanties d'emprunt, ce qui est certes utile, mais ne concerne que très indirectement le soutien à la demande des plus démunis. Enfin, l'absence de coordination dans la réponse alors que ce qui avait fait le succès de la relance de 2009 c'est qu'elle avait été largement coordonnée entre les principaux acteurs.

L'Union européenne a la possibilité, et pour moi le devoir, de fournir des éléments de réponse mais la mollesse du Conseil européen du 26 mars dernier et la pantomime de l'Eurogroupe ne poussent pas à l'optimisme. Le point principal est celui de la mutualisation budgétaire entre les États membres pour pouvoir mener une action significative.

Trois instruments sont en cours de discussion au sein de l'Eurogroupe :

- un soutien de l'ordre de 100 milliards d'euros aux mécanismes de chômage partiel ;
- un mandat plus vigoureux donné à la BEI qui peut prêter ou garantir des prêts ;
- une adaptation à la situation présente du Mécanisme Européen de Stabilité (16).

Mais, chacune de ces options passe à côté du sujet central qui est celui d'une réponse budgétaire mutualisée afin de ne pas mettre en péril la soutenabilité de la dette des pays les plus fragiles. Évidemment, tout ceci renvoie au débat sur la création des coronabonds et, plus généralement, sur la capacité d'emprunt de l'Union dont l'absence se fait aujourd'hui cruellement sentir. C'est également un enjeu politique : la BCE ne pourra pas longtemps mutualiser les dettes par le truchement des opérations de marché sans qu'un soutien politique explicite se manifeste.

Deux voies sont envisageables. La première serait une demande explicite des États de monétiser le surplus de dettes ; mais c'est une remise en cause de l'indépendance de la banque centrale. La seconde est d'avancer avec ceux qui le veulent pour émettre conjointement de la dette nouvelle afin de financer à la fois les coûts de la réponse sanitaire immédiate, de la solidarité internationale qui sera nécessaire notamment envers l'Afrique et enfin un plan de relance massif une fois l'urgence sanitaire passée. Le choix s'énonce donc simplement, il faut rompre l'un ou l'autre de ces deux tabous : l'indépendance de la banque centrale ou l'unanimité des États membres.

Car ce qu'il nous faut dès maintenant, ce sont :

- des plans de soutien de la demande de l'ordre de grandeur de la perte de production (plusieurs points de PIB pour 2020 seulement). Ceux-ci doivent reposer, pour les ménages comme pour les entreprises, sur de véritables soutiens à leur liquidité par des mesures fiscales et budgétaires ;
- une coordination de ces politiques avec les actions menées par les banques centrales en matière monétaire ;

- un instrument de mobilisation de ressources budgétaires et d'endettement commun en Europe. Sans mutualisation, la réponse budgétaire sera insuffisante ;
- une action concertée au niveau international incluant l'extension de cette liquidité au-delà des pays développés ».

La note (16) concernant le MES est intéressante à reproduire : « Ce mécanisme, créé en 2012, peut mobiliser jusqu'à 700 milliards d'euros. Il est parfois à tort, qualifié de FMI européen. La principale différence avec le FMI vient de ce que les ressources du MES sont des ressources d'emprunt et non des ressources monétaires. Ce n'est pas un Fonds Monétaire Européen mais un Fonds Budgétaire Européen ».

Après ce volet consacré à « la crise de l'avoir » suit un volet sur « la crise du pouvoir ». Nous laissons le soin au lecteur intéressé par cette question – et qui ne le serait pas ? – de lire directement ce qu'en dit DSK, surtout qu'il commence en considérant que cette crise du pouvoir « C'est peut-être celle qui est la plus inquiétante. Crise de la souveraineté, elle tient à l'autonomie des États dans un monde où les institutions multilatérales peinent à organiser les prises de décisions nécessaires à l'échelle globale. Crise de la représentation, elle touche aussi à l'exercice du pouvoir, à la garantie des libertés publiques et à la légitimité des autorités, en particulier dans les démocraties. Mais ce n'est pas la crise sanitaire et l'épidémie du Covid-19 qui créent ces crises. Elles ne font que révéler des faiblesses déjà largement existantes ».

Dominique Strauss-Kahn termine son propos par un troisième ensemble de considérations qui sonnent comme non seulement une conclusion de ce qui précède mais aussi comme autant d'ouvertures pour préparer la suite, parce que « sans doute entrons-nous dans un autre monde ». Ce que dit DSK est tellement important pour notre réflexion à tous que nous nous permettons de la citer largement :

« Une autre économie : le retour des régulations ?

La période actuelle est celle du désordre et la question se pose évidemment de savoir dans quelle direction nous nous orienterons lorsque la crise sanitaire sera jugulée. Au cours des trente dernières années, la cause était entendue. Nous assistions à la victoire sans partage du libéralisme économique dans la ligne de la fin de l'histoire de Francis Fukuyama. Mais ceux qui portent sur l'histoire le regard de la longue durée trouvent aujourd'hui matière à revenir sur l'idée que le libéralisme l'a définitivement emporté. La leçon donnée, il y a trois quarts de siècle, par Karl Polanyi est que le libéralisme économique est une phase de désorganisation entre deux périodes plus régulées. Celui-ci s'affirme périodiquement, comme une parenthèse, jusqu'à ce que, chaque fois la nécessité de nouvelles régulations s'impose parce que les phénomènes économiques ne sont pas indépendants du reste de l'évolution de la société.

En 150 ans, nous avons connu trois grands cycles de régulation du capitalisme. Celle qui, issue du XIX^{ème} siècle, s'achève avec la Première Guerre mondiale. Elle cède la place à une autre régulation fondée sur la production de masse dans un monde taraudé par la renaissance des nationalismes et habité par la construction de la démocratie. Et puis, une troisième phase est venue car, contrairement à ce qu'envisageait Polanyi, le marché ne s'est pas effondré avec la crise de 29 ni au sortir de la Seconde Guerre mondiale. C'est qu'après 1945, la généralisation de l'État providence, l'émergence de la domination américaine et l'effacement du fascisme ont façonné les nouvelles régulations des décennies suivantes. Vers la fin des années 70, une nouvelle rupture s'est amorcée. Elle touche aussi bien le monde de la production, les idées politiques que la scène internationale. L'émergence des technologies de l'information, la vague libérale du refus de l'impôt, puis l'effondrement du communisme annoncent la fin de la période sociale-démocrate.

Ainsi, nous connaissons depuis près de deux siècles une succession de phases organiques au cours desquelles un mode d'organisation de l'économie et de la société domine et des phases critiques pendant lesquelles ces régulations s'essouffent puis s'évanouissent, pour céder la place à d'autres. La dernière grande régulation collective a été celle de l'État providence. Qu'elle se soit épuisée ne fait plus de doute. Et malgré un léger balbutiement au lendemain de la crise des "subprimes", rien n'est venu la remplacer.

Entre ces phases de régulation, les anciens schémas se délitent, l'organisation collective recule, les individualismes retrouvent droit de cité. Jusqu'à ce qu'un choc massif permette à l'histoire de

repandre ses droits et que les hommes sculptent les charpentes de la société nouvelle. Ce sont de telles charpentes qu'il nous faut rebâtir aujourd'hui.

Ces réglementations n'épargnent aucune des activités humaines, mais au-delà de l'espace classique de la coopération économique, il y a plusieurs domaines où la nécessité de la régulation s'impose ».

DSK cite évidemment le champ de l'organisation sanitaire mais aussi le changement climatique. Et dans un cas comme dans l'autre, « même si l'on accepte l'hypothèse plausible d'une fragmentation de la mondialisation, ces différentes politiques ne peuvent qu'être globales. Revient alors la question lancinante qui traverse tout questionnement sur les conséquences de la crise sanitaire : y a-t-il une place pour le multilatéralisme ? Et au-delà, peut-on concevoir une action multilatérale qui ne relève pas uniquement des États mais qui se développerait entre les régions voire les grandes métropoles ? ».

Suit alors logiquement une réflexion sur un changement de paradigme pour un nouvel équilibre géopolitique, mais DSK élève encore davantage son propos en terminant son article sur une question philosophique : « la crise de l'être conduira-t-elle à un changement de la relation entre les hommes ? » :

« La métaphore guerrière, qui a été très largement utilisée ne trouve à s'appliquer que dans le temps de la mobilisation : la majorité des études (27) laisse entendre qu'il ne saurait y avoir d'armistice, encore moins de libération. Il s'agit donc non seulement d'un effort de guerre de long terme, mais également, d'une réintégration dans les consciences collectives, de la permanence d'un risque pandémique infectieux. Face à une menace aussi structurante et aussi universelle, il est probable que nous assistions à un changement profond des préférences collectives.

Première évolution probable de nos préférences collectives : le rapport à la temporalité. Entrer dans un monde marqué par l'aléa infectieux suppose de corriger nos carences et de constater notre incapacité, notamment en Europe, à donner une réalité au principe de précaution et à cultiver l'approche préventive. L'embolisation des systèmes de santé des pays développés n'est que le symptôme d'une vision politique de court terme qui se sent prémunie de tout imprévu matériel du seul fait de l'existence de marchés de biens et de services interconnectés et réactifs. Les décisions futures ne pourront s'exonérer d'une inscription, notamment budgétaire, dans le temps long ni d'une approche stratégique systématisée des différents pans prioritaires de la vie des populations.

Au-delà de ce premier aspect, le risque infectieux nous rappelle avec la force de l'évidence l'interdépendance entre les individus. C'est tout le paradoxe du confinement actuel : isolés chez eux, les individus n'ont jamais autant œuvré pour la restauration du collectif. La santé de chacun n'est plus, comme dans le cas des maladies cardio-vasculaires et dégénératives, la conséquence de comportements individuels : elle dépend de la responsabilité de chacun vis-à-vis du collectif, et, inversement, de la capacité du collectif à prendre en charge la santé du moindre de ses membres. (...)

En sus du nécessaire renforcement du rôle de l'OMS dans la mise en œuvre de politiques de prévention actives, cette réapparition du sentiment d'interdépendance doit être accompagnée pour ne pas qu'émerge une société de défiance généralisée. (...) Pour que le régime de transparence individuelle que l'on pressent ne se transforme pas en société de défiance, les pouvoirs publics se doivent de jouer un rôle actif afin de garantir non seulement l'anonymat des utilisateurs mais également l'effacement des jeux de données. Ce positionnement public ferme doit constituer le socle d'un nouveau "système providentiel" sur lequel asseoir une confiance et un pacte citoyen renouvelé ».

La note (27) renvoie à l'article important qu'a fait paraître le 17 mars le rédacteur en chef de la MIT Technology Review, Gideon Lichfield, « la normalité de reviendra pas » : <https://www.technologyreview.com/2020/03/17/905264/coronavirus-pandemic-social-distancing-18-months/>

L'idée-force de DSK selon laquelle la crise actuelle va nous faire entrer dans un nouveau monde, avec une nouvelle économie, de nouvelles réglementations, nous renvoie à la réflexion faite par Daniel Cohen que nous relatons plus haut, en date du 2 avril, qui évoque la mutation du capitalisme actuel, financiarisé et mondialisé, en un capitalisme « numérique ». Elle peut faire penser aussi aux réflexions que fait Patrick Artus, autre économiste souvent cité ici, quand il traite également de l'évolution profonde que va subir le système capitaliste. Dans un article récent (chez Odile Jacob, du 26 mars), il estime que les anomalies incontestables du capitalisme actuel peuvent être traitées non seulement en aval par la régulation mais aussi en amont en modifiant l'objectif des entreprises : « ce que nous allons observer globalement devrait être la réapparition du souci du long terme. Si les horizons de réflexion sont allongés, on doit s'occuper davantage de la santé,

des effets du vieillissement, de l'éducation, des productions stratégiques. On doit s'occuper aussi bien sûr davantage du climat et de l'environnement.

Ceci signifie que le taux d'actualisation de la société diminue : le bien-être à long terme des individus pèse davantage dans les décisions. Il serait alors logique, cohérent, que si le taux d'actualisation de la société diminue, l'exigence de rentabilité du capital des entreprises diminue aussi. Si les actionnaires se contentaient de 7 à 8% (et non 12 à 15%) pour le rendement des fonds propres, beaucoup d'efforts vertueux apparaîtraient spontanément : un partage des revenus plus favorables aux salariés, l'acceptation de la concurrence, des relocalisations dans des pays à coûts salariaux plus élevés ou des hausses de salaires plus rapides dans les pays émergents, le moindre recours à l'optimisation fiscale... »

Le lundi 6, le site « atlantico.fr » publie une contribution à la fois de Christian Saint-Étienne, de Loïk Le Floch Prigent et de Charles Reviens, intitulée « La France, malade de sa désindustrialisation (et de l'euro...) ? ».

Selon Christian Saint-Étienne, la situation sanitaire en France souffre énormément, spécialement quand on la compare à celle de l'Allemagne, de la désindustrialisation de notre système productif : « l'industrie allemande est au moins deux fois et demie plus importante que l'industrie française en termes de chiffre d'affaires. (...) Nous sommes passés de la première industrie pharmaceutique en Europe à la cinquième place en une quinzaine d'années. (...) L'industrie française est nue dans le combat international. (...) Ce que nous n'avons pas fait, c'est de réfléchir aux industries souveraines dont nous avons besoin pour faire face aux crises internationales. On a bien identifié qu'il fallait une industrie de défense et les travaux menés depuis quarante ans aux États-Unis et en Russie ont déterminé que pour maintenir la souveraineté d'un État il y a cinq domaines clefs : la défense, la santé-pharmacie, la finance, l'agro-alimentaire et les industries informatiques-numériques ». Cette faiblesse structurelle profonde de la France s'explique par une stratégie court-termiste et une vision comptable. Notons que dans la revue Challenges du 9 avril, Philippe Aghion fera le même constat : « la comparaison entre la France et l'Allemagne dans le commerce de produits sanitaires est édifiante. (...) La délocalisation de nos chaînes de valeur est cohérente avec nos avantages comparatifs dans les services et les produits à haute valeur ajoutée, mais elle crée de la dépendance. Cela a compromis les capacités de notre industrie à répondre à la crise. La France ne doit donc pas se contenter de relancer la demande, elle doit aussi repenser sa politique industrielle ». Nous répétons souvent ici qu'une économie doit marcher sur ses deux jambes, l'offre et la demande.

Sur ce thème de la désindustrialisation, Loïk Le Floch Prigent enfonce le clou : « Les sujets sur lesquels nos scientifiques nationaux, nos techniciens et nos industriels ont travaillé et qui n'offrent plus de fabrications sur notre sol sont nombreux, les batteries pour voitures électriques, les matériels de téléphone, les matériels des énergies solaire et éolienne, les téléviseurs, les ordinateurs... mais la théorie économique s'en satisfaisait, la mondialisation avait prévu la localisation des "fournisseurs au meilleur prix et au meilleur endroit" et ceux qui dénonçaient ces dérives des "chaînes de valeur ajoutée mondiale" étaient montrés du doigt comme appartenant au vieux monde désormais dépassé. Il a donc fallu se confronter à la réalité, notre économie ne pouvait plus répondre à nos besoins essentiels dans une situation de crise aiguë. Plutôt que de plonger dans la réalité industrielle et de concentrer un renouveau brutal sur les nécessités de l'heure, on a même préféré déclarer que les matériels requis n'étaient pas indispensables ! Consternant et douloureux pour tous ceux qui ont bâti un appareil industriel de qualité et qui l'ont vu disparaître peu à peu. (...) Comment a-t-on pu arriver en si peu de temps à un tel seuil de désindustrialisation ? Beaucoup de lâchetés et d'erreurs, une insouciance de nouvelles élites enthousiastes devant la mondialisation heureuse et sans aucune connaissance des mécanismes de création et de développement de l'appareil productif. La conscience de la nécessité d'un appareil industriel pour soutenir l'économie du territoire national a déserté les cerveaux de l'administration du pays et des élus de la République. (...) ».

Pour Charles Reviens, « la France connaît depuis 1999, année de mise en place de l'euro, une dégradation tout à fait considérable de son économie productive et de ses capacités industrielles. Le moins que l'on puisse dire, c'est que l'objectif de convergence des économies mises en avant au début des années 1990 par les promoteurs de l'union économique et monétaire n'a pas été tenu et que c'est strictement l'inverse qui s'est produit. Le thinktank allemand CEP (Centrum für Europäische Politik) a publié en 2019 une étude ratifiant les divergences majeures des économies européennes de la zone euro : l'économie allemande, et dans une moindre mesure l'économie néerlandaise, ressortent nettement vainqueurs de l'union monétaire, tandis que les deux grands perdants sont l'Italie et la France. Il y a donc une corrélation plus qu'évidente pour la France entre perte de compétitivité et la

désindustrialisation accélérée de la France et participation à la zone euro. On peut en revanche constater que de 1949 à 1989, la monnaie française s'était dépréciée de 30 % par rapport au deutsche mark tous les dix ans alors que les performances macro-économiques et industrielles des deux pays étaient alors beaucoup plus proches, au traditionnel biais mercantiliste allemand près. Il est plus que probable que l'euro est surévalué pour les fondamentaux de l'économie française, ce qui distribue du pouvoir d'achat mais étiole l'économie productive et exportatrice et donc contribue à la désindustrialisation. C'est probablement strictement l'inverse pour l'Allemagne, dont l'ambition de demeurer un grand pays industriel et exportateur est évident.

Sur la responsabilité de l'euro, Christian Saint-Étienne fait l'analyse suivante : « Ce n'est pas l'euro qui est responsable de la désindustrialisation. C'est le fait que stratégiquement, on n'a pas intégré l'entrée dans la zone euro pour modifier le comportement sur le plan salarial, industriel et en termes de politique de filière. Il aurait fallu comprendre en 1999 quand on est entré dans l'euro qu'il fallait rester au moins aussi compétitif que l'Allemagne. Quand on crée une zone monétaire, si on veut garder notre industrie, on doit être au moins aussi compétitif que le pays le plus compétitif de la zone. Or, au moment où nous sommes entré dans l'euro, les 35 heures ont coûté extrêmement cher en termes de compétitivité et de finances publiques. Cela a bien illustré que l'on rentrait dans l'euro sans comprendre ce que cela impliquait en termes de compétitivité économique. C'est cette incompréhension de la nécessité de garder cette compétitivité qui a conduit à une dérive permanente contribuant à la désindustrialisation. Cependant, l'euro n'est pas le seul fautif. C'est l'euro en conjonction avec les 35 heures d'une part mais c'est le fait qu'en France, il y a 25 ans, l'ensemble des élites de droite et de gauche ainsi que les élites économiques se sont convaincues que nous étions entrés dans un monde post-industriel, post-travail et qu'on pouvait laisser filer l'industrie sans que cela n'ait d'importance. Les élites n'ont pas compris que les industries sont les activités avec la plus forte productivité et qui assurent la compétitivité globale du pays. Il y a eu une incompréhension stratégique globale. (...) Dans le cas où nous n'aurions pas eu l'euro, la monnaie aurait été dévaluée pour améliorer notre compétitivité industrielle. Cela aurait affaibli notre système financier. Ce n'est pas l'idéal non plus. L'euro a été fait sur une demande française, c'est Mitterrand qui a exigé cela du chancelier Kohl. À partir du moment où nous voulions l'euro, il fallait vouloir toute la politique stratégique qui allait avec. Ce que l'on n'a pas fait ». Par ailleurs, selon Ch. Saint-Étienne, il ne faut pas trop s'étonner du manque de solidarité industrielle entre les États membres. On ne peut pas espérer que l'industrie allemande fonctionne pour les pays qui n'ont plus d'industrie : « si on crée une zone monétaire, par nature elle conduit à la spécialisation des sous-parties de la zone. Si on prend les États-Unis, il y a 50 États, c'est une zone monétaire mais tout le monde ne fait pas de l'aéronautique dans les 50 États, ni de l'électronique. Si on met en place une zone monétaire, on sait que pour que cela fonctionne dans la durée, il faut un gouvernement économique intégré et un budget de la zone pour opérer un minimum de redistribution. Aux États-Unis, ils l'ont car c'est le budget fédéral qui est en charge de cela. Chez nous, les personnes qui ne comprennent pas cela disent que nous avons le budget de l'Europe mais cela n'a rien à voir. Ce qu'il faut, c'est un budget de la zone euro. Il faudrait un budget de deux à trois points de PIB, spécifique à la zone euro permettant d'investir dans les infrastructures et dans la politique de souveraineté. La solidarité manque depuis que nous avons créé l'euro. (...) ».

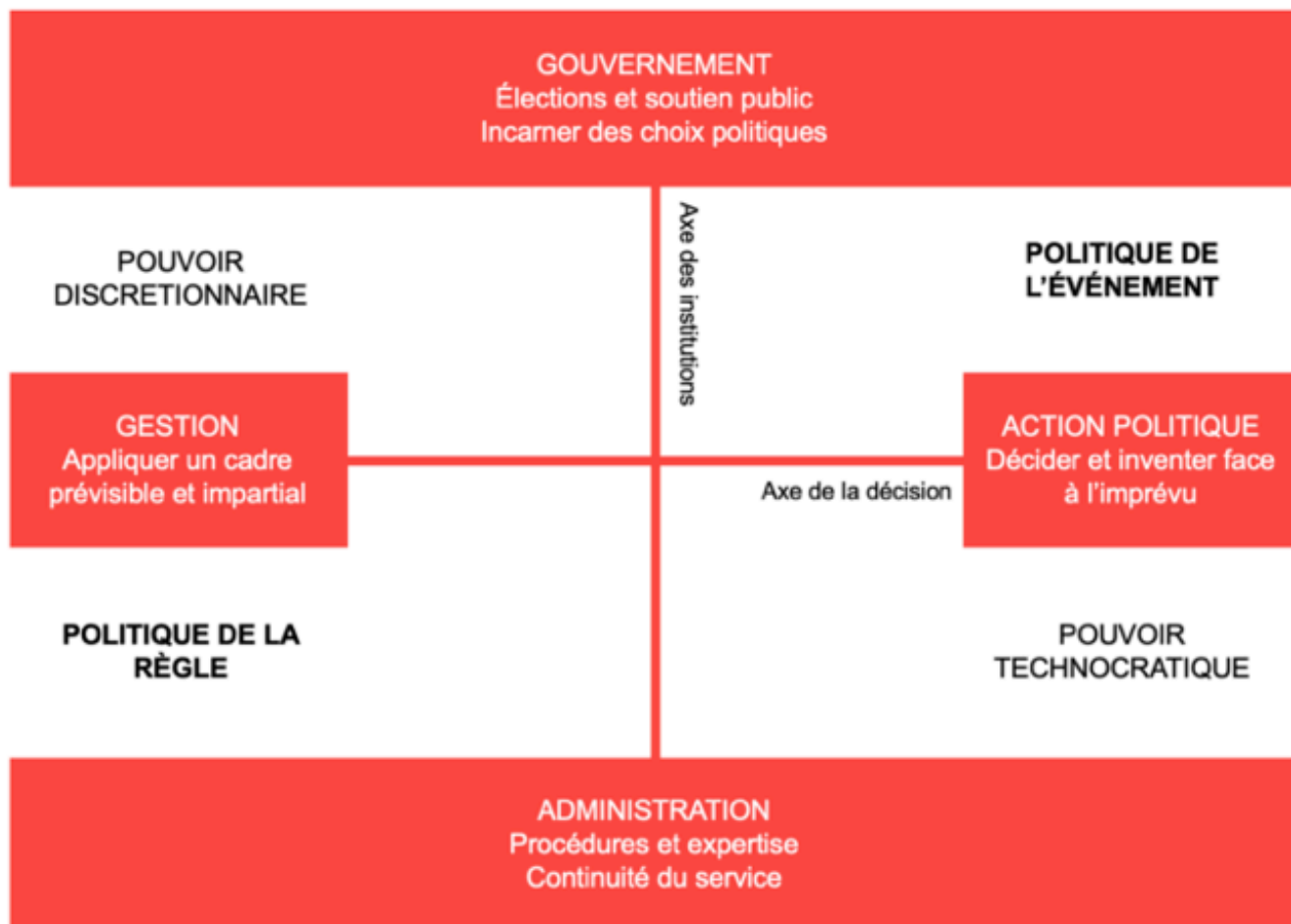
Remarque a posteriori : la crise du Covid-19 aggraverait considérablement la situation dans la mesure où la crise économique qu'elle engendrerait, notamment lors de la phase de confinement, affecterait tous les secteurs économiques, à commencer par ceux de l'industrie comme l'automobile et l'aéronautique.

Ce lundi 6, paraît dans 5 grands quotidiens européens (Les Echos en France) une tribune de Heiko Maas, ministre allemand des Affaires étrangères, et de Olaf Scholz, son collègue du ministère de l'économie, pour présenter leur conception d'une « réponse européenne à la crise basée sur la solidarité ».

Ce même jour du lundi 6, le site « legrandcontinent.eu » fait paraître une importante analyse due à Sébastien Lumet :

« (...) On peut regretter la prééminence politique du Conseil européen dans l'architecture institutionnelle de l'UE tant celle-ci est génératrice de blocages et d'atermoiements, mais il convient malgré tout de la constater pour en analyser les effets. Au sein de ce champ évolutif, les questions européennes ne sont plus uniquement l'instrument d'autres enjeux nationaux mais deviennent des

questions politiques existentielles, perçues comme telles et relevant de modalités décisionnelles communes dont les dirigeants européens doivent désormais rendre compte devant une opinion de plus en plus transverse. Cela crée paradoxalement une meilleure lisibilité du jeu politique européen, même si celui-ci se traduit par de remarquables divisions. En ce sens, l'émergence d'une sphère publique européenne qui se joue sous nos yeux s'inscrit notamment dans la continuité des dynamiques énoncées par le philosophe politique néerlandais Luuk van Middelaar. Lorsque l'Union fait face à une situation de crise à laquelle le script communautaire, ayant atteint ses limites, peut difficilement apporter de solution, elle improvise. Face à l'imprévu et à l'urgence, la *politique de l'événement* prend alors le relais pour trouver des solutions communes.



Graphique : Luuk van Middelaar, *Quand l'Europe improvise. Dix ans de crises politiques*, Paris, Gallimard, «Le Débat», 2018, 416 pages, ISBN 9782072734922

Théâtre d'un choc de convictions où la contradiction et la passion se déploient parfois avec brutalité, cette politique est constitutive d'une scène européenne en perpétuelle évolution. L'improvisation qui en résulte, toute cacophonique qu'elle soit, est en ce sens une nouvelle étape d'apprentissage, pour l'Union, à prendre des décisions face à l'imprévu afin de "mobiliser et d'organiser une puissance en commun". Ce faisant, elle fait interagir, pour un temps, les différents espaces publics européens et façonne une communauté de récits.

Pour que l'Union découvre le sens d'une action commune "en tant que corps politique dans le courant du fleuve qu'est le temps historique", elle devra toutefois faire triompher la conviction de son unité sur l'étendue de ses divisions internes. Cette crise est un nouveau test de sa capacité à faire surgir un tel équilibre positif. La sphère publique européenne naissante en sera le premier témoin ».

Note : Sébastien Lumet renvoie souvent dans son article au livre qu'a écrit en 2018 le philosophe néerlandais Luuk van Middelaar, « Quand l'Europe improvise ; 10 ans de crises politiques ». Selon ce philosophe, la crise de 2007-2008 a transformé profondément l'Europe en consacrant « le passage d'un système purement tourné vers la *politique de la règle* à un système dans lequel l'Union est en mesure de mener en outre une *politique de l'évènement* ». Et comme le dit Sébastien Lumet dans le commentaire qu'il fait de ce livre en août 2019, « autrement dit, à la mécanique institutionnelle communautaire tournée vers le temps long du consensus, vient s'adjoindre une capacité à prendre des décisions improvisées dans un contexte inédit et soudain ». La résolution de la crise des dettes

souveraines dans la zone euro est pour le philosophe néerlandais une bonne illustration de la « politique de l'évènement » où la pérennité de l'union prend le dessus sur les intérêts égoïstes des États. Le Brexit et la crise migratoire fournissent d'autres exemples. La thèse de Luuk van Middelaar est donc porteuse d'espoir dans les circonstances actuelles, particulièrement graves pour l'unité de l'Europe. Comme le dit le philosophe, gouverner c'est aussi la « capacité à augmenter sa résilience, son dynamisme et sa capacité d'improvisation ».

Le mardi 7, réunion technique mais d'une grande importance du Conseil des gouverneurs de la BCE : « La BCE adopte un ensemble de mesures de garantie sans précédent pour atténuer le resserrement des conditions financières dans la zone euro

. Augmentation temporaire de la tolérance au risque de l'Eurosystème afin de soutenir le crédit à l'économie

. La BCE assouplit les conditions d'utilisation des créances privées en garantie

. La BCE adopte une réduction générale des décotes sur l'évaluation des garanties

. Renonciation à accepter des instruments de dette souveraine grecque comme garantie dans les opérations de crédit de l'Eurosystème

. La BCE évaluera de nouvelles mesures pour atténuer temporairement l'effet sur la disponibilité des garanties des contreparties résultant de la dégradation des notations.

Le conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a adopté aujourd'hui un ensemble de mesures temporaires d'assouplissement des garanties afin de faciliter la disponibilité de garanties éligibles pour les contreparties de l'Eurosystème pour participer aux opérations d'apport de liquidité, telles que les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO-III). Le paquet complète d'autres mesures récemment annoncées par la BCE, notamment des opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) et le programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (PEPP) en réponse à l'urgence du coronavirus. Les mesures soutiennent collectivement l'octroi de prêts bancaires, notamment en assouplissant les conditions auxquelles les créances privées sont acceptées en garantie ».

Ces nouvelles mesures vont grandement faciliter le soutien des économies de la zone euro, au travers en particulier de celui des entreprises en difficulté.

Le même mardi 7, alors que commence la réunion de l'Eurogroupe tant attendue, à commencer par les Chefs d'États et de gouvernement du Conseil européen (voir ici en date du 26 mars), le rédacteur en chef du magazine « der Spiegel » publie un éditorial qui critique la position négative d'A. Merkel sur la question des « coronabonds », et, pour renforcer son argumentation, il n'hésite pas à « ressortir » les accords de Londres en février 1953 qui a mis en musique l'allègement des dettes de l'Allemagne d'avant et après la seconde guerre mondiale vis-à-vis de ses créanciers pour lui permettre de se reconstruire, en évitant l'erreur commise par le Traité de Versailles en 1919 au lendemain de la première guerre mondiale. Le montant à rembourser fut réduit de 50% et ce qui restait à rembourser était d'un poids tout-à-fait supportable, vu le redémarrage de l'économie allemande. Signalons que parmi les signataires on trouve la France, l'Italie et l'Espagne... Le dernier versement a eu lieu en octobre 2010.

Le mercredi 8, la réunion de l'Eurogroupe se termine sur un échec !

Son président déclare dans la matinée : « Après 16h de discussions, nous sommes proches d'un accord mais nous n'y sommes pas encore. J'ai suspendu l'Eurogroupe et on va continuer demain, jeudi. Mon objectif demeure : un filet de sécurité européen solide contre les retombées du covid19 (pour protéger les travailleurs, les entreprises et les pays) et s'engager dans un plan de relance important ». De son côté, le ministre français de l'économie Bruno Le Maire reconnaît qu'il n'y a pas d'accord et tweete : « Avec Olaf Scholz, nous appelons tous les États européens à être à la hauteur des enjeux exceptionnels pour parvenir à un accord ambitieux » ; ce à quoi le ministre de l'économie allemand répond : « En cette heure difficile, l'Europe doit se rapprocher. En collaboration avec Bruno Le Maire, j'appelle donc tous les pays de la zone euro à ne pas refuser de résoudre ces problèmes financiers difficiles et à faciliter un bon compromis pour tous les citoyens ». Selon certaines sources, l'échec s'explique essentiellement par une profonde divergence de vues entre l'Italie et les Pays-Bas sur la question de la mutualisation des dettes.

Très tôt le matin, Bruno Le Maire fait savoir, très justement, que « nous comptons nos morts par centaines et par milliers, et les ministres des finances jouent sur les mots et les adjectifs. C'est une

honte pour les ministres des finances (...) Nous serons jugés sévèrement par les marchés, par nos populations et par les autres pays parce que nous sommes incapables de dépasser nos divergences ». ***En ces dramatiques circonstances, cet échec de l'Eurogroupe signe pratiquement l'avis de décès de l'UE et plus précisément de la zone euro : peut-on encore espérer que l'une et l'autre ressuscitent ? En tout cas, cela fait s'évanouir pour longtemps tout espoir de voir naître un jour une fédération européenne.***

Pour être moins pessimiste et moins catégorique, on doit impérativement se poser la question de savoir si la question des coronabonds est le bon thème de discussion entre les États membres et le bon indicateur du degré de solidarité qu'il y a entre eux. Et cela pour deux raisons : la première, décisive et déjà énoncée ici (voir nos commentaires en date des 26 mars et 3 avril), est que les nouvelles mesures prises par la BCE rendent - au moins pour l'instant - inutile la mise en place de coronabonds, et la seconde est la longueur du processus d'une éventuelle mise en place, car il est vrai que cela nécessiterait de passer de longues étapes juridiques, institutionnelles et politiques. Il vaut mieux se concentrer sur l'assouplissement des modalités d'utilisation du MES, notamment en ce qui concerne le problème des conditions à respecter pour que l'Italie n'ait pas le sentiment d'être mise sous tutelle ; d'ailleurs, des pays comme l'Autriche semblent être prêts à des assouplissements. Faire de la création de coronabonds l'alpha et l'oméga de la solidarité européenne face à la crise sanitaire-économique est finalement contreproductif.

C'est non seulement contre-productif mais c'est également inutile parce que les textes qui régissent l'UE et la zone euro sont clairs : d'une part, le sanitaire et la santé sont du ressort de chaque État membre et pas de l'UE, et surtout d'autre part, ce qui est considéré comme un manque caractérisé de solidarité entre les pays du Nord et ceux du Sud s'explique par ce que disent les textes officiels européens, en particulier l'article 125.1 du TFUE (Traité de fonctionnement de l'UE), avec sa fameuse clause dite de « no bail-out » : « L'Union ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics d'un État membre, ni ne les prend à sa charge, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique. Un État membre ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics d'un autre État membre, ni ne les prend à sa charge, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique », et, pour préciser le champ d'application de cette clause, la Cour de Justice de l'UE avait indiqué en novembre 2012 : « Cette disposition interdit à l'Union et aux États membres l'octroi d'une assistance financière qui aurait pour effet de porter atteinte à l'incitation de l'État membre bénéficiaire [...] à mener une politique budgétaire saine. (...) En revanche, l'article 125 TFUE n'interdit pas l'octroi d'une assistance financière par un ou plusieurs États membres à un État membre qui demeure responsable de ses propres engagements à l'égard de ses créanciers et pourvu que les conditions attachées à une telle assistance soient de nature à inciter ce dernier à mettre en œuvre une politique budgétaire saine ». On ne peut pas faire autrement ici que de reconnaître, derrière ces notions de conditionnalité et de risque d'aléa moral, l'inspiration ordo-libérale de ces textes officiels, donc celle des pays du Nord : l'UE et la zone euro sont hélas faites comme cela ! Heureusement que la crise grecque a forcé les pays du Nord à accepter des accommodements tels que le MES, sorte de « FMI européen » entré en fonction le 1^{er} juillet 2012 et résultat de la fusion entre le FESF (Fonds européen de stabilité financière) et le MESF (Mécanisme européen et stabilité financière), créés dans l'urgence en 2010 mais ils en ont conditionné l'utilisation... (notons que l'Allemagne souhaitait la constitution d'un « FMI européen » pour que les problèmes financiers internes à l'Europe ne soient pas traités par le FMI et aussi pour qu'il soit un gendarme budgétaire).

Etant donné l'importance de cette réunion de l'Eurogroupe pour l'avenir de l'UE et de la zone euro, et conscients que se joue en ce moment l'avenir de l'UE et de la zone euro, plusieurs organes de presse publient des articles sur le sujet.

Ainsi, dans le *journal Le Monde* de ce mercredi 8 paraissent deux articles, l'un de l'avocat américain Lee C. Buchheit, spécialiste des dettes souveraines, l'autre du Président du gouvernement espagnol, Pedro Sanchez.

Lee C. Buchheit propose un instrument particulier de mutualisation des dettes qui pourrait rasséréner les Pays-Bas, l'Autriche, la Suède et le Danemark opposés catégoriquement aux coronabonds : « L'une des approches envisagées est de ressusciter l'idée d'émettre un instrument obligataire, un "coronabond" mutualisant le risque crédit de l'ensemble de la zone euro. Mais cette idée ravive en Europe le vieux débat Nord-Sud sur les risques d'aléa moral : ce serait en effet permettre à des États dont le risque crédit est élevé de profiter de la situation plus favorable des autres. Ce débat a divisé l'Europe au cours des dix dernières années, et il y a aujourd'hui un risque qu'il ne soit pas résolu à temps pour aider les pays submergés par la crise du Covid-19. Il est une autre voie par laquelle l'Europe pourrait manifester sa solidarité à l'égard des pays les plus affectés, sans obliger les Européens du Nord à avaler la pilule d'un eurobond mutualisé : permettre aux États les plus touchés par la crise d'emprunter sur les marchés obligataires en leur nom propre, mais avec un instrument juridiquement "senior", c'est-à-dire bénéficiant d'une priorité de remboursement par rapport à leurs autres obligations. Appelons-le "senior coronabond" (SCB) ».

Pedro Sanchez intitule son article : « Même les européens, comme l'Espagne, ont besoin de preuves d'un réel engagement de l'UE ». Citons la fin de sa contribution : « Le défi auquel nous sommes confrontés est extraordinaire, sans précédent. Il exige une réponse unie, unique, extrême et ambitieuse pour préserver notre système économique et social. Pour protéger nos citoyens. Les Espagnols ont toujours protégé et défendu le projet européen. L'heure est à la réciprocité. Avec nous, avec l'Italie et avec chacun des vingt-sept pays de l'Union. Le moment est venu d'agir de manière solidaire : créer un nouveau mécanisme de mutualisation de la dette, agir comme un seul bloc pour l'acquisition de produits de santé de base, établir des stratégies coordonnées de cybersécurité et préparer un grand plan d'attaque pour assurer une reprise rapide et solide du continent. Pour qu'il n'y ait pas de fracture entre le Nord et le Sud. Pour que nul ne soit laissé pour compte. Nous vivons des temps particulièrement difficiles qui exigent des décisions courageuses. Des millions d'Européens adhèrent au projet de l'Union. Ne les abandonnons pas. Donnons-leur des raisons de continuer à y croire. C'est maintenant ou jamais : l'avenir de l'Europe est en jeu ».

De son côté, le site *Atlantico.fr* publie un dialogue intéressant entre Bruno Alomar et Édouard Husson. Pour l'économiste Bruno Alomar, « Les élites françaises, ou plutôt ceux qui occupent des postes de responsabilités dans l'État et les entreprises – et dont beaucoup, par leur incompétence, n'ont rien qui corresponde à l'idée que nous nous faisons d'"élites" – ont souvent abdiqué toute forme de pensée à l'égard de l'euro, et plus généralement de l'Europe, au bénéfice d'une sorte de prêt-à-penser idéologique que l'on peut résumer ainsi "toujours plus d'Europe". Leur idée initiale était que l'euro permettrait de "discipliner" les Français en empêchant la dévaluation, et, mécaniquement, contraindrait à la discipline budgétaire. Ces deux idées se sont fracassées sur une réalité : l'incapacité des dirigeants politiques à maintenir les finances publiques en ordre, c'est à dire, car c'est la même chose, à réformer l'économie française ».

De son côté, l'historien Édouard Husson rappelle bien l'enjeu fondamental pour terminer sa contribution : « Le COVID 19 est comme un "Mene Tekel", cet avertissement biblique qui vient s'inscrire sur le mur où Nabuchodonosor et les dirigeants babyloniens festoyaient en toute quiétude. Soit les responsables de la zone euro vont à bout de la création d'une monnaie, avec mutualisation des dettes, émission directe par la BCE du crédit et transfert de la fiscalité au niveau européen ; soit l'on va inéluctablement vers un éclatement de la zone euro. Nous n'avons pas su créer une vraie monnaie européenne quand l'économie se portait bien. Je crains donc que l'éclatement soit proche. Quand bien même le monde dirigeant allemand deviendrait lucide, il est bien tard ».

Le jeudi 9 au matin, Christine Lagarde, la Présidente de la BCE, est interviewée sur France Inter. Pour décrire la situation de nos économies en ce moment, elle utilise la métaphore du sportif qui a l'habitude de s'entraîner chaque jour et qui, du jour au lendemain, est obligé de s'arrêter de s'entraîner : cela a pour lui de nombreuses conséquences négatives et il doit tout faire pour que ses

muscles ne s'atrophient pas trop, qu'il ne s'affaiblisse pas trop pour pouvoir, le moment venu, redémarrer ses activités dans les meilleures conditions possibles, et de plus belle. Selon Christine Lagarde, il est certain que la reprise sera d'autant plus difficile que le confinement aura été long parce que les dommages subis seront importants et la reprise ne sera pas nécessairement aussi vigoureuse que certains veulent bien croire car des secteurs seront moins résilients que d'autres. La Présidente de la BCE n'est pas convaincue par J.-C. Juncker, l'ancien Président de la commission européenne, quand il estime que la crise actuelle sera moins grave que celle de 2008 parce que, pour elle, les capacités de rebond vont dépendre de la durée de l'arrêt des activités et de l'intensité et donc l'efficacité des mesures prises, à la fois monétaires et budgétaires. Pour la durée, il faut qu'elle soit aussi longue que nécessaire et Ch. Lagarde compare l'action actuelle de la BCE à celle d'un bouclier pour protéger l'économie qui est littéralement sous cloche, car si cela n'était pas fait, les conséquences, après, en seraient désastreuses. Concernant les entreprises à soutenir, il faut, selon Ch. Lagarde, privilégier les PME les plus vulnérables, non parce qu'elles étaient mal gérées mais par la nature de leurs activités ; car ce sont elles qui ont l'accès au crédit le plus délicat ; d'où la décision prise par la BCE il y a 3 jours de faciliter au maximum le crédit en leur direction : le refinancement devient sans plancher et il y a assouplissement sur les collatéraux des opérations de « repo ». Ainsi, les banques ne porteront pratiquement plus de risque sur les crédits qu'elles accordent et c'est la BCE qui l'assume. Selon Ch. Lagarde, il ne faudra pas resserrer trop vite les politiques budgétaires et prévoir du temps pour le remboursement des dettes, beaucoup de temps... La question de l'annulation éventuelle des dettes ne se pose pas du tout (« cela me paraît totalement impensable »), et celle de l'amortissement des dettes n'est pas d'actualité. Sur l'Eurogroupe, la Présidente de la BCE pense que des progrès sont engrangés et il faudra que les efforts actuels de coordination pour faire face à la crise soient poursuivis après ». À une question posée par un auditeur, Ch. Lagarde reconnaît qu'après la crise il sera intéressant de réfléchir sur les performances des différents systèmes de protection sociale et sur les valeurs en général.

Ce jeudi 9, en journée, malgré les déclarations récentes de son gouverneur, la Banque d'Angleterre décide de financer temporairement par création monétaire le gouvernement britannique, ce qui va permettre à celui-ci de faire moins appel au marché. Le remboursement devra se faire en principe d'ici la fin de cette année. Cette solution du financement monétaire avait été déjà mise en œuvre lors de la crise de 2007-2008.

Le jeudi 9, en soirée, la réunion de l'Eurogroupe-Écofin parvient à un accord sous les applaudissements des ministres ! Son Président Mario Centeno tweete en portugais : « l'eurogroupe a conclu un accord pour un filet de sécurité à l'échelle européenne de plus de 500 milliards d'euros pour protéger les travailleurs, les entreprises et les finances publiques contre cette pandémie. C'est une Europe qui protège et nous donne confiance ». Cela « marque un jour important pour l'UE » pour B. Le Maire et c'est « un grand jour pour la solidarité européenne » pour son homologue allemand, Olaf Scholz. Pour le ministre français de l'économie, c'est un « excellent accord entre ministres des finances européens incluant 500 milliards d'euros disponibles immédiatement et un fonds de relance à venir ; l'Europe décide et se montre à la hauteur de la gravité de la crise ». Il écrira peu après : « Passées l'émotion et la fatigue, chacun a vu qu'il n'était pas possible de continuer comme ça. C'était soit un accord, soit un risque de dislocation européenne ». De même, Olaf Scholz enverra par la suite plusieurs tweets pour insister sur le fait qu'« il est important que nous tous apportions une réponse commune qui permette à nos États de surmonter les défis sanitaires mais aussi les défis économiques ; après de longues, longues discussions, on est parvenu à trouver un consensus qui prévoit des réponses fortes : un fort soutien apporté aux entreprises, un soutien très clair aux salariés et salariées et aux États qui en ont besoin ». Le ministre italien de l'économie, Roberto Gualtieri, salue « une proposition ambitieuse » ; et ajoute que son pays « se battra pour qu'elle se concrétise ». Selon Christine Lagarde, il s'agit d'« un accord novateur » ; ce que confirme Mario Centeno en remarquant que l'Eurogroupe vient de faire « des propositions audacieuses qui semblaient impossibles il y a à peine quelques semaines ».

Pour la mise en œuvre de toutes ces mesures envisagées par les ministres de l'économie et des finances, il faut attendre que le Conseil européen qui rassemble les chefs d'États et de gouvernements les entérine.

Sur le site dédié à l'Eurogroupe, on trouve le communiqué de presse qui donne le détail des décisions prises :

<https://www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2020/04/09/report-on-the-comprehensive-economic-policy-response-to-the-covid-19-pandemic/>

Nous donnons ci-après quelques extraits de ce communiqué :

Point 16 : Des filets de sécurité sont en place dans la zone euro et dans l'UE. Dans la zone euro, le MES est équipé d'instruments qui pourraient être utilisés, selon les besoins, d'une manière adaptée à la nature du choc symétrique provoqué par COVID 19. Nous proposons d'établir un soutien en cas de crise pandémique, basé sur la précaution ECCL existante, et ajusté à la lumière de ce défi spécifique, en tant que sauvegarde pertinente pour les États membres de la zone euro touchés par ce choc extérieur. Il serait accessible à tous les États membres de la zone euro en ces temps de crise, avec des modalités normalisées convenues à l'avance par les organes directeurs du MES, reflétant les défis actuels, sur la base d'évaluations initiales par les institutions européennes. La seule exigence d'accès à la ligne de crédit sera que les États membres de la zone euro qui demandent un soutien s'engagent à utiliser cette ligne de crédit pour soutenir le financement national des soins de santé directs et indirects, des soins et des coûts liés à la prévention en raison de la crise COVID 19. Les dispositions du traité MES seront suivies. L'accès accordé représentera 2% du PIB de chaque membre à la fin de 2019, à titre de référence. Avec un mandat des dirigeants, nous nous efforcerons de rendre cet instrument disponible dans les deux semaines, tout en respectant les procédures nationales et les exigences constitutionnelles. La ligne de crédit sera disponible jusqu'à la fin de la crise COVID 19. Par la suite, les États membres de la zone euro resteraient déterminés à renforcer les fondamentaux économiques et financiers, conformément aux cadres de coordination et de surveillance économiques et budgétaires de l'UE, y compris toute flexibilité appliquée par les institutions compétentes de l'UE. La facilité de balance des paiements peut apporter un soutien financier aux États membres qui n'ont pas adopté l'euro. Il devrait être appliqué d'une manière qui tienne dûment compte des circonstances particulières de la crise actuelle ».

Précisons que la précaution ECCL signifie « Enhanced Conditions Credit Line », soit une ligne de crédit de précaution qui est une ligne de crédit assortie de conditions renforcées ; il faut la demander au MES.

Soulignons, comme indiqué plus haut, la limite des 2% du PIB national, ce qui limite la portée de la mesure.

Point 17 : « Dans un esprit de solidarité et à la lumière du caractère exceptionnel de la crise COVID-19, nous convenons de la nécessité de mettre en place, pour la durée de l'urgence, un instrument temporaire d'aide financière en vertu de l'article 122 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Nous nous efforcerons de rendre l'instrument opérationnel dès que possible. Dans ce contexte, nous saluons la proposition de la Commission du 2 avril visant à mettre en place un instrument temporaire soutenant les États membres pour protéger l'emploi dans les circonstances d'urgence spécifiques de la crise COVID-19. Il fournirait une aide financière pendant la période de crise, sous forme de prêts accordés à des conditions favorables par l'UE aux États membres, à hauteur de 100 milliards d'euros au total, en s'appuyant autant que possible sur le budget de l'UE, tout en garantissant capacité de soutien à la balance des paiements et sur les garanties fournies par les États membres au budget de l'UE. L'instrument pourrait principalement soutenir les efforts de protection des travailleurs et des emplois, tout en respectant les compétences nationales dans le domaine des systèmes de sécurité sociale et certaines mesures liées à la santé. Cette proposition devrait être mise en œuvre sans délai dans le processus législatif. La position des États membres sur cet instrument d'urgence ne préjuge pas de la position sur les futures propositions relatives à l'assurance-chômage. Conformément à sa base juridique, l'accès à l'instrument sera interrompu une fois l'urgence COVID-19 passée ».

Rappelons le contenu des 2 alinéas que comporte l'article 122 du TFUE, en soulignant l'importance du second :

1. Sans préjudice des autres procédures prévues par les traités, le Conseil, sur proposition de la Commission, peut décider, dans un esprit de solidarité entre les États membres, des mesures appropriées à la situation économique, en particulier si de graves difficultés surviennent dans l'approvisionnement en certains produits, notamment dans le domaine de l'énergie.

2. Lorsqu'un État membre connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés, en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle, le Conseil, sur proposition de la Commission, peut accorder, sous certaines conditions, une assistance financière de l'Union à l'État membre concerné. Le président du Conseil informe le Parlement européen de la décision prise.

Point 19 : « Dans ce contexte, nous avons également convenu de travailler sur un fonds de relance pour préparer et soutenir la relance, en fournissant des financements via le budget de l'UE à des programmes conçus pour relancer l'économie conformément aux priorités européennes et en garantissant la solidarité de l'UE avec les États membres les plus touchés. Un tel fonds serait temporaire, ciblé et proportionné aux coûts extraordinaires de la crise actuelle et aiderait à les répartir dans le temps grâce à un financement approprié. Sous réserve des orientations des dirigeants, les discussions sur les aspects juridiques et pratiques d'un tel fonds, y compris sa relation avec le budget de l'UE, ses sources de financement et les instruments financiers innovants, conformes aux traités de l'UE, prépareront le terrain pour une décision ».

Point 20 : « Le prochain cadre financier pluriannuel (CFP) de l'UE jouera un rôle central dans la reprise économique. Il devra refléter l'impact de cette crise et l'ampleur des défis à venir, en fixant les bonnes priorités, pour permettre aux États membres de faire face efficacement aux retombées de la crise des coronavirus, de soutenir la reprise économique et de garantir la cohésion au sein de la L'union est maintenue par la solidarité, l'équité et la responsabilité. Nous saluons l'intention de la Commission d'adapter sa proposition de CFP afin de refléter la nouvelle situation et les nouvelles perspectives ».

Point 21 : « Les travaux se poursuivent sur une feuille de route plus large et un plan d'action pour soutenir la reprise de l'économie européenne par la création d'emplois de qualité et des réformes visant à renforcer la résilience et la compétitivité, conformément à une stratégie de croissance durable. Il devrait mettre en place les conditions pour relancer nos économies tout en favorisant la convergence économique dans l'UE et en réduisant toute fragmentation résultant de la crise, notamment par le rétablissement rapide de toutes les fonctionnalités du marché unique. Le président de la Commission et le président du Conseil européen, en consultation avec d'autres institutions, dont la BCE, ont commencé à travailler à cette fin. L'Eurogroupe est prêt à contribuer et à soutenir cette entreprise ». Concrètement, le MES pourra aider les pays qui en ont besoin en faisant des prêts jusqu'à 240 milliards d'euros, sans conditions pour faire face aux dépenses directement liées à la crise sanitaire (jusqu'à 2% du PIB du pays, ce qui fait 35 milliards d'euros environ pour l'Italie ... alors qu'elle doit lever habituellement 400 milliards annuellement, chiffre qui ne peut qu'augmenter) mais avec conditions pour celles qui concerneraient le soutien économique. Pas d'accord sur les coronabonds mais consensus sur un fonds de garantie de la BEI (Banque européenne d'investissement) qui permet de mobiliser jusqu'à 200 milliards d'euros pour les entreprises et sur une garantie de 100 milliards d'euros maximum de la Commission pour soutenir les plans nationaux de chômage partiel.

En début de matinée, le Président de l'Eurogroupe tweete : « L'Eurogroupe a répondu à l'appel de nos citoyens pour une Europe qui protège. Nous avons convenu de 3 filets de sécurité (pour les travailleurs, les entreprises et les finances publiques) totalisant un demi-billion d'euros, et un plan de relance pour nous assurer de grandir ensemble et non séparément une fois le virus derrière nous ».

Cet accord, certes non négligeable, a surtout une tonalité politique : les responsables européens sauvent la face. Mais, pour autant, sauvent-ils les meubles ? Non seulement d'importantes questions sont toujours très loin de faire consensus, comme celle de la mutualisation des dettes, surtout dans la perspective d'un plan de relance au niveau européen, mais les sommes en jeu ne sont pas à la hauteur des enjeux de la crise. Il suffit en effet de comparer ces sommes à celles prévues par les États-Unis pour être convaincu de la dimension modeste des financements prévus (l'État fédéral des États-Unis mobilise 2 200 milliards de dollars pour lutter contre la crise, dont un chèque de 1 200 dollars à tous les Américains). Cet accord apporte une preuve supplémentaire, s'il en était besoin, qu'en définitive ce sont les décisions radicales que la BCE a prises qui vont être déterminantes pour sauver la situation. Il faut malgré tout souligner que les spreads restent élevés, comme si les investisseurs n'avaient pas été complètement rassurés par la BCE : en effet, les spreads (par rapport au Bund allemand) sur les obligations d'État à 10 ans atteignent au cours de la deuxième semaine d'avril 26,6 pour les Pays-Bas, 43,8 pour l'Autriche, 45,1 pour la France, 52,8 pour la Belgique, 112,5 pour l'Espagne, 121,6 pour le Portugal, 193,7 pour l'Italie, 212,9 pour la Grèce ; or, on sait que l'importance des spreads peut annoncer une crise des dettes souveraines des pays les plus fragiles. De plus, pour ce qui concerne les 240 milliards que peut prêter le MES, la tension

L'EURO

entre les Pays-Bas et l'Italie reste pratiquement entière et l'Italie a finalement accepté parce que l'accord obtenu est pour elle mieux que rien. D'ailleurs, ce « c'est mieux que rien » peut résumer ce que l'on peut penser globalement de cet accord.

Taux obligations d'état à 10 ans					
Pays	Date	Taux	Var.	Var. Mois	Var. Année
France [+]	10/04/2020	0,10%	0,00	0,40	-0,22
Allemagne [+]	09/04/2020	-0,34%	-0,03	0,50	-0,34
Royaume-Uni [+]	10/04/2020	0,31%	0	0,02	-0,78
Espagne [+]	10/04/2020	0,78%	0	0,44	-0,27
États-Unis [+]	09/04/2020	0,73%	-0,04	0,15	-1,77
Japon [+]	10/04/2020	0,00%	-0,01	0,04	0,05
Italie [+]	10/04/2020	1,59%	0,01	0,26	-0,97
Portugal [+]	11/04/2020	0,87%	0	0,54	-0,27
Grèce [+]	10/04/2020	1,78%	0,04	0,19	-1,66
Irlande [+]	10/04/2020	0,21%	0,00	0,33	-0,33
Australie [+]	10/04/2020	0,99%	0,00	0,20	-0,88
Autriche [+]	10/04/2020	0,09%	-0,01	0,47	-0,19
Belgique [+]	10/04/2020	0,18%	0,00	0,42	-0,25
Canada [+]	09/04/2020	0,76%	-0,05	0,23	-0,97
Danemark [+]	25/10/2019	-0,34%	0,02	0,20	-0,69
Finlande [+]	25/10/2019	-0,14%	0,03	0,15	-0,81
Inde [+]	09/04/2020	6,49%	0,05	0,42	-0,88
Mexique [+]	08/04/2020	7,34%	-0,11	0,79	-0,62
Norvège [+]	08/04/2020	0,71%	-0,01	-0,21	-1,04
Nouvelle-Zélande [+]	09/04/2020	0,98%	-0,11	0,11	-1,07
Pays-Bas [+]	10/04/2020	-0,08%	-0,01	0,48	-0,24
Suède [+]	25/10/2019	-0,04%	0,02	0,26	-0,66
Suisse [+]	09/04/2020	-0,34%	-0,03	0,75	-0,06

Source : countryeconomy.com

Par rapport au tableau similaire reproduit quelques pages plus haut, on remarque un alourdissement des taux pour de nombreux pays européens.

Cet accord démontre comme beaucoup d'autres avant lui que le défaut de fédéralisme budgétaire condamne la zone euro à avoir systématiquement une réactivité et une proactivité notoirement insuffisantes. À cause de cela, les États sont obligés d'imaginer leurs propres réponses : en France par exemple, le ministère de l'économie réévalue son plan de soutien à l'économie en le faisant passer de 45 milliards d'euros il y a 3 semaines à 100 milliards aujourd'hui et reconnaît que ce montant peut être lui-même sujet à révision ! Le déficit public prévu est pour l'instant de 7,6% du PIB et la dette publique pourrait atteindre 112% à la fin de cette année... La solidarité européenne est à ce point faible que cela donne évidemment des armes à tous ceux qui doutent de l'Europe et qui considèrent que la souveraineté nationale est un horizon indépassable.

Il faut bien sûr s'élever contre le manque d'empathie et de solidarité dont font preuve les Pays-Bas envers l'Italie mais il faut aussi et surtout prendre conscience que ce type de réaction est malheureusement validé par les textes européens officiels adoptés tout au long de ces années par les

L'EURO

responsables gouvernementaux successifs des États membres, en l'occurrence les articles 121, 122 et 125 du Traité sur le fonctionnement de l'UE (TFUE) et l'article 12 du Traité instituant le MES, pour ce qui nous concerne aujourd'hui.

Notes :

. L'article 12 du traité du MES concerne la conditionnalité qu'impose le MES quand il prête : « cette conditionnalité peut prendre la forme, notamment, d'un programme d'ajustement macroéconomique ou de l'obligation de continuer à respecter des conditions d'éligibilité préétablies ».

. L'article 121 du TFUE concerne les « Grandes orientations des politiques économiques » - GPE - :

1. Les États membres considèrent leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun et les coordonnent au sein du Conseil, conformément à l'article 120.

2. Le Conseil, sur recommandation de la Commission, élabore un projet pour les grandes orientations des politiques économiques des États membres et de l'Union et en fait rapport au Conseil européen.

Le Conseil européen, sur la base du rapport du Conseil, débat d'une conclusion sur les grandes orientations des politiques économiques des États membres et de l'Union.

Sur la base de cette conclusion, le Conseil adopte une recommandation fixant ces grandes orientations. Le Conseil informe le Parlement européen de sa recommandation.

3. Afin d'assurer une coordination plus étroite des politiques économiques et une convergence soutenue des performances économiques des États membres, le Conseil, sur la base de rapports présentés par la Commission, surveille l'évolution économique dans chacun des États membres et dans l'Union, ainsi que la conformité des politiques économiques avec les grandes orientations visées au paragraphe 2, et procède régulièrement à une évaluation d'ensemble ».

Je me permets de souligner le terme « surveillé » du 3^{ème} alinéa. On peut donc se demander quelle autonomie de décision reste à l'État qui doit non seulement respecter l'article 121 du TFUE mais qui doit en plus satisfaire les conditions que lui impose le MES avec son article 12... Je pense que c'est là très précisément que se situe le différend entre l'Italie et les Pays-Bas.

En milieu de journée de ce jeudi 9, l'AFP relate les réactions de J.-C. Juncker, ancien Président de la Commission mais aussi ancien Président de l'Eurogroupe, qui crie au scandale à propos de la position des Pays-Bas : « bloquer l'usage du mécanisme européen de stabilité (MES) parce qu'on tient obstinément, idéologiquement, religieusement, à la mise en place d'une conditionnalité sévère est irresponsable », surtout que, selon J.-C. Juncker, « le MES ne sera pas suffisant pour relancer », et il défend la création d'une capacité d'emprunt européen, notamment autour de l'émission de coronabonds. « En décembre 2010, en qualité de président de l'Eurogroupe, j'avais proposé la création d'eurobonds afin que tous les membres de la zone euro bénéficient du même taux d'intérêt. Mais il faut bien faire la différence avec les "coronabonds" : il ne s'agit pas de mutualiser les dettes nationales du passé, une idée contre laquelle la moitié de l'Europe s'était élevée, mais de mutualiser la dette qui naîtra de la mise en place des moyens budgétaires nécessaires pour répondre à la crise du coronavirus », explique M. Juncker. « Il s'agit d'organiser solidairement ce financement de la crise actuelle en cumulant les différents instruments : Banque européenne d'investissement, MES, budget européen et enfin "coronabonds" », ajoute-t-il.

Samedi 11, le blog de l'OFCE publie un article de J. Creel, X. Ragot et F. Saraceno, après les décisions prises par l'Eurogroupe.

« (...) En supposant que les montants alloués par la BEI le soient au prorata de la taille des pays (mesurée par leur PIB en 2019), et que l'Espagne, l'Italie et la France bénéficient de 20 milliards d'euros chacune au titre du SURE, les économies totales de taux d'intérêt atteindraient 680 millions, 1,5 milliard et 430 millions d'euros respectivement (0,05%, 0,08% et 0,02% du PIB respectivement). A l'heure où les milliards semblent pleuvoir, ce ne sont pas de grandes économies. A moins qu'il faille y voir une métaphore. Comme la pluie avant qu'elle tombe, les milliards d'euros ne sont pas vraiment des euros avant qu'ils tombent.

L'EURO

Tableau 1. Répartition des montants alloués au titre du *Pandemic Crisis Support*(PCS), et des gains potentiels par pays, y compris les gains potentiels du recours aux financements additionnels de la BEI et du SURE

	Montants max. du PCS	Spreads à 10 ans	Gain max. du recours au PCS et aux autres financements additionnels				
			PCS	BEI*	SURE**	Total	Total
	Milliards d'euros	Points de base	Millions d'euros				% du PIB
Allemagne	68,5	0	0	0	0	0	0
Autriche	8	43	34,3	20,9	5,8	61,0	0,02
Belgique	9,4	52	49,1	30,0	8,3	8,8	0,02
Chypre	0,4	204	9,0	5,5	1,5	16,0	0,07
Espagne	24,8	113	280,7	171,3	226,0	678,0	0,05
Estonie	0,6	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Finlande	4,8	40	19,3	11,8	3,2	34,3	0,01
France	48,3	44	212,6	129,8	88,0	430,4	0,02
Grèce	3,8	215	81,5	49,7	13,7	145,0	0,08
Irlande	6,9	55	38,0	23,2	6,4	67,5	0,02
Italie	35,5	195	693,1	423,1	390,0	1506,2	0,08
Lettonie	0,6	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Lituanie	1,0	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Luxembourg	1,3	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Malte	0,3	90	2,4	1,5	0,4	4,2	0,03
Pays-Bas	16,1	26	41,9	25,6	7,1	74,6	0,01
Portugal	4,2	124	52,3	31,9	8,8	93,0	0,04
Slovaquie	1,9	77	14,5	8,9	2,4	25,9	0,03
Slovénie	1,0	107	10,3	6,3	1,7	18,3	0,04

Sources: Ameco (PIB 2019), Financial Times (Spreads, 10 avril 2020)

*En faisant l'hypothèse que le recours au financement additionnel de la BEI est intégralement réparti au prorata du PIB relatif du pays par rapport à celui de l'UE (en 2019).

** En faisant l'hypothèse que l'Italie, l'Espagne et la France obtiennent 20 milliards d'euros chacune et que les 40 milliards d'euros restants sont répartis au prorata du PIB relatif des pays par rapport à celui de la zone euro (en 2019) ».

Note : PCS = Pandemic Crisis Support ; BEI = Banque européenne d'investissement ; SURE = mécanisme de prêt de la Commission européenne pour abonder les programmes des États membres concernant le chômage partiel.

Les programmes que les États membres développent pour empêcher les entreprises de tomber en faillite et pour soutenir le chômage partiel de façon à dissuader les entreprises de licencier correspondent, si l'on peut dire, à une « politique keynésienne de l'offre ».

Dimanche 12, dans le magazine allemand « Bild », la Présidente de la Commission européenne estime qu'il serait souhaitable que les personnes âgées restent confinées jusqu'à la fin de l'année, car, dit-elle, « sans vaccin, il faut limiter autant que possible les contacts des seniors ; je sais que c'est difficile et que l'isolement pèse mais c'est une question de vie ou de mort, nous devons rester disciplinés et patients ».

Le lundi 13, sur 2 pages entières, Le Monde publie pas moins de 5 articles d'économistes qui intéressent tous notre thématique.

Le premier, « Percer le mur de la dette », est signé par Laurence Scialom et Baptiste Bridonneau.

On y lit en particulier : « (...) La fracture qui scinde l'Eurogroupe sur ces questions de mutualisation européenne du financement de la crise sanitaire et de ses conséquences économiques est mortifère pour la zone euro. Les négociations ont abouti à une réponse minimale, à un replâtrage sans ambition, qui permettra d'acheter du temps. Mais au-delà de cette incurie politique de l'Europe, il demeure que, quels que soient les types de dettes – émises par les États, dette jointe sous forme d'eurobonds ou dette mutualisée avec conditionnalité par le biais du MES –, tous ces engagements se cumulent en un mur de dettes qui au sortir de la crise agitera le spectre d'un remboursement et paralysera l'action publique. Or, si sauver à court terme des centaines de milliers de personnes du Covid-19 est essentiel, investir pour sauver notre maison commune et les conditions de la vie humaine l'est au moins autant. C'est pourquoi nous proposons une annulation partielle des dettes publiques détenues par la Banque centrale européenne (BCE), conditionnée au fait que les marges de manœuvre ainsi retrouvées soient dirigées vers la reconversion écologique de nos économies (« Osons des décisions de rupture », Terra Nova, 2 avril). Cette option serait bonne à court terme pour l'économie en soutenant l'activité économique et l'emploi de chaque pays de la zone, et bonne à moyen long terme pour tous, car la préservation du climat est un bien public mondial. La solution est politiquement possible, car la BCE est l'institution où la possibilité qu'un gouvernement y oppose un veto est la plus faible. Contrairement à l'instauration de bons européens communs, qui exige l'unanimité, des annulations de dette souveraine de la part de la BCE relèvent d'un arbitrage de politique monétaire pris à la majorité des deux tiers. (...) ».

Le deuxième article, « Les fissures de l'ordolibéralisme allemand », est signé par Dorothea Bohnkamp et Holger Müller.

On y lit en particulier ceci, après un développement qui montre l'étendue de l'opposition en Allemagne à toute mutualisation des dettes publiques : « (...) La publication, le 21 mars, dans la Frankfurter Allgemeine Zeitung, d'un appel en faveur du sauvetage de l'économie italienne, signé par sept économistes allemands de tous bords politiques et avec l'appui de l'Institut économique allemand de Cologne, proche du patronat, a sonné comme un coup de tonnerre. Ce collectif plaide pour une solidarité européenne forte, à la fois pour partager les risques, éviter une récession industrielle et relancer la consommation des ménages, à travers des aides publiques massives à hauteur de 1 000 milliards, injectées sans condition sous forme de « coronabonds » par la BCE. (...) Si le tabou de la mutualisation de la dette et le totem de la rigueur budgétaire semblent en train de se fissurer, tous les observateurs partagent l'appréhension que la pandémie, en l'absence d'une stratégie commune, puisse à terme mener à l'implosion de la zone euro, aux conséquences absolument incalculables. Les experts sont unanimes pour reconnaître que les pays les moins endettés seront amenés à fournir un effort majeur pour maintenir l'économie italienne, absolument essentielle au sein de la zone euro, même si, à la différence de l'Espagne et du Portugal, l'Italie n'a pas suffisamment assaini ses comptes publics ces dernières années ».

Bizarrement, la référence à l'ordolibéralisme, qui se trouve dans le titre de l'article, n'est pas reprise dans le corps du texte. C'est certes dommage mais on comprend que l'accent qui est mis sur le coup de tonnerre créé par l'article du Frankfurter Allgemeine Zeitung traduit bien « les fissures de l'ordolibéralisme allemand » ; auquel je ne cesse personnellement d'attribuer la responsabilité du risque de faire imploser la zone euro. Mais je me permets un ajout a posteriori, suite à la décision

que la Cour constitutionnelle allemande que prendra le 5 mai prochain : cette décision est une illustration évidente de l'ordolibéralisme et à ce titre elle crée une sorte de schisme entre le droit allemand et le droit européen.

Le troisième article, « Un jeu de dupes » est signé par François Geerolf et Thomas Grjebine.

« (...) Il est pourtant paradoxal d'expliquer aux pays du Sud qu'ils se sont comportés comme des cigales alors qu'ils agissent depuis le début des années 2000 comme les "consommateurs en dernier ressort" de la zone euro. Le succès industriel allemand n'aurait en effet pas été possible si les pays du Sud ne leur avaient pas servi de débouché, et si leurs gouvernements n'avaient pas stimulé leur demande interne, notamment en accumulant des déficits publics. (...) Les politiques économiques mises en œuvre au Nord y ont d'ailleurs limité la consommation et l'investissement. En Allemagne, la compression de la demande menée par les chanceliers Gerhard Schröder et Angela Merkel sont pour beaucoup dans les excédents extérieurs apparus au début des années 2000 et devenus depuis quatre ans les plus importants au monde. (...) Une telle politique n'a été possible que parce que les pays du Sud menaient symétriquement une politique de soutien de la demande. Cette divergence explique en grande partie les excédents commerciaux allemands : à la demande interne en berne a été substituée une demande externe.

La survie de la zone euro exige de sortir d'un jeu de dupes. Les pays du Nord ne peuvent pas continuer à dénoncer par des arguments moraux un fonctionnement de la zone euro sur lequel repose leur modèle économique : les déficits du Sud sont le pendant du succès industriel du Nord. Les pays du Nord doivent accepter un grand "plan Marshall" au bénéfice des pays les plus touchés. Il est ici moins question de solidarité que de l'intérêt bien compris de Berlin : l'absence d'un tel plan renforcerait au Sud les velléités de sortie de la zone euro, ce qui fragiliserait considérablement le modèle économique allemand. (...)

Dans l'accord européen de ce jeudi, seules les dépenses de santé sont éligibles sans conditions, mais les dépenses les plus importantes – sociales et économiques – resteront conditionnées. Les pays du Nord ont ainsi gagné sur l'essentiel.

Les pays du Sud jugent humiliante cette conditionnalité et d'autant plus injuste que l'Italie n'a pas connu de déficit primaire (hors intérêts de la dette) depuis 1992, contrairement à l'Allemagne ou à la France ! Sa mauvaise situation économique s'explique davantage par les stratégies non coopératives adoptées par ses voisins du Nord qui ont privé ses exportateurs de débouchés, que par un soi-disant comportement de cigale.

Pour survivre dans la durée, la zone euro a surtout besoin d'un rééquilibrage de la demande. (...)

Comme le précédent, cet article développe une argumentation qui est très proche de la nôtre. Pour nous, cet article est très important.

Le quatrième article, « Un psychodrame irresponsable », est signé par Gabrielle Siry.

L'auteur est d'accord avec l'argumentation centrale de l'article précédent : « (...) D'une part, les plans d'austérité qui ont fortement dégradé la situation budgétaire des pays du Sud ont été imposés par l'Union européenne, et en premier lieu par les pays du Nord. D'autre part, la dynamique de l'union économique et monétaire profite principalement aux pays du cœur de la zone euro, dont l'Allemagne et les Pays-Bas. En effet, une telle union accentue la concentration de l'emploi dans les secteurs à haute valeur ajoutée dans certains pays comme l'Allemagne, tandis que les pays du Sud ont été amenés à se spécialiser dans des secteurs comme l'hôtellerie, la restauration ou le tourisme, moins rémunérateurs. Par ailleurs, les produits allemands sont consommés dans tous les pays de l'UE, de loin le premier partenaire commercial de l'Allemagne. (...) Ce refus d'un emprunt commun de la part des pays qui profitent le plus de l'union monétaire n'est pas seulement égoïste, il est irresponsable, et économiquement infondé : le surcoût éventuel payé par les États du Nord sur ces titres de dette mutualisés est sans commune mesure avec le coût que représenteraient le sauvetage budgétaire d'un État en difficulté et les incertitudes qui pèseraient sur la monnaie unique.

Soyons à la hauteur de l'enjeu cette fois-ci, car la prochaine crise pourrait bien être la dernière ».

Le cinquième et dernier article, « Éviter le pire », est signé par Thomas Piketty.

Dans sa chronique, T. Piketty considère la crise sanitaire-économique au niveau mondial et précise à propos des mesures qu'il préconise que « le tout devra s'appuyer sur une architecture démocratique et parlementaire plus réussie que l'opacité toujours en vigueur dans la zone euro (où l'on continue de

s'égayer dans des réunions de ministres des finances à huis clos, avec la même inefficacité qu'au temps de la crise financière) ».

Le lundi 13 au soir, le Président français, Emmanuel Macron fait une adresse aux Français à la télévision (<https://www.elysee.fr/front/pdf/elysee-module-15482-fr.pdf>). Il prolonge, une deuxième fois le confinement, jusqu'au 11 mai, date à partir de laquelle le confinement pourrait être levé, progressivement et sélectivement.

Le ton du Président est plus marqué cette fois-ci par l'humilité, l'humanité et l'empathie.

Personnellement, je retiendrais plus spécialement de ce discours les phrases prononcées à la fin, qui annoncent selon moi un « après » bien différent, avec un Président également a priori bien différent, et c'est donc un motif d'espoir : « Il nous faudra bâtir une stratégie où nous retrouverons le temps long, la possibilité de planifier, la sobriété carbone, la prévention, la résilience qui seules peuvent permettre de faire face aux crises à venir.

Ces quelques évidences s'imposent aujourd'hui à nous mais ne suffiront pas. Je reviendrai donc vers vous pour parler de cet après. Le moment que nous vivons est un ébranlement intime et collectif. Sachons le vivre comme tel. Il nous rappelle que nous sommes vulnérables, nous l'avions sans doute oublié. Ne cherchons pas tout de suite à y trouver la confirmation de ce en quoi nous avons toujours cru. Non. Sachons, dans ce moment, sortir des sentiers battus, des idéologies, nous réinventer – et moi le premier ».

Cela me rappelle non seulement les propos de J. Mokyr et de J.-L. Godard que j'ai rapportés à la fin de ma réflexion personnelle en date du 26 mars, mais aussi, à la fois, la thèse bien connue de Schumpeter mais que je préfère renverser pour l'occasion : la destruction créatrice, et le principe de base des constructivisme et socio-constructivisme en pédagogie, selon lequel le conflit cognitif joue un rôle primordial dans tout apprentissage. On sait que ce conflit est source de tension et qu'il peut empêcher tout progrès. De ce point de vue, la réflexion du Président Macron (« Sachons, dans ce moment, sortir des sentiers battus, des idéologies, nous réinventer – et moi le premier ») est très prometteuse. Certes, les promesses..., mais espérons que la gravité de la crise actuelle donne du courage aux responsables politiques pour rompre avec leurs habitudes de penser et de gouverner : comme l'a écrit tout à la fin de sa vie F. Nietzsche, « Quelle dose de vérité un esprit sait-il supporter, quelle dose de vérité peut-il risquer ? Voilà qui devient pour moi le vrai critère des valeurs. L'erreur est une lâcheté... toute acquisition de la connaissance est la conséquence du courage, de la dureté envers soi, de la probité envers soi... ».

Le prolongement jusqu'au 11 mai du confinement fait craindre le pire à Christian Saint-Étienne (dans Les Echos des 17-18 avril) : « (...) Je mesure les risques sanitaires, ma famille étant été mortellement touchée par le COVID-19. Mais je connais les effets d'une crise économique et sociale grave : Allemagne des années 1920 et États-Unis et France des années 1930. Une crise franche des finances publiques peut nous conduire à baisser les salaires des fonctionnaires de 10 % et les retraites de 20 %. L'arbitrage entre crise sanitaire et crise économique et sociétale est difficile. L'excès de pusillanimité peut-être pire que le terrifiant Covid-19 ».

Mardi 14, le FMI publie ses prévisions pour l'économie mondiale : il annonce une contraction du PIB mondial de 3% en 2020 (-6,1% pour les pays industrialisés et -1% pour les pays émergents), et cela pourrait être encore plus grave. Les pays de la zone euro seraient les plus touchés avec une récession de 7,5% (-7,2% pour la France, -7% pour l'Allemagne, -8% pour l'Espagne et -9,1% pour l'Italie). Seuls la Chine et d'autres pays asiatiques parviendraient à garder une croissance positive. La crise serait non seulement économique mais également sociale avec une flambée du chômage (est prévue pour la zone euro une augmentation de 40%, faisant passer le taux de chômage de 6,6% en 2019 à

L'EURO

9,2% au moins en 2020) et une forte augmentation de la pauvreté. Les scénarios du FMI pour 2021 sont en « V », avec une branche ascendante qui monte même plus haut que la valeur de 2019. Ainsi, pour la zone euro, le FMI prévoit une croissance de 4,7% contre 1,2% en 2019 (pour le monde, 5,8% en 2021 contre 2,9% en 2019).

Nous reproduisons ci-après le tableau du FMI qui résume ses projections concernant l'évolution possible de l'économie mondiale en 2020 et 2021 :

Tableau 1.1. Perspectives de l'économie mondiale : aperçu des projections
(variation en pourcentage, sauf indication contraire)

	2019	Projections		Différence par rapport à la mise à jour des PEM de janvier 2020		Différence par rapport aux PEM d'octobre 2019 1/	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021
Production mondiale	2,9	-3,0	5,8	-6,3	2,4	-6,4	2,2
Pays avancés	1,7	-6,1	4,5	-7,7	2,9	-7,8	2,9
États-Unis	2,3	-5,9	4,7	-7,9	3,0	-8,0	3,0
Zone euro	1,2	-7,5	4,7	-8,8	3,3	-8,9	3,3
Allemagne	0,6	-7,0	5,2	-8,1	3,8	-8,2	3,8
France	1,3	-7,2	4,5	-8,5	3,2	-8,5	3,2
Italie	0,3	-9,1	4,8	-9,6	4,1	-9,6	4,0
Espagne	2,0	-8,0	4,3	-9,6	2,7	-9,8	2,6
Japon	0,7	-5,2	3,0	-5,9	2,5	-5,7	2,5
Royaume-Uni	1,4	-6,5	4,0	-7,9	2,5	-7,9	2,5
Canada	1,6	-6,2	4,2	-8,0	2,4	-8,0	2,4
Autres pays avancés 2/	1,7	-4,6	4,5	-6,5	2,1	-6,6	2,2
Pays émergents et pays en développement	3,7	-1,0	6,6	-5,4	2,0	-5,6	1,8
Pays émergents et pays en développement d'Asie	5,5	1,0	8,5	-4,8	2,6	-5,0	2,3
Chine	6,1	1,2	9,2	-4,8	3,4	-4,6	3,3
Inde 3/	4,2	1,9	7,4	-3,9	0,9	-5,1	0,0
ASEAN-5 4/	4,8	-0,6	7,8	-5,4	2,7	-5,5	2,6
Pays émergents et pays en développement d'Europe	2,1	-5,2	4,2	-7,8	1,7	-7,7	1,7
Russie	1,3	-5,5	3,5	-7,4	1,5	-7,4	1,5
Amérique latine et Caraïbes	0,1	-5,2	3,4	-6,8	1,1	-7,0	1,0
Brésil	1,1	-5,3	2,9	-7,5	0,6	-7,3	0,5
Mexique	-0,1	-6,6	3,0	-7,6	1,4	-7,9	1,1
Moyen-Orient et Asie centrale	1,2	-2,8	4,0	-5,6	0,8	-5,7	0,8
Arabie saoudite	0,3	-2,3	2,9	-4,2	0,7	-4,5	0,7
Afrique subsaharienne	3,1	-1,6	4,1	-5,1	0,6	-5,2	0,4
Nigéria	2,2	-3,4	2,4	-5,9	-0,1	-5,9	-0,1
Afrique du Sud	0,2	-5,8	4,0	-6,6	3,0	-6,9	2,6
<i>Pour mémoire</i>							
Union européenne 5/	1,7	-7,1	4,8	-8,7	3,1	-8,8	3,1
Pays en développement à faible revenu	5,1	0,4	5,6	-4,7	0,5	-4,7	0,4
Moyen-Orient et Afrique du Nord	0,3	-3,3	4,2	-5,9	1,2	-6,0	1,2
Croissance mondiale calculée sur la base des taux de	2,4	-4,2	5,4	-6,9	2,6	-6,9	2,6
Volume du commerce mondial (biens et services)	0,9	-11,0	8,4	-13,9	4,7	-14,2	4,6

Commentaire direct des prévisions du FMI : sans doute parce qu'elles sont fondées sur l'hypothèse que la pandémie devrait s'atténuer au cours du 2^{ème} semestre 2020 et que les efforts d'endiguement seraient appelés à être relâchés progressivement, les prévisions du FMI semblent d'ores et déjà très optimistes. Il faut reconnaître que lui-même considère ses prévisions comme « extrêmement incertaines » mais les informations dont on dispose sur la fin de la pandémie et du confinement (quand il a été décidé) rendent infiniment plus sceptiques sur un rebond tel que le FMI l'annonce, à la fois sur la période à laquelle il pourrait se manifester et sur sa vigueur. On peut en particulier se demander si l'après crise ne va enregistrer comme après la crise de 2007-2008 une accentuation de la baisse de la productivité avec toutes ses conséquences néfastes sur la croissance potentielle. On doit aussi tenir compte des leçons du passé et savoir que les reprises ont toujours été plus rapides et vigoureuses aux États-Unis que dans la zone euro pour plusieurs raisons (politiques budgétaire et monétaire plus expansives et volontaristes, financement plus réactif des agents économiques). Profitons de cette rapide comparaison zone euro/États-Unis pour remarquer que la productivité en zone euro a commencé à décrocher par rapport à celle aux États-Unis dès 1995 et que le décrochage est dû à plusieurs facteurs : insuffisance de l'investissement et de la modernisation des entreprises, compétences de la population active insuffisantes et vieillissement de cette population active et surtout la baisse de la durée du travail.

Ce qui va se passer quand la crise s'apaisera dépendra aussi de la réponse qui sera apportée concrètement à la question : peut-on réellement changer de modèle économique comme beaucoup de beaux esprits le souhaitent, estimant que la crise l'exige ? On parle aussi de plus en plus d'un scénario de « stop and go » possible c'est-à-dire une suite de déconfinement-reconfinement-déconfinement, etc., d'où une incertitude accrue, ce qui ajoute au brouillard dans lequel on est pour envisager la sortie de crise. Concernant l'évolution du commerce mondial, les prévisions de rebond du FMI semblent également très optimistes car on peut penser que la contraction du commerce mondial sera au contraire durable à cause notamment de la régionalisation des chaînes de valeur (mouvement qui peut à lui tout seul faire craindre que l'inflation - y compris des actifs spéculatifs - accompagne la récession, d'où le risque d'un nouvel épisode de « stagflation ») et des mouvements de patriotisme économique qui vont se développer pour accélérer la reconstruction des économies nationales ; réduction du

L'EURO

commerce mondial qui va bien sûr nuire en priorité aux économies très dépendantes de leur commerce extérieur. On évoque aussi de plus en plus souvent une crise de famine mondiale qui doublerait la crise économique et sociale, sans oublier les crises politiques qui pourraient résulter de toute cette accumulation de périls.

L'après-crise va offrir l'opportunité d'interroger de nombreuses thématiques sur la croissance économique, sur son contenu et ses modalités. La crise va donner plus de chances qu'auparavant à ceux qui militent pour une croissance durable et inclusive d'être entendus. Un défi important sera de retrouver, en adoptant ces nouveaux objectifs, un niveau d'activité similaire à celui d'avant-crise pour qu'il n'y ait pas creusement insoutenable du chômage et réduction drastique de la prospérité. Mais il faut savoir d'abord que de manière générale les récessions ont un effet d'hystérésis parce qu'elles détruisent du capital productif, du capital humain et qu'elles augmentent l'aversion au risque, ensuite que dans la zone euro les crises précédentes ont toutes connu des « récidives » parce que la politique budgétaire s'est trop vite resserrée et enfin que les récessions sont supportées différemment selon les pays entre l'État, les entreprises et les ménages. La récession liée au Covid-19 est partout essentiellement supportée par l'État, les jeunes et les moins qualifiés.

Ce niveau d'activité peut être apprécié de trois façons complémentaires, comme le PIB lui-même en tant que « vieil » indicateur de la création de richesses :

- *sous l'angle de la production : de biens et services de consommation finale, de biens et services de consommation intermédiaire et de biens d'investissement. De ce point de vue, la crise actuelle révèle en particulier l'insuffisance criante de nos infrastructures dans plusieurs domaines, à commencer par le secteur sanitaire ainsi que les problèmes de dépendance de notre économie nationale vis-à-vis de l'extérieur, d'où les questions de relocalisation et de défense de nos entreprises considérées comme stratégiques contre les attaques éventuelles par des investisseurs étrangers ;*
- *sous l'angle des revenus : les inégalités déjà tant décriées avant la crise (d'où le mouvement des gilets jaunes et les réactions contre les réformes des retraites et de l'assurance-chômage) vont être au cœur des nouvelles répartition primaire et secondaire de la valeur ajoutée ; la question d'un revenu de base va redevenir d'une brûlante actualité ;*
- *sous l'angle des dépenses : comme le soutient le keynésianisme, c'est la demande qui suscite l'offre, beaucoup plus que l'offre ne crée la demande. La demande a une dimension essentiellement intérieure avec d'une part la demande privée (demande de consommation des ménages et demande de biens d'investissement des entreprises) et d'autre part la demande des administrations publiques. En période de crise, c'est à la demande publique de jouer le rôle de « starter ». La demande a aussi une dimension extérieure qui est a priori difficilement maîtrisable puisque nos exportations dépendent de l'activité de nos partenaires commerciaux, mais en réalité elle est aussi largement fonction de notre compétitivité, de notre positionnement en termes de produits et de régions géographiques.*

Également mardi 14, la Fondation Robert Schuman publie un article qui établit, à chaud, un premier bilan des réponses européennes à la crise du Covid-19. Le « policy paper » est complet et sa conclusion guère optimiste pour la suite (<https://www.robert-schuman.eu/fr/doc/actualites/covid19-26032020-fr.pdf>) :

« (...) Quelques jours avant que le premier cas de Covid-19 ne se manifeste sur le territoire de l'Union, les chefs d'Etat et de gouvernement se séparaient après trente-six heures de discussions, sans avoir pu s'accorder sur le budget de l'Union pour 2021-2027. Alors que l'Europe se met à l'arrêt sous l'effet de la pandémie et que le Conseil européen du 26 mars a été réduit à une visioconférence dédiée à la crise, il est improbable que la négociation budgétaire, pourtant déjà urgente, trouve prochainement une conclusion. Lorsqu'ils pourront de nouveau regarder vers l'avenir, les dirigeants européens ne manqueront pas de travail pour relancer le projet européen. Le projet de budget pluriannuel (représentant 1,074 % du revenu national brut européen) qui était sur la table des discussions en février, ne sera pas à la hauteur des besoins de l'Union et des attentes des Européens. Il faudra faire beaucoup plus. Argent, mais aussi ambition, solidarité et volonté politique seront nécessaires pour relever le défi de la résilience et assurer les intérêts stratégiques de l'Union dans un monde dont les paramètres auront encore changé ».

Sont à noter les 3 annexes qui récapitulent les décisions européennes et les décisions des États membres sur le plan sanitaire d'une part et sur le plan économique d'autre part.

Mercredi 15, annonce à l'issue du conseil des ministres français d'un projet de loi rectificative n°2 pour mettre en œuvre une nouvelle rallonge du plan d'urgence. Celui-ci était au départ de 45 Mds d'euros, puis il est passé à 100 Mds : il passe maintenant à 110 Mds euros pour permettre le versement d'une prime aux soignants, à certains fonctionnaires et aux foyers les plus précaires ; 24 Mds doivent financer le chômage partiel. Le fonds de solidarité pour les entreprises de moins de 10 salariés est porté à 7 Mds et les conditions d'éligibilité sont élargies. Pour les entreprises stratégiques et

fragilisées, le ministre de l'économie indique que le compte d'affectation de l'agence des participations de l'État est doté de 20 Mds pour recapitaliser ces entreprises. Pour les entreprises de taille intermédiaire, un fonds de développement économique est doté de 1 Md. Enfin, pour les PME qui ne parviennent pas à contracter un prêt garanti, 500 Mns sont prévus pour leur accorder une « avance remboursable » quand leur trésorerie ne leur permet pas de redémarrer leur activité.

Également lors de ce Conseil des ministres, B. Le Maire et G. Darmanin présentent le programme de stabilité - pour la seule année 2020 - à faire parvenir à Bruxelles dans le cadre du « programme de stabilité 2020-2022 » :

https://www.performance-publique.budget.gouv.fr/sites/performance_publique/files/files/Programme_de_stabilite_2020.pdf

La lecture de ce document est particulièrement instructive. On en extrait les deux tableaux suivants portant sur 2019-2020, le premier sur les chiffres clés en matière budgétaire et le second sur les prévisions macroéconomiques générales :

TABLEAU 4 : CHIFFRES CLÉS

(en pts de PIB)	2019	2020
Solde nominal	-3,0	-9,0
Solde conjoncturel	0,0	-5,3
Solde structurel*	-2,0	-2,0
Solde des one-offs*	-1,0	-1,7
Ajustement structurel*	0,1	0,0
Taux de prélèvements obligatoires (nets des CI)	44,1**	44,0
Ratio de recettes hors PO	7,2	7,8
Ratio de dépense publique (hors CI)	54,0**	60,9
Croissance valeur de la dépense publique	2,8**	5,1
Croissance volume de la dépense publique	1,9**	4,8
Ratio d'endettement au sens de Maastricht	98,1	115,2

*pts de PIB potentiel

** En retraitant de l'impact symétrique en dépenses et en recettes de la création de France compétences pour 6,3 Md€ en 2019, le taux de prélèvement obligatoire serait de 43,8 pts, le taux de dépenses publiques serait de 53,7 pts, la croissance valeur de la dépense serait de 2,3% et la croissance volume de la dépense serait de 1,4%.

TABLEAU 1A. PREVISIONS MACROECONOMIQUES

	Code SEC	2019*	2019	2020
		Valeur en Md€ courants	Variation annuelle	Variation annuelle
1. PIB en volume	B1*g	-	1,3	-8,0
2. PIB nominal	B1*g	2 426,3	2,8	-6,7
Composantes du PIB en volume				
3. Dépenses de consommation privée	P.3	1 299,1	1,2	-10,0
4. Dépenses de consommation des administrations publiques	P.3	559,1	1,3	2,2
5. Formation brute de capital fixe	P.51	566,7	3,6	-11,0
6. Variation des stocks et objets de valeur (% du PIB)	P.52 + P.53	8,2	-	-
7. Exportations de biens et services	P.6	759,6	1,9	-12,9
8. Importations de biens et services	P.7	772,9	2,2	-13,4
Contributions à la croissance du PIB				
9. Demande intérieure finale hors stocks		-	1,8	-7,3
10. Variation des stocks et objets de valeur	P.52 + P.53	-	-0,4	-1,0
11. Commerce extérieur	B.11	-	-0,1	0,2

* Données CVS-CJO issues des comptes trimestriels (février 2020), à l'exception du PIB nominal en niveau qui correspond à la notification de mars 2020.

Mercredi 15 également, Le Monde publie un écrit déjà signé par 180 personnalités européennes, politiques, syndicales, du monde des entreprises et des ONG, où on lit une sorte d'écho au discours d'E. Macron de lundi : « (...) Après la blessure de la crise viendra le temps de la reconstruction. Avec lui, nous aurons l'opportunité de repenser nos sociétés. Il nous faudra développer un modèle de prospérité nouveau, compatible avec nos besoins et nos priorités. (...) ».

Dans la même édition du Monde, Vincent Desportes, ancien directeur de l'École de guerre, écrit judicieusement : « De facilités politiques en veuleries, l'État-providence a cannibalisé l'État régalién, qui peine à assurer ses fonctions essentielles, celles qui le légitiment. Paupérisation des fonctions vitales – la sécurité sanitaire en tête – au profit de l'augmentation des dépenses et de la paix sociales : c'est la conséquence de décennies de réflexes politiques distribuant l'argent public dans la rationalité du court terme électoral. L'État-stratège a fait place à l'État-tacticien, frappé de myopie gestionnaire, oublieux d'une de ses fonctions essentielles : sans sacrifier le présent, permettre le futur par la consolidation de la maison commune en vue des temps difficiles. (...) Si la conscience européenne avait existé, la solidarité aurait joué un rôle fondamental pour juguler d'emblée le fléau. Mais l'Europe, à la fois si forte de son niveau de civilisation et si faible de ses égoïsmes nationaux, n'a pas su protéger ses citoyens. Pourtant, seule face à des difficultés de cette ampleur, chaque nation est condamnée, comme elle le sera dans l'inévitable méga-choc en gestation entre les empires chinois et américains. Nos nations ne survivront que si elles savent échanger un peu de souveraineté contre l'édification d'une confédération autonome capable de s'opposer aux diktats des très grands. C'est le principe même du collectif : chacun de ses acteurs accepte de renoncer à une parcelle de sa liberté afin de constituer un ensemble solidaire disposant, à son propre profit, de davantage de capacités d'action qu'il n'en dispose lui-même. (...) Pas de salut postpandémique à espérer sans une stratégie

à l'échelle du continent, sans une puissance affirmée, sans leadership assuré, sans une souveraineté européenne forte de souverainetés nationales respectées mais contenues. Allons, "tête haute" : un peu de bon sens, l'Europe !, un peu de tenue, l'Europe !, un peu de fierté, l'Europe ! ».

Le changement de perspective et de ton se généralise, y compris à Bercy : son chef, le ministre B. Le Maire disait la semaine dernière : « le redressement économique sera long, difficile et coûteux. Il demandera des efforts de la part de tous les Français » et il dit maintenant : « au moment où l'on s'aperçoit que l'on a besoin des caissières, des transporteurs, la question de la justice sur les salaires de plus modestes revient encore plus au devant de la scène »...

Les défaillances de l'Union européenne se multiplient, la crise promeut de manière éhontée le « chacun pour soi », que ce soit pour les mesures telles que le traçage ou pour des décisions aussi importantes que la programmation et les modalités du déconfinement. On assiste presque à une course au déconfinement : les pays européens le font en ordre dispersé et chacun d'eux tente de faire redémarrer son économie le plus vite possible pour être dans la meilleure position économique possible par rapport aux autres qui sont, de toute évidence, vécus comme des concurrents.

Un point de vue complémentaire plus que contradictoire sera exprimé dans Le Monde des 19-20 avril par l'économiste Isabelle Bensidoun : « l'économiste américain Dani Rodrik a forgé son "triangle d'incompatibilité", selon lequel il est impossible de combiner à la fois démocratie, souveraineté nationale et hypermondialisation. Car la souveraineté nationale permet de conserver un espace de décision politique pour faire valoir des préférences collectives que tout le monde, à l'extérieur, ne partage pas forcément. Pour cela, il est alors nécessaire, pour ceux qui tiennent à la démocratie, d'accepter que la mondialisation retrouve une place qu'elle n'aurait jamais dû quitter, celle où les préférences collectives sur lesquelles chaque nation bâtit son contrat social sont respectées ». D'ailleurs, dans le même journal, Vincent Charlet, expert en innovation industrielle, considère que « s'il y a une chose que prouve la crise du Covid-19, c'est que la souveraineté seule n'apporte rien. Quand l'État se ressaisit, c'est pour mieux adopter une riposte concertée avec ses pairs. Il en va de même pour le climat : le droit des peuples à disposer d'eux-mêmes se heurte assez vite au constat de nos interdépendances. Que souhaiter de meilleur qu'un renforcement de la coordination entre les États ? Et comment nommer cela, si ce n'est "mondialisation" ? ».

Dans l'Obs du 16 avril, Pierre Haski donne des arguments qui rejoignent ceux de Vincent Charlet mais se montre sceptique, voire pessimiste : « Si les crises accentuent généralement les tendances préexistantes plus qu'elles ne génèrent de véritables bouleversements, les déséquilibres du "monde d'avant" ne s'en trouveront que renforcés : la rivalité aux allures de guerre froide entre la Chine et les États-Unis, ou les questions existentielles qui se posent à une Europe en permanence hésitante entre une renaissance par le haut et une désagrégation plus ou moins lente ».

Le jeudi 16, Le Monde publie un entretien que lui a accordé ainsi qu'à quatre autres journaux européens le Président de l'Eurogroupe Mario Centeno, dans la perspective de la tenue du prochain Conseil européen le 24 de ce mois, après la réunion de l'Eurogroupe du 9 : « (...) L'accord auquel les ministres des finances sont parvenus la semaine dernière n'est que le début de l'histoire. J'attends désormais que les dirigeants européens donnent à l'Eurogroupe et à la Commission un mandat et des instructions claires pour réfléchir à la suite, au plan de relance qu'il nous faudra mettre en place au fur et à mesure que les Vingt-Sept sortiront du confinement. La croissance va perdre quelque chose comme 20 points au deuxième trimestre. Tous les pays ont mis en place des mesures d'aide et vont voir leur dette augmenter considérablement. La Banque centrale européenne [BCE] a fait ce qu'il fallait. Mais cela ne saurait suffire, si on veut éviter la fragmentation des marchés et la divergence entre les pays de la zone euro. Il nous faut être innovant, penser en dehors de nos cadres habituels et imaginer un plan de relance où les Européens seront solidaires. C'est une question politique, avant d'être économique. (...) Quand je parle de penser en dehors de notre cadre habituel, je parle de sortir de nos livres de recettes traditionnelles. Cette crise ne ressemble à aucune autre. L'important, c'est de trouver une solution pour étaler, ensemble et dans le temps, le coût de la dette liée à la crise due au nouveau coronavirus. Certains pays sont favorables à un instrument commun de dette pour financer les ravages économiques du virus, c'est la proposition française d'un fonds de relance, pour l'instant il n'y a rien d'autre sur la table. D'autres préfèrent utiliser le prochain budget pluriannuel de l'Union européenne [qui court sur la période 2021-2027, le précédent budget pluriannuel étant presque intégralement consommé puisqu'il se termine cette année]. Ces deux solutions sont innovantes et ne sont pas incompatibles. On peut les combiner, les articuler. Dans un compromis qui permettra à chacun de crier victoire. (...) ».

Dans le même numéro du Monde, Sylvie Kaufmann écrit judicieusement dans sa chronique : « (...) une fois surmontés les écueils habituels de la cacophonie à vingt-sept et des nuits blanches de l'Eurogroupe, une fois agréés des dispositifs d'assistance financière d'urgence non négligeables, on

a touché au fond du problème : comment financer équitablement, à l'échelle européenne, la reconstruction des économies dévastées ? Comment éviter que l'écart économique se creuse encore entre le Nord et le Sud, dans un engrenage désastreux ? Ce partage du fardeau implique, pour le pays qui s'en est le mieux sorti, une concession. À Berlin, où l'on devine sans peine derrière le "partage du fardeau" un mot qui fait horreur, celui de mutualisation, cette concession est perçue comme très politique. Et, pour l'instant, ni la chancelière Angela Merkel ni ses partenaires de coalition ne sont prêts à la faire. Et encore moins les eurosceptiques, minoritaires, de l'AfD (extrême droite). Inutile de se cacher derrière les Pays-Bas, tout aussi réfractaires – c'est bien de l'Allemagne qu'il s'agit, et de l'ultime limite de sa logique européenne. La France, passée à l'offensive aux côtés de Rome et de Madrid, pousse elle-même sa logique : il faut, précisément, mutualiser, car la profondeur et la violence de cette crise-ci imposent un saut qualitatif au système européen. Peu importe que ce saut s'appelle "coronabonds" ou "instrument budgétaire", que l'on parle de "mutualisation des dépenses de la crise" pour éviter l'anathème de la "mutualisation des dettes", mais le geste de solidarité qu'exige le fonds de reconstruction doit être suffisamment spectaculaire pour montrer que l'on a changé d'ère. (...) ».

Suite à ces diverses contributions en faveur d'une vraie solidarité européenne, il me revient un passage de « Par-delà le bien et le mal » de Friedrich Nietzsche, publié en 1886 :

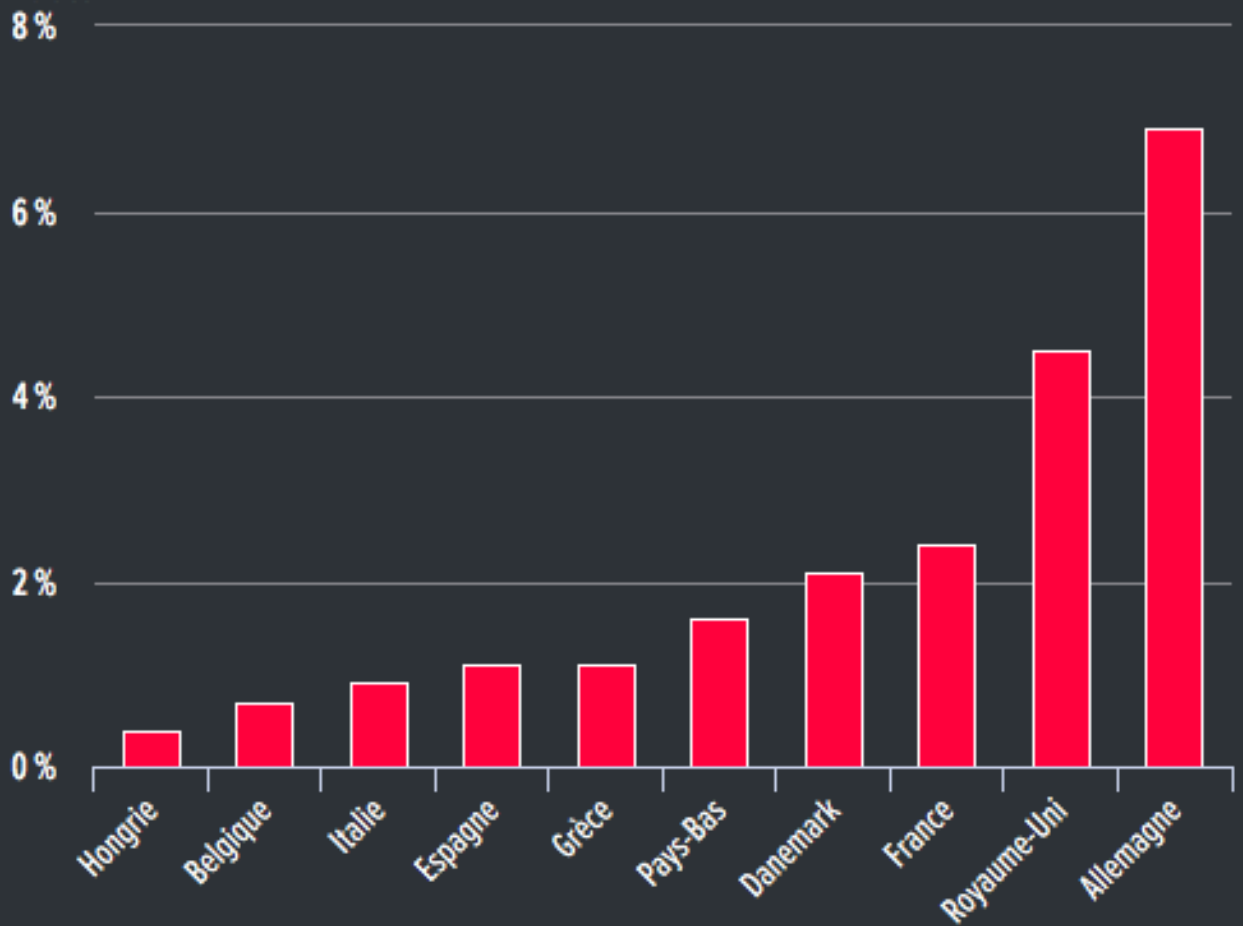
« Grâce aux divisions morbides que la folie des nationalités a mises et met encore entre les peuples de l'Europe, grâce aux politiciens à la vue courte et aux mains promptes qui règnent aujourd'hui avec l'aide du patriotisme, sans soupçonner à quel point leur politique de désunion est fatalement une simple politique d'entr'acte, — grâce à tout cela, et à bien des choses encore qu'on ne peut dire aujourd'hui, on méconnaît ou on déforme mensongèrement les signes qui prouvent de la manière la plus manifeste que l'Europe veut devenir une. Tous les hommes un peu profonds et d'esprit large qu'a vus ce siècle ont tendu vers ce but unique le travail secret de leur âme : ils voulurent frayer les voies à un nouvel accord et tentèrent de réaliser en eux-mêmes l'Européen à venir ; s'ils appartenent à une patrie, ce ne fut jamais que par les régions superficielles de leur intelligence, ou aux heures de défaillance, ou l'âge venu : ils se reposaient d'eux-mêmes en devenant "patriotes". Je songe à des hommes comme Napoléon, Goethe, Beethoven, Stendhal, Henri Heine, Schopenhauer ».

Également le 16, « devant le Parlement européen, la présidente von der Leyen a déclaré que la réaction collective de l'Europe - bien qu'elle représente un montant nettement supérieur à 3 000 milliards d'euros et qu'il s'agisse du plan d'action le plus impressionnant à l'échelle mondiale - ne suffira pas. Le budget de l'UE sera le vaisseau-mère du redressement de l'Europe : il devra orienter l'économie vers une Europe plus verte et plus numérique. Les investissements dans la rénovation à grande échelle, les énergies renouvelables, les transports propres, l'alimentation durable et la restauration de la nature seront encore plus importants qu'auparavant. Chaque euro disponible a été utilisé pour investir dans l'achat de matériel médical, la recherche de vaccins, la préservation de l'emploi et le soutien aux entreprises afin de relancer l'économie. La présidente von der Leyen a conclu en lançant un vibrant plaidoyer en faveur de l'Union européenne: « Si nous défendons tous l'Europe aujourd'hui, avec courage, confiance et solidarité, je sais que demain, l'âme de l'Europe brillera plus fort que jamais. » (Commission européenne).

En date du 16, l'Institut Bruegel fige ses statistiques sur le montant des mesures effectivement prises à ce moment-là pour soutenir l'activité dans les différents pays européens.

La revue Alternatives Économiques s'en fera l'écho le 24 :

Aides directes accordées en réponse à la crise du coronavirus, en % du PIB 2019

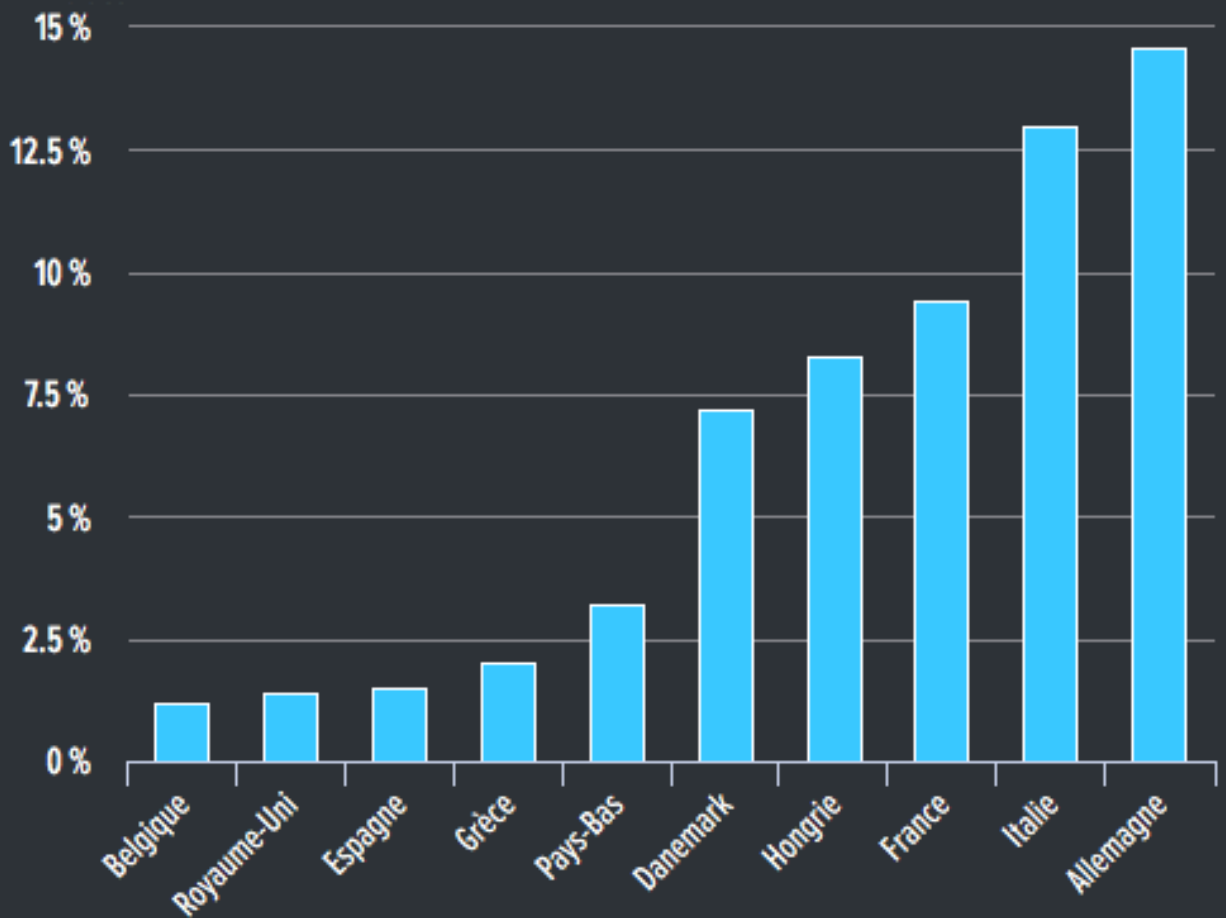


Source : Institut Bruegel



Alternatives Economiques

Reports d'échéances fiscales et sociales accordés en réponse à la crise du coronavirus, en % du PIB 2019



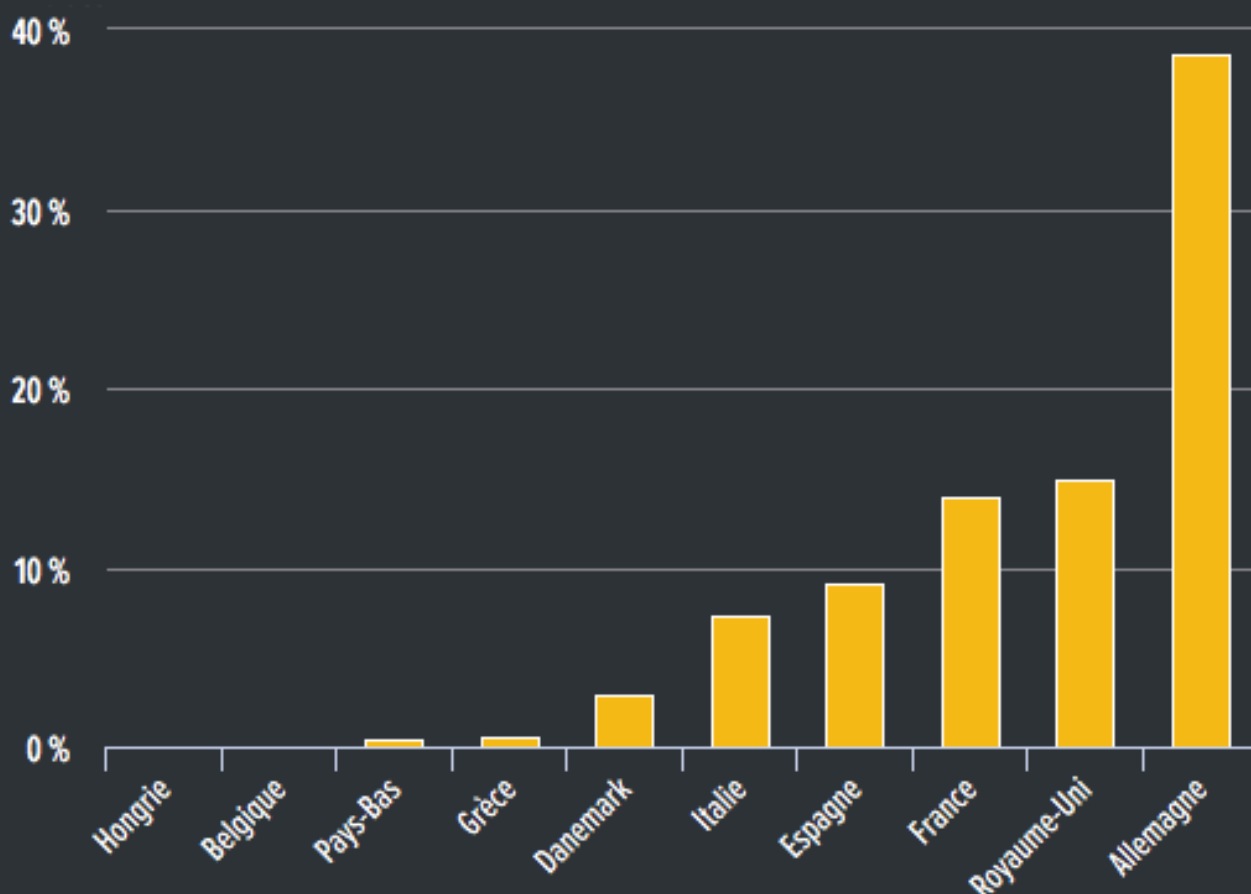
Source : Institut Bruegel



Alternatives
Economiques

Des garanties pour éviter des défauts de paiement

Mesures de liquidité et garanties accordées en réponse à la crise du coronavirus, en % du PIB 2019



N.B. : les pourcentages indiqués ici ne correspondent pas aux sommes provisionnées par les gouvernements – qui sont souvent extensibles – mais au pourcentage de l'activité du secteur privé qui est couverte par ces dispositifs de garantie et de soutien à la liquidité. Parfois traitées de manière distincte, les garanties sont ici regroupées avec les mesures de soutien à la liquidité car, en permettant aux entreprises de s'endetter plus facilement, elles ont aussi en un sens cette vocation.

Source : Institut Bruegel



Alternatives
Economiques

Selon l'économiste à l'Institut Bruegel Zsolt Darvas, « le constat est sans appel : l'Allemagne fait plus sur tous les plans, tandis que l'Italie et l'Espagne tentent de limiter la casse ». Cela peut

s'expliquer en particulier par un comportement d'autocensure des pays du Sud qui peuvent craindre une mauvaise réaction des marchés à leur égard.

Toujours le 16, E. Macron accorde un entretien au Financial Times dans lequel il exprime un point de vue très pessimiste sur la situation de l'Europe « On est au moment de vérité. (...) On a besoin de transferts financiers et de solidarité pour que l'Europe tienne ».

Le vendredi 17, dans une résolution, « le Parlement salue les mesures budgétaires et le soutien aux liquidités de l'UE pour faire face à la pandémie. Au-delà de ce qui a déjà été fait, l'Europe a besoin d'un ensemble massif de mesures de relance et de reconstruction, qui devrait être financé par un budget à long terme (CFP) renforcé, par les fonds et instruments financiers de l'Union existants ainsi que par des obligations de relance garanties par le budget de l'Union, estiment les députés. Ces mesures ne devraient pas impliquer la mutualisation de la dette existante et devraient être orientées vers les investissements d'avenir. Le pacte vert européen et la transition numérique devraient être au cœur de ce paquet de mesures afin de donner un coup de fouet à l'économie, soulignent les députés ».

Cette résolution marque un pas important vers une certaine mutualisation des dettes, au travers des « obligations de relance garanties par le budget de l'Union ».

En cette mi-avril, la Lettre du CEPII publie un article de Michel Aglietta et Sabrina Khanniche, « La vulnérabilité du capitalisme financiarisé face au coronavirus », avec la conclusion suivante :

« (...) Le néolibéralisme a imposé une économie de marché généralisée dans un monde politiquement fragmenté qui ne perçoit pas sa dépendance à la nature. Or les marchés ignorent les biens communs et leur détérioration en maux communs. La dégradation des écosystèmes par la destruction des habitats naturels conduit à la dissémination de virus qui vivent dans des espèces animales résilientes. En raison de la globalisation de la pandémie, son endiguement implique une coopération mondiale des politiques publiques qui ne reproduisent pas les erreurs de 2008 : créer plus de dettes pour résoudre une crise financière provoquée par un excès de dettes. Il faut protéger les citoyens par des apports directs de monnaie et les PME par un moratoire temporaire sur l'endettement. La solidarité internationale est cruciale. Sans moratoire international et sans subventions, les pays en développement les plus pauvres, frappés par la contraction du commerce international et la fuite des capitaux, vont s'effondrer. En Europe, il faut une émission urgente d'euro-obligations, ciblées sur l'urgence sanitaire, en vue d'une politique budgétaire commune. Le monde d'après crise ne sauvera la globalisation que si les élites politiques du G20 comprennent qu'il faut nécessairement à cette dernière un système de règles multilatérales suscitant la coopération. Un Green New Deal Global est le seul avenir possible de la mondialisation ».

Samedi 18, le site fr.investing.com donne la situation actuelle des spreads. On a déjà souligné l'importance de cette statistique qui constitue un indicateur avancé des crises de dettes souveraines. Selon Vitor Gaspar, spécialiste des questions budgétaires au FMI, les États ont pour l'instant déjà annoncé près de 8 000 milliards de dollars de dépenses publiques de soutien (à 3 300 Mds de dépenses budgétaires s'ajoutent 1 800 Mds de prêts et capitaux propres et 2 700 Mds de garanties). L'endettement public de tous les pays va connaître une véritable explosion mais il va y avoir des disparités. Ainsi, le taux d'endettement de l'Italie pourrait être selon le FMI de 155% à la fin de cette année. L'Italie est le pays actuellement le plus vulnérable de la zone euro et cela se répercute sur son spread malgré les efforts que fait la BCE pour éviter toute fragmentation de la zone euro.

L'EURO

Pays ↕	Taux ↕	+ Haut	+ Bas	Var. ↕	Var. % ↕	Vs. Bund ↕	Vs. T-Note ↕	Heures ↕
 Afrique du Sud	10,350	10,465	10,265	-0,110	0,00%	1.082,1	970,8	17/04
 Allemagne	-0,471	-0,450	-0,488	+0,008	+1,67%	0,0	-111,3	17/04
 Australie	0,847	0,892	0,821	-0,036	-4,02%	131,8	20,5	17/04
 Autriche	-0,013	0,032	-0,013	-0,021	-256,25%	45,8	-65,5	17/04
 Bangladesh	8,835	8,670	8,640	+0,165	+1,90%	930,6	819,3	16/04
 Belgique	0,103	0,162	0,090	-0,001	-0,49%	57,4	-53,9	17/04
 Brésil	6,995	7,105	7,020	-0,035	-0,50%	746,6	635,3	17/04
 Bulgarie	0,235	0,235	0,235	0,000	0,00%	70,6	-40,7	15/04
 Canada	0,644	0,658	0,546	+0,001	+0,16%	111,5	0,2	00:24:43
 Chili	3,090	3,090	3,090	-0,030	0,00%	356,1	244,8	17/04
 Chine	2,559	2,559	2,539	+0,007	+0,25%	303,0	191,7	17/04
 Chypre	1,928	2,038	1,893	-0,046	-2,33%	239,9	128,6	17/04
 Colombie	6,552	6,600	6,400	+0,092	+0,00%	702,3	591,0	17/04
 Corée du Sud	1,435	1,458	1,427	+0,027	+0,00%	190,6	79,3	17/04
 Croatie	1,198	1,198	1,198	-0,051	-4,08%	166,9	55,6	17/04
 Égypte	14,352	14,352	14,352	+0,405	+2,90%	1.482,3	1.371,0	17/04
 Espagne	0,805	0,844	0,786	-0,009	-1,05%	127,6	16,3	17/04
 États-Unis	0,642	0,642	0,642	+0,014	+2,18%	111,3	0,0	17/04
 France	0,027	0,066	0,012	+0,003	+10,42%	49,8	-61,5	17/04
 Grèce	2,098	2,197	2,074	-0,015	-0,69%	256,9	145,6	17/04
 Hong-Kong	0,698	0,767	0,729	-0,051	-6,75%	116,9	5,6	17/04
 Hongrie	2,360	2,510	2,510	-0,150	-5,98%	283,1	171,8	17/04
 Île Maurice	3,395	3,395	3,395	-0,096	-2,75%	386,6	275,3	17/04
 Inde	6,347	6,419	6,298	-0,092	0,00%	681,8	570,5	17/04
 Indonésie	8,039	7,985	7,927	+0,112	+1,41%	851,0	739,7	17/04
 Irlande	0,158	0,194	0,156	-0,037	-18,81%	62,9	-48,4	17/04
 Islande	2,594	2,629	2,619	-0,025	-0,95%	306,5	195,2	17/04
 Israël	0,725	0,769	0,722	-0,009	-1,23%	119,6	8,3	16/04
 Italie	1,793	1,852	1,751	+0,003	+0,14%	226,4	115,1	17/04
 Japon	0,025	0,025	0,025	+0,025	+0,00%	49,6	-61,7	17/04

Une fois de plus, on constate pour les pays de la zone euro les plus fragiles une progression des spreads par rapport au tableau précédent.

L'EURO

 Jordanie	5,578	5,578	5,578	0,000	0,00%	604,9	493,6	19/03
 Kenya	12,561	12,561	12,561	0,311	2,53%	1.303,2	1.191,9	17/04
 Malaisie	3,042	3,070	3,029	-0,029	-0,93%	351,3	240,0	17/04
 Malte	0,518	0,518	0,518	-0,028	0,00%	98,9	-12,4	17/04
 Maroc	2,725	2,800	2,800	0,000	0,00%	319,6	208,3	17/04
 Mexique	7,098	6,980	6,860	+0,208	+3,02%	756,9	645,6	17/04
 Namibie	11,952	11,715	11,650	+0,282	+2,42%	1.242,3	1.131,0	17/04
 Nigéria	12,002	12,002	12,002	0,000	0,00%	1.247,3	1.136,0	17/04
 Norvège	0,736	0,774	0,726	+0,037	+4,79%	120,7	9,4	17/04
 Nouvelle-Zélande	0,955	0,955	0,955	-0,013	-1,34%	142,6	31,3	17/04
 Ouganda	16,639	16,000	16,000	+0,639	+3,99%	1.711,0	1.599,7	11:34:17
 Pakistan	8,918	8,804	8,804	+0,114	+1,29%	938,9	827,6	17/04
 Pays-Bas	-0,176	-0,149	-0,191	+0,004	+2,22%	29,5	-81,8	17/04
 Pérou	4,103	4,103	4,103	-0,014	-0,34%	457,4	346,1	01:30:49
 Philippines	4,022	4,209	3,987	0,035	0,87%	449,3	338,0	17/04
 Pologne	1,413	1,447	1,368	+0,019	+1,33%	188,4	77,1	17/04
 Portugal	0,955	0,986	0,928	-0,025	-2,55%	142,6	31,3	17/04
 Qatar	3,025	3,052	2,968	+0,003	+0,08%	349,6	238,3	17/04
 République Tchèque	1,281	1,579	1,307	-0,054	-4,04%	175,2	63,9	17/04
 Roumanie	4,400	4,550	4,550	-0,490	-10,02%	487,1	375,8	16/04
 Royaume-Uni	0,302	0,313	0,284	-0,002	-0,50%	77,3	-34,0	17/04
 Russie	6,275	6,790	6,270	-0,005	-0,08%	674,6	563,3	17/04
 Serbie	2,900	3,000	2,950	-0,100	-3,33%	337,1	225,8	14:00:30
 Singapour	1,028	1,053	0,982	-0,019	-1,77%	149,9	38,6	11:45:10
 Slovaquie	0,42	0,51	0,47	-0,06	-12,71%	88,7	-22,6	17/04
 Slovénie	0,660	0,794	0,673	-0,028	-4,07%	113,1	1,8	17/04
 Sri Lanka	9,857	9,750	9,550	+0,057	+0,58%	1.032,8	921,5	17/04
 Suisse	-0,491	-0,419	-0,465	-0,034	-7,33%	-2,0	-113,2	17/04
 Taiwan	0,495	0,520	0,505	-0,025	-4,81%	96,6	-14,7	17/04
 Thaïlande	1,345	1,420	1,370	-0,036	-2,57%	181,6	70,3	17/04
 Turquie	14,410	14,410	14,410	0,310	2,20%	1.488,1	1.376,8	17/04
 Viêt Nam	3,171	3,171	3,171	-0,075	-2,31%	364,2	252,9	17/04

Une fois de plus, on constate pour les pays de la zone euro les plus fragiles une progression des spreads par rapport au tableau précédent.

Dimanche 19, pour faire face aux conséquences économiques de la crise sanitaire, le président du MES estime que l'UE aura besoin d'au moins 500 Mds en plus des 500 Mds prévus il y a une dizaine de jours.

Le lundi 20, publication par le Conseil d'analyse économique d'une tribune écrite par plusieurs auteurs européens, « Une initiative pour réparer et reconstruire l'économie européenne » (<https://voxeu.org/article/repair-and-reconstruct-recovery-initiative>).

L'introduction précise d'emblée les enjeux :

« L'UE a tardé à formuler sa réponse à la crise de Covid. Heureusement, les choses ont commencé à changer. Le résultat de la réunion de l'Eurogroupe du 9 avril peut être considéré comme un verre à moitié plein ou à moitié vide, mais en tout état de cause, les progrès doivent être reconnus sur un point : une voie à instruments multiples, conforme aux multiples objectifs de l'UE, a été actée par l'Eurogroupe. Cependant, le verre est encore loin d'être plein.

Les gouvernements nationaux et la BCE ont jusqu'à présent été à l'avant-garde de l'action, et à juste titre. Mais une implication plus forte de l'UE s'impose désormais. Premièrement, elle devrait faire davantage pour s'assurer que les gouvernements de l'ensemble de l'Union sont et resteront en mesure de remplir leur mission. Deuxièmement, elle doit remplir sa propre mission, qui est de fournir les biens publics nécessaires à ce stade et de favoriser la solidarité. Troisièmement, elle devrait mettre en place les mécanismes qui seront nécessaires pour ce qui est appelé à être une phase de reconstruction de l'ensemble de l'économie européenne. Cela implique de consolider le marché unique et de rééquilibrer les règles du jeu, qui deviennent actuellement inégales en raison de la suspension partielle des règles relatives aux aides d'État et des différences de capacité fiscale des pays pour soutenir leurs économies ».

La conclusion de la tribune est également importante et résonne comme une mise en garde : « Cette pandémie peut se révéler être une crise qui n'a lieu qu'une fois au cours du siècle, mais il est également possible que d'autres crises profondes et partagées éclatent dans un avenir pas trop lointain. Ainsi, au-delà de la réparation de l'économie et de la sortie de la pandémie, l'objectif doit être de rendre l'Union européenne et ses membres résilients aux futures crises communes ».

Jeudi 23, publication par l'INSEE de son point de conjoncture. Dans l'introduction, on lit notamment :

« (...) Quand on le compare aux épisodes de récession des dernières décennies, ce choc se distingue en effet par sa soudaineté et par son ampleur, qui découlent directement de sa nature très singulière : la mise à l'arrêt "volontaire" – faute de mieux pour lutter contre l'épidémie – d'une large partie de l'économie. En ce sens, si les chiffres issus des enquêtes d'avril peuvent paraître spectaculaires par rapport aux séries chronologiques, ils ne doivent néanmoins pas surprendre. Comme un organisme placé sous anesthésie, l'économie française n'assure plus que ses fonctions vitales. Les mesures de soutien budgétaire aux entreprises et aux ménages visent notamment à favoriser les conditions du réveil – dont on sait qu'il ne sera que très progressif – puis de la convalescence. Car pendant la période de confinement, la perte de revenu national aura été considérable : la majorité sera absorbée par la hausse du déficit public, mais une part non négligeable restera au compte des entreprises. Les ménages seront également affectés, même si leur taux d'épargne devrait grimper ponctuellement du fait de la baisse de la consommation pendant le confinement. À l'incertitude sur le scénario sanitaire, qui n'augure pas d'un rebond économique rapide, s'ajoute donc l'incertitude sur le comportement des ménages et des entreprises dans ce contexte inédit. (...) ».

Reproduisons aussi un tableau et deux schémas. Le tableau donne une estimation de la perte d'activité selon les secteurs d'activité économique ; le premier schéma montre comment le solde des opinions des chefs d'entreprises sur les perspectives économiques générales s'est effondré en la période actuelle, et le second schéma traduit la forte progression du nombre de demandes d'activité partielle depuis le 1^{er} mars 2020.

Tableau 1 - Estimation de la perte d'activité liée aux mesures d'endiguement

Branches	Part dans le PIB	Perte d'activité	Contributions à la perte d'activité (en points de PIB)
Agriculture, sylviculture et pêche	2	-13	-0,2
Industrie	14	-39	-5
Fabrication de denrées alimentaires, de boissons et de produits à base de tabac	2	-5	-0,1
Cokéfaction et raffinage	0	-80	-0,1
Fabrication d'équipements électriques, électroniques, informatiques ; fabrication de machines	1	-61	-1
Fabrication de matériels de transport	1	-72	-1
Fabrication d'autres produits industriels	6	-45	-3
Industries extractives, énergie, eau, gestion des déchets et dépollution	2	-20	-1
Construction	6	-79	-4
Services principalement marchands	56	-38	-22
Commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles	10	-55	-6
Transports et entreposage	5	-63	-3
Hébergement et restauration	3	-91	-3
Information et communication	5	-34	-2
Activités financières et d'assurance	4	0	0
Activités immobilières	13	-2	-0,2
Activités scientifiques et techniques ; services administratifs et de soutien	14	-45	-6
Autres activités de services	3	-76	-2
Services principalement non marchands	22	-14	-3
Total	100	-35	-35
dont principalement marchands	78	-41	-32
dont principalement non marchands	22	-14	-3
Total principalement marchands hors loyers	65	-49	-32

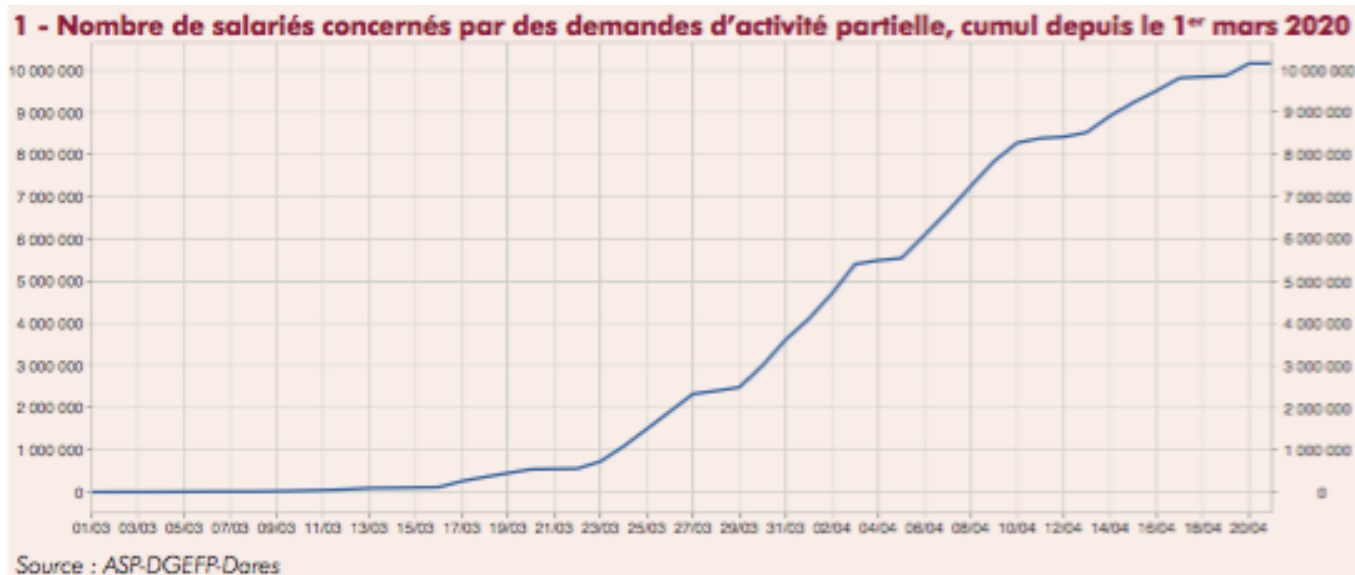
Lecture : au 23 avril 2020, l'activité économique aurait diminué de 35 % par rapport à une situation normale. L'industrie, dont la perte d'activité estimée à 39 %, contribuerait à hauteur de 5 points de pourcentage à cette baisse.

Source : calculs Insee à partir de sources diverses

1 - Solde d'opinion des chefs d'entreprise sur les perspectives générales d'activité de leur secteur

Note : la série de solde d'opinion sur les perspectives générales d'activité dans l'industrie du bâtiment est trimestrielle

Source : Insee, enquêtes de conjoncture



Également ce jeudi 23, parution dans Le Monde d'un article de Moritz Schularick, professeur d'économie à l'Université de Bonn. Selon lui, la crise actuelle peut mettre l'euro en « danger existentiel » : « (...) Nous avons des règles strictes qui séparent la banque centrale et les finances publiques. Cela a beaucoup de sens en temps normal, mais c'est un gros inconvénient en temps de crise. Nous l'avons vu lors de la crise économique de 2008-2009 et nous constatons aujourd'hui les mêmes problèmes. La zone euro est mal équipée pour faire face aux catastrophes qui ne se produisent qu'une fois par siècle. Or, nous en avons eu deux en dix ans... Il s'agit d'un test énorme pour une jeune union monétaire ».

Au-delà de cette remarque générale, il faut absolument faire la remarque suivante. La crise sanitaire correspond à un choc « symétrique » en ce sens qu'il concerne tous les pays de la zone euro, mais quant à ses conséquences, et sanitaires et économiques et sociales, le choc est asymétrique : non seulement les conséquences sont plus ou moins graves selon les pays mais de plus les disparités entre pays vont s'approfondir parce que les pays qui vont subir les conséquences les plus graves sont ceux qui déjà étaient les plus fragiles. L'opposition entre pays du Nord et pays du Sud s'accroît et c'est là que réside le danger existentiel pour l'euro.

Dans l'après-midi de ce jeudi 23, réunion très attendue du Conseil européen (par visio-conférence). Lors de la réunion précédente, le Conseil européen avait botté en touche en demandant à l'Eurogroupe de lui faire des propositions. Cette fois-ci, il botte tout autant en touche mais c'est à la Commission européenne qu'il demande de faire avancer d'ici le 6 mai les dossiers, en particulier celui de la question de la réorganisation de nos chaînes de production pour réduire la dépendance économique de l'Europe et celui du fonds de relance. Certes, les 27 sont d'accord pour reconnaître que face à la crise actuelle il faut frapper vite et fort et l'ampleur du plan de relance pourrait se situer entre 5% et 10% du PIB de l'UE, mais les Pays-Bas, la Suède, l'Autriche et la Finlande restent toujours opposés à toute idée de mutualisation des dettes publiques. L'Allemagne aussi mais A. Merkel dit son souci de solidarité et accepte, pour une période limitée, d'augmenter substantiellement les contributions de son pays au budget de l'UE ; et le Président Macron continue à demander une capacité commune d'endettement et des transferts budgétaires vers les régions et les secteurs les plus touchés, transferts sans lesquels l'asymétrie entre les États membres continuerait à augmenter. Le recours au budget pluriannuel de l'UE semble faire consensus : c'est important car son articulation avec le futur plan de relance a des chances d'être efficace et cela permet d'assurer de tels transferts. De ce point de vue, ce Conseil n'est pas un échec total.

Encore ce jeudi 23, le premier ministre espagnol Pedro Sanchez propose de financer un fonds de relance européen de 1500 milliards d'euros par de la « dette perpétuelle » libellée au nom de l'UE et remboursée sur le budget européen.

Rappelons qu'en 2015 le ministre des finances grec de l'époque, Yanis Varoufakis, avait fait à l'Eurogroupe le même genre de proposition et que ses collègues lui avaient répondu par une « aimable » fin de non-recevoir. La solution proposée par Madrid est davantage au goût du jour qu'en

2015. D'ailleurs, de beaux esprits comme celui d'Alain Minc, n'hésitent pas à l'avancer aussi (voir ici en date du 5).

Le vendredi 24, dans Les Echos, l'économiste Mathilde Lemoine considère que la BCE pourrait aller encore plus loin dans les mesures qu'elle prend pour soutenir l'activité économique de la zone euro en s'inspirant de la politique très volontariste menée par la Fed. En complément des mesures supplémentaires qu'elle pourrait donc prendre, en particulier en faveur des PME, il faudrait créer un « bad bank » de la zone euro, « c'est-à-dire un fonds permettant de s'occuper des prêts qui ne seront pas remboursés. Mario Draghi et certains membres du Conseil des gouverneurs n'ont cessé d'en implorer sa création. Malheureusement, ils n'ont pas été entendus ».

Dans la même édition du journal économique, Mathieu Pigasse fait d'intéressantes réflexions sur le « monde d'après » : « À chaque crise, on assiste à l'effondrement d'un dogme. En 2008, on a découvert qu'un État, y compris dans la zone euro, pouvait faire faillite. Aujourd'hui, on redécouvre que l'État remplit des fonctions essentielles. Et les banques centrales peuvent faire de la création monétaire pour les financer, avec la planche à billets. C'est un changement majeur, essentiel, dont on n'a pas encore mesuré l'importance. Il est possible de créer de la monnaie pour financer le déficit, donc les dépenses essentielles et de long terme, sans créer d'inflation ou trop d'inflation. Quand l'État fait du chômage partiel, ce n'est rien d'autre qu'un revenu universel, financé, in fine, par la BCE. (...) Il est indispensable que la BCE achète de la dette publique directement aux États. Nous sommes prisonniers de trop de dogmes, comme celui de l'hyper-inflation des années 1920 ou des règles de Maastricht. Il faut assumer le fait que nous avons changé de monde, et que les règles européennes relatives au budget et à la dette n'ont plus de sens ».

Mathieu Pigasse a grandement raison quand il dit qu'à l'occasion de la crise, « on redécouvre que l'État remplit des fonctions essentielles ». Mais cela ne signifie pas pour autant un « retour de l'État » dans la mesure où l'État a au contraire pris toujours plus d'importance dans l'économie des pays développés : selon l'OCDE, le poids par rapport au PIB des dépenses publiques a connu l'évolution suivante au fil des décennies : 30,91% dans la décennie 1960, 36,12% dans celle des années 1970, 40,55% pour les années 1980, 41,19% pour les années 1990, 40,06% pour les années 2000 et 41,54% pour les années 2010. Mais, comme le précise Olivier Passet, ce sont les fonctions remplies par l'État qui ont évolué : ses fonctions de production et d'investissement ont pris moins d'importance parce qu'il s'est concentré sur ses fonctions régaliennes stricto sensu, qu'il s'est plus ou moins déchargé de ses fonctions tutélaires et n'a conservé des activités de réseau que le coût de leurs infrastructures (la politique « austéritaire » menée suite à la crise de 2007-2008 est la cause de cette évolution, évolution qui apparaît comme particulièrement désastreuse aujourd'hui, et il faut donc espérer, nonobstant les contraintes budgétaires, une augmentation des dépenses publiques pour les secteurs qui ont été les plus touchés, à savoir la santé, l'éducation, la formation, la recherche et les investissements publics) ; la fonction de redistribution a été très souvent contestée (crise de l'État-providence) ; la fonction de régulation s'est transformée, dans sa dimension microéconomique avec le transfert de l'essentiel à des agences et dans sa dimension macroéconomique avec une remise en cause profonde de la régulation de type keynésien. C'est la fonction d'assureur des risques économiques qui a surgi et qui a pris le dessus. Par ailleurs, une application souvent aveugle par l'État des principes de la gestion privée aboutit à remettre en cause le principe d'égalité des citoyens pour l'accès aux services publics, à imposer la course aux volumes (économies d'échelle) et à la rentabilité (voir les conséquences de la gestion managériale dans le domaine de la santé) et à compromettre la gestion des externalités, positives et négatives. Le rôle relativement nouveau d'assureur en dernier ressort de l'État prend évidemment aujourd'hui une importance considérable dans les domaines de l'emploi, du soutien voire du sauvetage des entreprises en difficulté et des bouées de sauvetage financières. Comme le dit également Olivier Passet, « l'État est devenu une immense tirelire assurantielle adossée à une sphère privée déresponsabilisée. C'est cela le soi-disant “moins d'État” (...) Nous vivons au contraire l'apothéose de l'État assurantiel et démissionnaire du champ de la production de biens communs. Une sorte de flexisécurité généralisée poussée à son point culminant ». À cela s'ajoute l'abandon par l'État de ses missions de promoteur et de stratège : la crise actuelle montre crûment à quel point le principe de préparation a été malmené. Le sociologue américain Andrew Lakoff considère le principe de préparation au moins aussi important que le principe de précaution : « Le principe de précaution vise à éviter certains risques dont les effets sont inconnus ou incertains. (...) La préparation part du point de vue que nous ne serons pas nécessairement en mesure de l'éviter. La précaution ne suffit donc pas. Il faut donc réfléchir à ce qui se passerait si cela se produisait et minimiser les vulnérabilités du système. La préparation est donc un acte de l'imagination ». Notons que dans un rapport publié en 2016, le comité indépendant d'experts internationaux (GHRF) réunis par l'Académie nationale de médecine américaine estime à 20% la probabilité qu'au cours du siècle se produisent 4 épisodes de pandémie ou plus et les seules questions qui alors se posent sont : quand aura-t-elle lieu, quelle sera son ampleur et que faire pour nous y préparer ;

d'ailleurs, en 2013 la société Air Worldwide, spécialisée en modélisation de catastrophes, avait déjà évoqué la survenue d'un virus aussi dévastateur que celui de la grippe de 1918. Le rapport du GHRF de 2016 demande aux États, au secteur privé et aux ONG de consacrer environ 4 milliards de dollars par an aux préparatifs en vue des pandémies, pour la formation d'un personnel de santé publique motivé et compétent, pour avoir un système robuste de veille sanitaire, un réseau efficace de laboratoires et un engagement actif auprès du public (notons aussi que fin août 2018, les éditions Albin Michel ont fait paraître la version française du livre de Laura Spinney, « La grande tueuse ; comment la grippe espagnole a changé le monde » dans lequel elle évoque ces documents et donc la probabilité d'avoir à faire face à nouveau à de graves pandémies). Cela signifie donc qu'il faut que l'État retrouve ses responsabilités en matière d'anticipation et de construction de l'avenir, notamment par la politique industrielle lato sensu et, pourquoi pas, par un retour d'une forme de planification indicative. Mais pour réaliser en quelque sorte ce retour aux sources, l'État n'a pas besoin de grossir encore davantage, au contraire : en privilégiant une économie contractuelle et en se soumettant à une réorganisation interne profonde, il faut qu'il gagne à la fois en pertinence, en efficacité et en agilité. Cette redéfinition des rôles et de la place de l'État doit se situer dans une réflexion encore plus large à propos du capitalisme lui-même dans la mesure où les crises qui se sont multipliées depuis la fin des Trente glorieuses mettent en accusation les dérives que le capitalisme actionnarial, financiarisé et mondialisé a développées depuis. Il faut, pour le moins, que l'État force à l'internalisation des externalités négatives générées par ces dérives.

Dans *Le Monde* du 6 mai, Muhammad Yunus, économiste et prix Nobel de la Paix en 2006, écrira un grand article avec pour titre : « La crise due au coronavirus nous offre la possibilité de tout reprendre de zéro ». On y lit notamment : « (...) La pandémie a brutalement changé la donne. Elle ouvre des horizons formidables et jusque-là insoupçonnés. Nous pouvons prendre toutes les directions. Quelle incroyable liberté de choix ! Avant de la relancer, nous devons d'abord nous mettre d'accord sur l'économie à laquelle nous aspirons. Nous devons avant tout convenir que l'économie n'est qu'un moyen, celui d'atteindre des objectifs que nous nous fixons. (...) Dès lors que cet outil, l'économie, ne nous conduit pas là où nous souhaitons aller, c'est qu'il y a quelque chose dans le matériel, ou dans le logiciel, qui fonctionne mal. Nous devons alors y remédier et réparer l'outil. (...) C'est la grande nouvelle de cette période : la crise due au coronavirus nous ouvre des horizons pour ainsi dire illimités pour tout reprendre de zéro. La possibilité de faire table rase pour concevoir matériel et logiciel, à neuf.

Une décision mondiale, unanime mais simple, serait d'une aide immense : il faut la consigne claire que nous ne voulons pas reprendre là où nous nous sommes arrêtés. Non, nous ne retournerons pas dans la même ornière au nom de la relance économique. D'ailleurs, nous ne devons pas même parler de plan de "relance". Pour que l'objectif soit clair, nous devons parler de plan de "reconstruction". Les entreprises seront au cœur de ce programme. La reconstruction pour l'après-coronavirus doit partir de ce principe fondateur : la conscience sociale et environnementale comme pilier central de toutes les décisions. Les États doivent faire en sorte que pas un seul dollar n'aille à des entités ou projets qui n'œuvrent pas, avant toute chose, à l'intérêt social et écologique de la société. (...) ».

Le propos de M. Yunus nous amène à nous rappeler la double origine étymologique du mot « crise ». Au moyen-âge, le mot crise vise le moment paroxystique d'une maladie, et en grec, la crise signifie la nécessité de discerner et de décider. On retrouve en chinois ce double aspect puisque le mot crise comporte deux caractères dont le premier signifie danger et le second opportunité, l'ordre des deux n'étant pas indifférent.

On notera aussi qu'il peut arriver que pour les crises, le hasard fasse bien les choses. Je me souviens que le Premier rapport du Club de Rome (« The Limits To Growth », appelé aussi « rapport Meadows ») est paru en 1972, à une époque où étaient de plus en plus dénoncés les dangers que

portait en elle la forte croissance des Trente Glorieuses, et le hasard a voulu que l'année suivante le 1^{er} choc pétrolier mette un coup d'arrêt à cette croissance. Le désordre international venait lui aussi de s'installer avec la décision en août 1971 de supprimer la convertibilité du dollar, décision qui sera prolongée par celle de laisser flotter les monnaies, ce qui a mis à bas les deux piliers fondant le système de Bretton Woods. Puis en 1979 un second choc pétrolier a fini de casser la dynamique du capitalisme et du keynésianisme. Ce que préconisait le rapport du Club de Rome, la crise d'alors l'a en quelque sorte réalisé ! Aujourd'hui, la crise sanitaire-économique, dont la gravité est souvent comparée à celle de la crise de 1929, intervient au moment même où les excès catastrophiques du capitalisme financiarisé et mondialisé sont dénoncés avec de plus en plus de force. Ce que les « décroissantistes » veulent depuis le milieu des années 1990 (voir l'article de Nathalie Blanc-Noël de janvier 2010), le Covid-19 l'a fait ! La crise actuelle éclate à un moment où l'accélération (économique, technique, du changement social et du rythme de vie) devient synonyme d'aliénation pour reprendre l'analyse du sociologue et philosophe allemand Hartmut Rosa. En effet, pour lui, les processus d'accélération propres à la modernité, engendrent de graves formes d'« aliénation relatives au temps et à l'espace, aux choses et aux actions, à soi et aux autres ». Et il a fait paraître un nouveau livre en janvier 2020 : « Rendre le monde indisponible », que les éditions La Découverte présentent de la manière suivante : « Dominer le monde, exploiter ses ressources, en planifier le cours... Le projet culturel de notre modernité semble parvenu à son point d'aboutissement : la science, la technique, l'économie, l'organisation sociale et politique ont rendu les êtres et les choses disponibles de manière permanente et illimitée. Mais alors que toutes les expériences et les richesses potentielles de l'existence gisent à notre portée, elles se dérobent soudain à nous. Le monde se referme mystérieusement ; il devient illisible et muet. Le désastre écologique montre que la conquête de notre environnement façonne un milieu hostile. Le surgissement de crises erratiques révèle l'inanité d'une volonté de contrôle débouchant sur un chaos généralisé. Et, à mesure que les promesses d'épanouissement se muent en injonctions de réussite et nos désirs en cycles infinis de frustrations, la maîtrise de nos propres vies nous échappe. S'il en est ainsi, suggère Hartmut Rosa, c'est que le fait de disposer à notre guise de la nature, des personnes et de la beauté qui nous entourent nous prive de toute résonance avec elles. Telle est la contradiction fondamentale dans laquelle nous nous débattons. Pour la résoudre, cet essai ne nous engage pas à nous réfugier dans une posture contemplative, mais à réinventer notre relation au monde ».

Bref, profitons de la crise actuelle pour reconstruire notre monde et faisons-en sorte que la dystopie ambiante depuis quelque temps soit balayée par une utopie radieuse. À voir si celle-ci doit ressembler à la « collapsologie heureuse » et/ou nous renvoyer au « cantique de l'apocalypse joyeuse » d'Arto Paasilinna. Mais il faut que, de toute façon, cette utopie radieuse se réalise sous le signe de l'éthique de la vulnérabilité : « le cœur de l'éthique de la vulnérabilité tient à l'idée d'une responsabilité fondamentale de l'homme, liée par sa fragilité de vivant et par son privilège de connaissance qui l'ouvre à la complexité du réel, à la dimension éthique de son rapport à l'autre, à tout autre et au devoir être de son droit. (...) La notion de considération clôt la présentation de l'éthique de la vulnérabilité. Elle en est pour ainsi dire le condensé et s'ajuste au concept principal

de l'éthique de la vulnérabilité qui est le concept de responsabilité. (...) C'est la considération qui permet de revenir sur une des spécificités de l'éthique de vulnérabilité, à savoir l'idée selon laquelle c'est en partant de l'homme lui-même et du sujet que l'on peut espérer répondre aux défis de l'écologie et penser un autre modèle de développement, une autre éthique, une autre politique, une autre démocratie. La considération est l'attitude qui nous rend disponibles à la responsabilité ». (Corine Pelluchon, « Éléments pour une éthique de la vulnérabilité. Les hommes, les animaux, la nature. » ; Éditions du Cerf, septembre 2011). On trouve des approches similaires à celle de Corinne Pelluchon chez d'autres philosophes. Citons par exemple Baptiste Morizot avec son dernier ouvrage, « Manières d'être vivant » (Actes Sud, février 2020).

Une dernière réflexion personnelle : la crise sanitaire-économique peut préfigurer le désastre, qui serait d'ailleurs sans doute bien pire, que pourrait entraîner la crise écologique annoncée si on continue de mener la « politique de l'autruche ». De ce point de vue, le covid-19 est un « lanceur d'alerte ». Un lanceur d'alerte dans la mesure où la crise sanitaire-économique nous fait prendre vraiment conscience des vulnérabilités et des dysfonctionnements de notre monde et de notre système économique et, pour ce qui concerne l'Europe, de l'état catastrophique dans lequel elle se trouve. Comme le dit Marc Touati, « la zone euro se trouve exactement en ce moment à l'intersection de deux maximes : celle de Nietzsche considérant que "tout ce qui ne tue pas nous rend plus fort", et celle, populaire, selon laquelle "à trop tirer sur la corde, elle finit par casser". Le Covid-19 peut donc être une chance, une révélation bienfaitrice pour les peuples européens et pour leurs dirigeants : « à quelque chose malheur est bon ». Il faut donc que le « plan de reconstruction » dont parle M. Yunus intègre absolument, en la privilégiant, la lutte contre le réchauffement climatique et que les contraintes de la finance et du court-termisme n'aboutissent pas une fois de plus à reporter à plus tard cet enjeu vital pour la planète et pour l'humanité, car il sera alors vraiment beaucoup trop tard. Il faut que l'avenir donne tort à la fois à ceux qui rêvent que l'on revienne comme avant et à ceux qui craignent que l'après soit pire que l'avant.

Cette réflexion personnelle trouvera un écho dans l'article écrit dans *Le Monde* du 15 mai par le philosophe Jean-Claude Monod. On y lit notamment : « (...) l'expérience dont nous sortons peut n'être pas perçue exclusivement comme un "mal", sous deux aspects : d'une part, un certain "retour du politique" et, d'autre part, une mise en question de l'inéluctabilité d'un mode de développement socialement et écologiquement destructeur. (...) Si le retour du politique peut apparaître comme une réaffirmation de la puissance publique après une longue période de dépolitisation favorable au capitalisme financier, il peut prendre deux voies divergentes : celle, souhaitable, d'une relégitimation "keynésienne" de l'État social et employeur après des décennies d'austérité et de culpabilisation néolibérale, ou celle, redoutable, d'un État tout-puissant, débarrassé des contrôles et des contre-pouvoirs institutionnels et extra-institutionnels, du Parlement comme des mouvements sociaux. (...) La lutte contre le réchauffement climatique et contre la destruction des écosystèmes n'est jamais parvenue à mettre en question une économie industrielle orientée vers l'exploitation indéfinie des ressources sous le signe du profit ; le pseudoréalisme économique a toujours cantonné les exigences écologiques à une place subordonnée. Or, voici que l'impossible se réalise avec l'apparition de la

pandémie : un ralentissement délibéré, et mondial, de la production et des échanges, une réduction drastique de la production industrielle, du trafic aérien et routier, et, avec eux, de la pollution, de la décimation des espèces animales, etc. Une politique écologique mondiale passe ainsi du rang d'objectif inatteignable à celui de réalité instantanée et involontaire. Là encore, ce "bien" se colore des sombres teintes de la crise économique, des faillites en cascade, du chômage ; le spectre d'un appauvrissement massif des populations rappelle qu'il reste essentiel de trouver une articulation entre exigences écologiques de reconversion des industries et bien-être social. Mais un réservoir de scénarios et de réflexions existe, dont le "Green New Deal" pourrait être la bannière. (...) ». La fin de cette citation montre que l'expression de « transition écologique » est particulièrement bienvenue dans la mesure où une révolution industrielle qui chercherait à substituer trop vite et trop radicalement des activités « écologiques » et des énergies renouvelables aux activités industrielles et énergies actuelles, parce que trop carbonnées et destructrices de l'environnement, désorganiserait complètement le système économique et social, ce qui aboutirait à une crise très profonde et durable ; surtout si cette révolution industrielle n'est pas menée à l'échelle de l'économie mondiale. Par ailleurs, on ne sait pas si les nouveaux investissements que nécessitera la « transition écologique » permettront une hausse de la productivité à un moment où celle-ci est négativement affectée par les investissements de l'« ancienne économie » qui s'avèrent à la fois de plus en plus rapidement obsolètes et de moins en moins efficaces (la numérisation et la robotisation désorganisent souvent les entreprises). Et le paradoxe pourrait être que seule la dimension financière du capitalisme actuel, dominé par la logique actionnariale, si critiquable, pourrait subsister au cataclysme. Ne serait-ce d'ailleurs pas, finalement, un moindre mal ? Car, à la crise sanitaire, à la crise économique et à la crise écologique pourrait s'ajouter une crise financière d'une gravité exceptionnelle : l'accumulation d'endettements privés importants, la création monétaire débridée à laquelle les banques centrales sont contraintes pour jouer leur rôle d'assureur en dernier ressort de la solvabilité des États et l'explosion des dettes des États qui doivent jouer leur propre rôle d'assureur en dernier ressort de leurs forces économiques nationales sont autant de risques pour la stabilité financière générale. Il y a déjà rabougrissement de l'économie de marché dans notre monde actuel ; et si le capitalisme lui-même devait imploser, comment pourraient survivre alors nos démocraties ?

Le dimanche 26, sur [Atlantico.fr](https://atlantico.fr), Martin Gurri, longtemps analyste à la CIA insiste sur l'enjeu existentiel que pose la crise actuelle pour l'Europe, comme nous l'avons déjà indiqué plus haut : « (...) L'UE a été créée en partant du principe qu'il ne restait plus de menaces existentielles sur le continent. Lorsque la crise du coronavirus est arrivée, les gouvernements nationaux ont immédiatement pris des mesures pour protéger leur population : c'était comme si l'UE n'existait pas. Lorsque Viktor Orban a utilisé la crise pour s'attribuer des pouvoirs extraordinaires, il n'y a eu que le silence de Bruxelles. Lorsque l'Italie a eu désespérément besoin de matériel médical, Bruxelles et les nations européennes ont détourné le regard. Imaginez si, au premier coup de feu d'une bataille, chaque membre d'un bataillon s'enfuyait et essayait de se sauver, même au détriment des autres. Ce n'est plus une unité militaire, et ne pourrait plus jamais en être une. Comment effacer le souvenir de l'égoïsme mutuel et de la lâcheté ? C'est la situation à laquelle l'UE sera confrontée lorsque les mesures draconiennes actuelles seront levées. Un énorme élan de pression politique - colère, ressentiment, incertitude - sera libéré, je suppose, à ce moment-là, à l'encontre de tous ceux qui représentent les hypocrisies du passé. (...) À l'avenir, les Européens vont devoir décider du type d'Union européenne qu'ils souhaitent. Le système actuel est une superstructure bureaucratique peu liée au processus

démocratique. Il représente adéquatement les gouvernements et les élites, mais pas le public européen. Pourtant, le public est aujourd'hui l'acteur principal sur la scène politique. Ignorer cela revient à inviter plus de populisme et plus de révoltes dans le style des gilets jaunes. (...) ».

Le hasard veut que le même jour et sur le même site paraît une réflexion collective de J.-S. Farjou, É. Husson et Y. Bertoncini qui présente pour nous ici le grand intérêt de revisiter l'histoire un peu ancienne de la construction monétaire de l'Union européenne. J.-S. Farjou annonce très vite la couloration de son propos, qui, d'une certaine façon rejoint des analyses faites tout au long de ces pages ici :

« (...) La France ne s'est jamais remise du double choix 1983 (François Mitterrand décide d'arrimer le pays au SME plutôt que d'en sortir comme le recommandait Jean-Pierre Chevènement) - 1992 (traité de Maastricht) : comment sortir de l'ornière intellectuelle qui a fait décliner le pays ? Pas tant par le choix du franc fort ni de l'euro en soi. Il y avait et pourrait encore y avoir une vraie rationalité à ces choix si la politique monétaire européenne était ajustée aux besoins de l'économie française et à notre mode de gestion des rapports sociaux (les Français ne sont pas des Allemands prompts à l'effort et au consensus social, ils ne sont pas pour autant des cigales incapables d'industrie ni de productivité, loin de là) et pas juste calquée sur les intérêts de celles de l'Europe du Nord.

Le drame de la double décision 1983-1992 s'est noué dans l'asphyxie intellectuelle générée par la décennie où la France a cru qu'elle pourrait se transformer en fourmi germanique si cela était le prix à payer pour, d'une part, contenir la puissance allemande et d'une autre, faire de l'UE un prolongement naturel de la puissance hexagonale. (...) L'habitude a été prise dans les partis comme dans les écoles de formation de l'élite techno française de mettre sur la touche tous ceux qui alertaient sur le déclin français causé par cette politique économique non adaptée aux fondamentaux du pays. Que nombre de ces lanceurs d'alertes ne l'aient fait que par romantisme souverainiste est éminemment respectable mais n'a pas facilité la bataille de ceux qui tentaient d'alerter sur les failles "techniques" de la monnaie unique et de la posture de naïveté européenne au cœur du grand bain de la mondialisation dans lequel l'Union a tant voulu incarner la raison et la vertu en oubliant que le cynisme ou le réalisme sont (aussi) nécessaires aux politiques de puissance ». Ce qui explique cela, c'est que, selon Édouard Husson, « la France souffre de n'avoir pas mis au cœur de la formation de ses élites, de grandes universités de recherche, comme l'ont fait les États-Unis, la Grande-Bretagne, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne ou les grandes démocraties asiatiques, à commencer par le Japon et Singapour. Dans tous ces pays, les allers-retours entre l'université et le gouvernement sont des choses banales, ce qui permet la circulation des idées, la confrontation permanente de la théorie à la pratique et empêche la formation d'une pensée unique. (...) ».

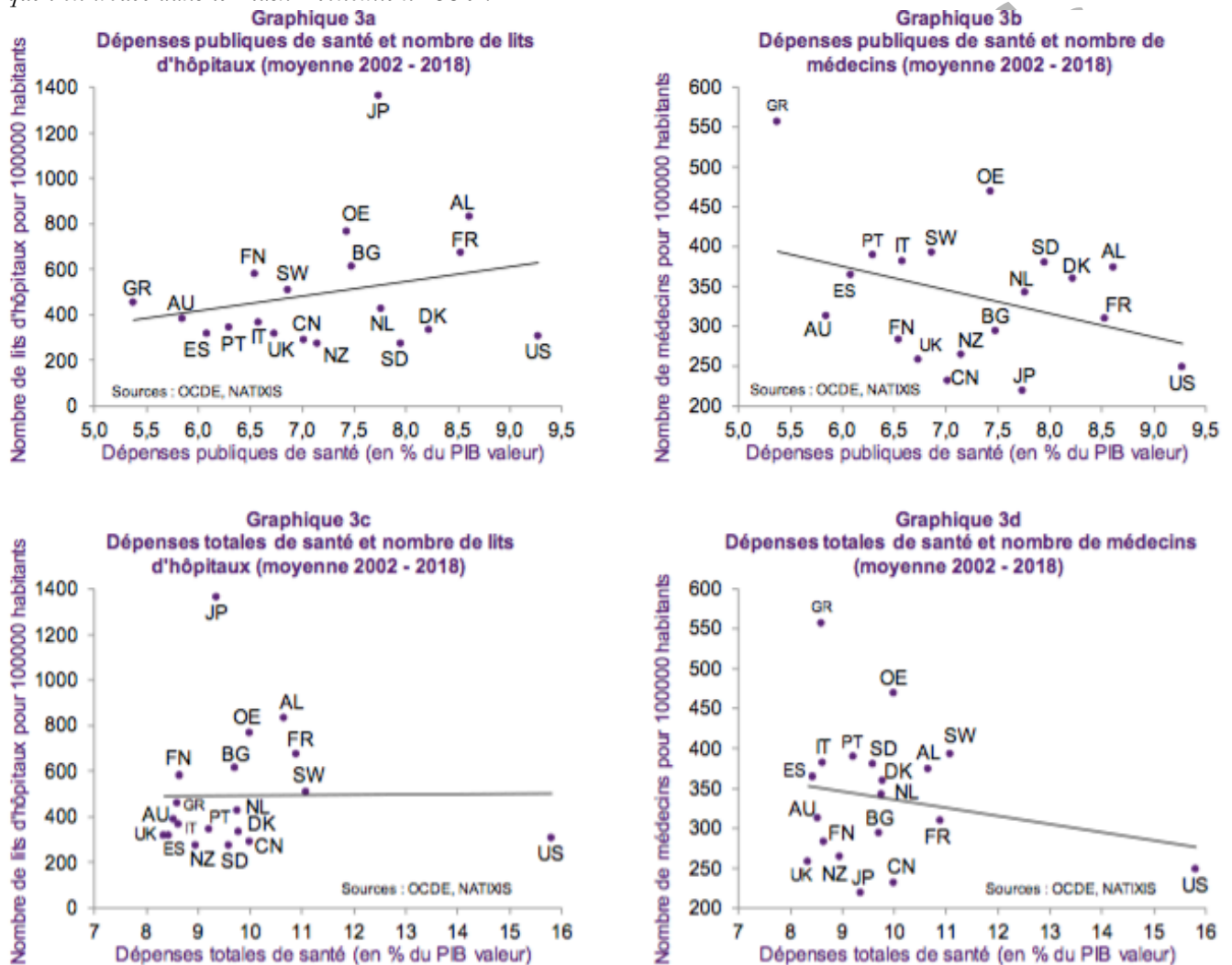
Le même jour et sur le même site, l'économiste français Saint-Étienne répond à des questions sur ce qui lui semble urgent : la restructuration de l'État en France. Il faut reconnaître que la crise sanitaire démontre qu'à l'évidence c'est un impératif stratégique et le fait que la France sera le dernier pays européen à déconfiner et que cela n'est même pas sûr à l'heure qu'il est que le définement pourra se faire comme prévu le 11 mai est une preuve de plus. Il fait donc des propositions concrètes : « (...) L'État doit décentraliser toutes les actions publiques en matière de santé, d'éducation, de transports et de développement économique aux métropoles et communes métropolitaines dont les plans stratégiques sont coordonnés par les départements pour les communes métropolitaines et par les régions pour les métropoles. L'État doit devenir un État stratège et coordinateur, qui fixe les normes de dépense et s'assure de la cohérence globale des plans de développement et d'investissement des régions et départements pour éviter les doublons inutiles et concentrer les forces là où c'est nécessaire. L'État garde sa fonction d'État régalién qui doit être renforcée et coordonne les investissements territoriaux par une Agence nationale d'investissement au Conseil d'administration de laquelle il n'a que 40% des 20 administrateurs, les 12 autres étant élus par les régions, départements et métropoles (4 pour chaque groupe). L'Agence nationale d'investissement fixe les priorités de l'investissement civil national dans le cadre d'un plan stratégique à 15 ans mis à jour tous les cinq ans. Ainsi, il n'y a plus de face-à-face entre un président de la République impuissant et des territoires oubliés.

L'État n'a rien vu venir, non seulement en 2018-2019 lorsqu'il n'a pas reconstitué les réserves sanitaires de masques et tests détruites sous le quinquennat précédent, mais même au cœur de la crise. On sait, grâce à l'expérience de Taiwan, de la Corée du Sud ou de l'Allemagne, qu'il faut tester, masquer et isoler les malades et porteurs sains du Covid-19 pour juguler l'épidémie tout en

maintenant les frontières fermées. L'État a maintenu les frontières ouvertes jusqu'au confinement, n'a pas stocké les masques en quantités suffisantes et a même menti sur leur utilité au mois de mars 2020. Il teste toujours trop peu au 25 avril (il faut multiplier le rythme journalier par trois ou quatre). La politique d'isolement des malades ne vivant pas seuls dans des chambres d'hôtel n'a pas encore vraiment commencé.

Défaut d'anticipation, lourdeur de réaction, confusion dans les objectifs, l'État français, en mars-avril 2020, a cumulé toutes les tares de l'action publique. La situation n'est restée sous contrôle que grâce à l'héroïsme des soignants. Il faut restructurer en urgence cet État obèse et impuissant ».

Réfléchir sur l'action de l'État amène à raisonner pas seulement en termes de moyens, donc de dépenses, mais aussi en termes de performances dans la mesure où il n'y a pas nécessairement un lien très étroit. Ainsi, en relation avec la crise sanitaire actuelle, il est intéressant d'avoir en tête les 4 schémas que Natixis a dressés avec les statistiques de l'OCDE, et que l'on trouve dans le Flash Economie n° 530 :



Ces schémas montrent que les performances des dépenses faites, autrement dit l'efficacité des emplois qui en sont faits (en termes de nombres de lits et de médecins par habitant) sont très mal corrélées au montant des dépenses faites (et même que le lien entre dépenses - publiques ou totales - est négatif). De ces schémas on peut aussi isoler deux conclusions intéressantes pour mieux comprendre l'actualité : l'Allemagne est systématiquement mieux placée que la France que ce soit pour le nombre d'hôpitaux ou pour le nombre de médecins, pour des dépenses - publiques ou totales - de même ordre de grandeur en % du PIB ; et la situation des États-Unis est globalement très mauvaise.

Selon Natixis, « il n'y a pas de lien évident entre la taille de la dépense publique et l'efficacité des systèmes publics ». La question de l'État en France est donc bien celle de sa restructuration, et de sa réorganisation.

Mercredi 29, le Président de la Fed, Jerome Powell fait savoir que « nous ne sommes pas pressés de supprimer ces mesures » en parlant des mesures que la Fed a déjà prises pour soutenir l'activité, et comme il s'inquiète de l'explosion possible du nombre de faillites, il demande au Congrès de coopérer : un dispositif Congrès-Fed est ainsi mis en place pour répondre aux besoins.

L'EURO

Le jeudi 30, l'INSEE publie des statistiques sur les conséquences économiques de la crise du coronavirus Covid-19. Voici 2 tableaux importants :

Le PIB et ses composantes en volumes chaînés

variations t/t-1, en %, données CVS-CJO

	2019 T2	2019 T3	2019 T4	2020 T1	2019
PIB	0,3	0,3	-0,1	-5,8	1,3
Importations	-0,2	0,6	-0,3	-5,9	2,3
Dép. conso. ménages	0,2	0,4	0,3	-6,1	1,3
Dép. conso. APU*	0,4	0,5	0,5	-2,4	1,3
FBCF	1,4	1,2	0,0	-11,8	3,7
Exportations	-0,1	-0,2	0,0	-6,5	2,0
Contributions :					
Demande intérieure finale hors stocks	0,5	0,6	0,3	-6,6	1,8
Variations de stocks	-0,2	-0,1	-0,5	0,9	-0,4
Commerce extérieur	0,0	-0,2	0,1	-0,2	-0,1

* APU : administrations publiques

** ENF : entreprises non financières

Les volumes sont mesurés aux prix de l'année précédente chaînés et corrigés des variations saisonnières et des effets des jours ouvrables (CVS-CJO).

Source : Insee

Production, consommation et FBCF : principales composantes

variations t/t-1, en %, données CVS-CJO

	2019 T2	2019 T3	2019 T4	2020 T1	2019
Production branche	0,3	0,3	-0,3	-5,5	1,6
Biens	-0,4	-0,7	-1,5	-4,8	-0,2
Ind. manufacturière	-0,7	-0,7	-1,5	-5,8	-0,1
Construction	0,7	0,5	-0,4	-12,6	2,2
Services marchands	0,6	0,6	0,1	-5,7	2,5
Services non marchands	0,4	0,5	0,5	-2,1	1,4
Consommation des ménages	0,2	0,4	0,3	-6,1	1,3
Alimentaire	0,0	-0,6	0,5	2,4	-1,8
Énergie	0,6	-0,2	-1,0	-4,8	-0,2
Biens fabriqués	-0,6	1,5	1,0	-16,3	1,4
Services	0,4	0,4	0,2	-5,2	1,8
FBCF	1,4	1,2	0,0	-11,8	3,7
Produits manufacturés	0,9	1,1	-0,9	-13,0	3,8
Construction	1,1	0,7	-0,1	-13,8	2,4
Services marchands	2,0	1,9	0,8	-8,8	5,2

Source : Insee

Le constat chiffré le plus important est la baisse du PIB au cours du 1^{er} trimestre 2020 de - 5,8%, soit la baisse la plus forte sur l'historique de la série trimestrielle depuis 1949 (le résultat du second trimestre sera à coup sûr encore beaucoup plus catastrophique). À titre de comparaison, la baisse enregistrée lors du 1^{er} trimestre 2009 a été de -1,6% et au 2^{ème} de -5,3%. Il faut aussi souligner la baisse considérable de la FBCF (investissement brut) et de la construction.

En un trimestre, plus de 4 ans de croissance ont été effacés : le PIB en la fin de ce 1^{er} trimestre est celui que l'on avait au 4^{ème} trimestre 2015. Déjà le PIB avait baissé lors du 4^{ème} trimestre 2019 : nous sommes entrés en récession. La consommation et l'investissement baissent tous deux très fortement. Les deux chutes sont liées et leurs reprises le seront aussi : le redémarrage de l'investissement sera crucial mais il sera difficile si la demande ne reprend pas vigoureusement, ce qui peut être le cas si le taux d'épargne qui flambe actuellement ne retombe pas pour « booster » la consommation. La vigueur de la reprise sera également liée au soutien que les pouvoirs publics apportent d'ores et déjà pour limiter la progression du chômage et limiter le nombre des faillites d'entreprises. L'appel au « patriotisme économique » fait également partie de la panoplie : le ministre de l'économie français annonce ce mercredi 29 que le seuil de déclenchement du contrôle par l'État des investisseurs non européens prenant des parts dans une entreprise française va être abaissé de 25% à 10% du capital jusqu'à la fin de l'année. Les autres pays européens développent également des dispositifs pour défendre leurs champions industriels.

Ce jeudi 30 après-midi, réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE.

Le communiqué de presse qui en est donné est le suivant :

« Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a pris les décisions de politique monétaire suivantes.

1) Les conditions des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III) sont encore assouplies. Le Conseil des gouverneurs a, plus spécifiquement, décidé d'abaisser le taux d'intérêt sur les opérations TLTRO III, pendant la période allant de juin 2020 à juin 2021, à un niveau inférieur de 50 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en vigueur sur la même période. De plus, pour les contreparties dont les emprunts nets éligibles atteignent le seuil de performance en matière d'octroi de prêts, le taux d'intérêt sur la période allant de juin 2020 à juin 2021 sera désormais inférieur de 50 points de base au taux moyen de la facilité de dépôt prévalant pendant la même période.

2) Une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme non ciblées d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO) seront conduites en vue de soutenir les conditions de la liquidité dans le système financier de la zone euro et de contribuer à préserver le bon fonctionnement des marchés monétaires en fournissant un filet de sécurité effectif. Les opérations PELTRO consisteront en sept opérations de refinancement supplémentaires, qui seront menées à partir de mai 2020 et qui arriveront à échéance progressivement entre juillet et septembre 2021, ce qui correspond à la durée des mesures d'assouplissement des garanties. Elles seront effectuées via des procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, à un taux d'intérêt inférieur de 25 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement sur la durée de chaque opération PELTRO.

3) Depuis fin mars, des achats ont été réalisés dans le cadre du nouveau programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), mis en place par le Conseil des gouverneurs et dont l'enveloppe totale s'élève à 750 milliards d'euros, afin d'assouplir l'orientation globale de la politique monétaire et de contrecarrer les risques élevés que la pandémie de coronavirus fait peser sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire et sur les perspectives de la zone euro. Ces achats vont se poursuivre dans le temps, de façon souple, entre les différentes catégories d'actifs et juridictions. Le Conseil des gouverneurs effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée, mais, en tout cas, jusqu'à la fin de l'année.

4) En outre, les achats nets en vertu du programme d'achats de titres (*asset purchase programme*, APP) vont continuer à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros ainsi que les achats au titre de l'enveloppe supplémentaire temporaire à hauteur de 120 milliards d'euros jusqu'à la fin de l'année. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

5) Les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance achetés dans le cadre de l'APP se poursuivront pendant une période prolongée après la date à laquelle le Conseil des gouverneurs commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

6) 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 - 0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Le Conseil des gouverneurs est entièrement préparé à accroître la taille du programme PEPP et à en ajuster la composition, autant que nécessaire et aussi longtemps que cela sera requis. Il reste, en toute hypothèse, prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie ».

La BCE confirme et conforte ses mesures déjà importantes prises le 18 mars. Elle accroît son QE (120 Mds de plus d'ici décembre), se dit prête à augmenter aussi la taille du PEPP en ajustant éventuellement sa durée et sa composition (spécialement entre dette publique et dette privée), fixe le

taux des TLTRO à - 1%, tout en laissant ses taux directeurs inchangés ; elle introduit un nouveau dispositif avec les opérations PELTRO (« Ces opérations apporteront un soutien en matière de liquidités au système financier de la zone euro et contribueront à préserver le bon fonctionnement des marchés monétaires en fournissant un filet de sécurité efficace après l'expiration des opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) qui sont menées depuis mars 2020. Contreparties la participation aux PELTRO pourra bénéficier des mesures d'assouplissement des garanties en place jusqu'à fin septembre 2021 annoncées par le Conseil des gouverneurs des 7 et 23 avril 2020. Les PELTRO se dérouleront comme des procédures d'appel d'offres à taux fixe avec attribution complète. Les opérations seront proposées à des conditions très accommodantes. Le taux d'intérêt sera inférieur de 25 points de base au taux moyen appliqué dans les principales opérations de refinancement de l'Eurosystème (actuellement 0%) pendant la durée de vie des PELTRO respectifs. Les PELTRO se dérouleront selon le calendrier indicatif ci-dessous. La première opération sera annoncée le 19 mai, attribuée le 20 mai et réglée le 21 mai 2020. Les opérations fournissent un financement à plus long terme aux contreparties dont la durée est décroissante, commençant par une durée de 16 mois dans la première opération et se terminant par une durée de 8 mois dans la dernière opération »).

Lors des questions-réponses qui ont suivi sa présentation des conclusions de, la réunion du Conseil des gouverneurs, Christine Lagarde indique : « dans la situation économique actuelle en évolution rapide, le Conseil des gouverneurs reste totalement déterminé à faire tout ce qui sera nécessaire dans le cadre de son mandat pour soutenir tous les citoyens de la zone euro dans cette période extrêmement difficile. (...) Le Conseil des gouverneurs est déterminé à continuer de soutenir les ménages et les entreprises face aux perturbations économiques actuelles et à l'incertitude élevée afin de sauvegarder la stabilité des prix à moyen terme. (...) Le Conseil des gouverneurs appelle à des efforts supplémentaires forts et rapides pour préparer et soutenir la reprise. De ce point de vue, nous saluons l'accord conclu par le Conseil européen pour travailler à la création d'un fond de reprise appelé à répondre à cette crise sans précédent ».




Alors que le taux de change de l'euro n'a pas bronché quand Christine Lagarde a annoncé que les taux directeurs de la BCE restaient inchangés, il a par contre baissé immédiatement quand, en réponse à une question, elle a reconnu que le Conseil n'avait pas évoqué la possibilité d'étendre le programme de rachats d'actifs, notamment en y incluant des obligations dégradées en catégorie « spéculative », ce qui était attendu par beaucoup pour mettre à l'abri les pays du Sud qui sont en difficulté. Par contre, les analystes apprécient que la BCE admette que le PEPP puisse être prolongé au-delà de fin 2020.

Le jeudi 30 aussi, un article des Echos, signé de Nessim Aït-Kacimi, évoque l'analyse intéressante de Stephen Jen, stratège chez Eurizon SLJ Capital, à Londres : la « valeur juste » de l'euro, c'est-à-dire la valeur de l'euro qui tient compte des paramètres macroéconomiques de l'économie, est de 1,50\$ pour l'Allemagne et de 0,75\$ pour l'Italie ! Cette distorsion, que nous avons soulignée à plusieurs reprises, en particulier dans notre document « Les paris pour sauver l'euro », concrétise l'hétérogénéité de la zone euro et montre à quel point est fort le risque de sa « fragmentation » ; surtout qu'avec la crise actuelle, l'écart ne peut a priori que s'aggraver. Et S. Jen considère que les marchés accordent davantage d'importance à la « valeur juste » italienne quand on est en période de crise comme aujourd'hui : pour eux, le taux actuel de 1,08\$-1,09\$ apparaît comme très surévalué et réagissent en conséquence. À ce facteur interne à la zone euro s'ajoute un facteur externe, également défavorable à l'euro, qui concerne l'écart d'activité, de dynamisme et de résilience entre l'économie américaine et l'économie européenne.

En cette fin avril, le CEVIPOF publie les résultats de sa 11^{ème} Bis vague de l'enquête pour donner le baromètre de la confiance politique en pleine période de confinement, avec une comparaison de 3 pays européens.




On reproduit quelques tableaux tirés de cette enquête :

Q25. Avez-vous très confiance, plutôt confiance, plutôt pas confiance ou pas confiance du tout dans chacune des organisations suivantes... ?
Réponse 'Très confiance' + 'Plutôt confiance'




			
	France	Allemagne	Royaume-Uni
Les hôpitaux	87% ↗7	82% ↗10	88% ↗3
Les petites et moyennes entreprises	79% ↗2	79% ↗2	72% ↗4
L'armée	77% ↗1	66% ↗8	79% ↗1
L'école	74% ↗4	73% ↗4	82% ↗5
La sécurité sociale	74% ↗5	64% ↗4	60% ↗11
La police	68% ↗2	81% ↗3	76% ↗3
Les associations	67% <small>Non posé En V11</small>	54% <small>Non posé En V11</small>	56% <small>Non posé En V11</small>
Les grandes entreprises publiques	52% ↗8	44% ↗4	52% ↗6
La justice	49% ↗3	67% ↗4	68% ↗9
Les grandes entreprises privées	45% ↗2	41% ↗3	45% ↗3
Les banques	39% ↗4	39% ↗5	58% ↘1
Les syndicats	31% ↗4	58% ↗5	51% ↗3
Les médias	31% ↗3	48% ↗7	33% ↗4
Les responsables religieux	29% ↗2	29% ↗1	46% ↗5
Les réseaux sociaux (Facebook, Twitter, etc.)	17% ➔	20% ↘4	27% ↘1
Les partis politiques	13% ➔	39% ↗10	41% ↗14

↗↘ Comparatif par rapport à la vague 11 (février 2020)

Q18 : A votre avis, est-ce que les responsables politiques, en général, se préoccupent beaucoup, assez, peu ou pas du tout de ce que pensent les gens comme vous ?

			
	France	Allemagne	Royaume-Uni
Sous-total Se préoccupent	22% ↗4	54% ↗15	49% ↗13
Beaucoup	3% ➔	8% ↗3	10% ↗2
Assez	19% ↗4	46% ↗12	39% ↗11
Sous-total Ne se préoccupent pas	77% ↘3	46% ↘13	49% ↘14
Peu	41% ↗3	32% ↘4	37% ↘6
Pas du tout	36% ↘6	14% ↘9	12% ↘8
NSP	1% ↘1	0% ↘2	2% ↗1

↗↘ Comparatif par rapport à la vague 11 (février 2020)

				
		France	Allemagne	Royaume-Uni
de l'inquiétude	Sentiment moyen	6,7 ↘ _{0,2}	5,0 ↘ _{0,8}	6,2 ↘ _{0,2}
	Notes de 6 à 10	67% ↘ ₁	45% ↘ ₉	60% ↘ ₃
	Note 5	13% ↗ ₃	14% ↗ ₁	12% ↗ ₁
	Notes 0 à 4	15% ➔	39% ↗ ₉	21% ↗ ₂
	NSP	5% ↘ ₁	2% ↘ ₁	7% ➔
de l'enthousiasme	Sentiment moyen	3,2 ➔	4,1 ↗ _{0,3}	5,1
	Notes de 6 à 10	17% ↘ ₁	28% ↗ ₃	45% ↗ ₄
	Note 5	15% ↗ ₃	17% ↗ ₃	13% ↗ ₂
	Notes 0 à 4	61% ↘ ₁	52% ↘ ₅	34% ↘ ₆
	NSP	7% ➔	3% ↘ ₁	9% ↗ ₁
de la colère	Sentiment moyen	6,0 ↘ _{0,1}	3,9 ↘ _{1,2}	4,4 ↘ _{0,8}
	Notes de 6 à 10	53% ↘ ₃	29% ↘ ₆	33% ↘ ₀
	Note 5	13% ↗ ₁	14% ↗ ₂	12% ➔
	Notes 0 à 4	26% ↗ ₁	54% ↗ ₁₅	47% ↗ ₁₁
	NSP	8% ↗ ₁	3% ↘ ₁	8% ↘ ₁

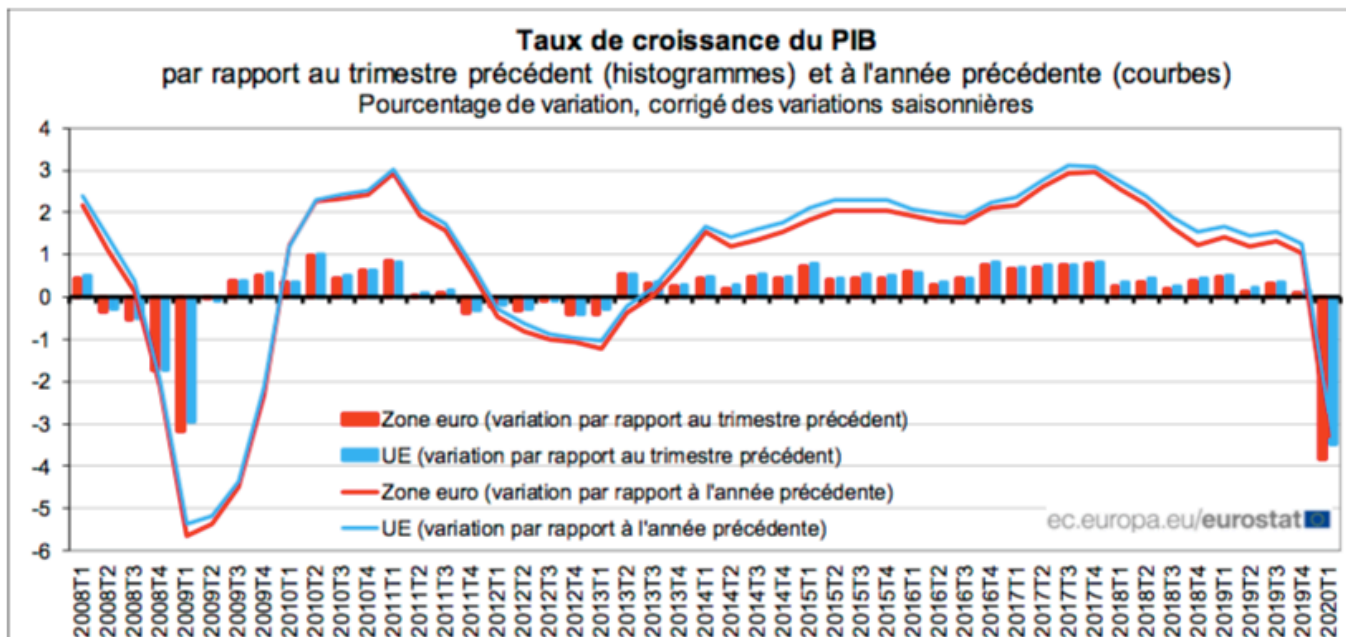
↗ ↘ Comparatif par rapport à la vague 11 (février 2020)

À l'heure où il est question de la mise en place du « déconfinement », la confiance dans les institutions, dans le personnel politique en général et dans les dirigeants en particulier va jouer un rôle déterminant pour la réussite du processus. Les tableaux nous montrent que la France remplit cette condition plutôt plus mal que les deux autres pays.

La confiance joue en économie un rôle décisif dans de très nombreux domaines dont dépendent les performances nationales. La confiance joue un rôle également décisif dans les phénomènes monétaires, ne serait-ce que parce que la confiance est consubstantielle de la monnaie. La réussite de la sortie de crise économique dépend de ce point de vue de la confiance qu'exprimeront les Européens dans la monnaie unique. Par conséquent, il faut absolument que les mesures très fortes prises au cours de cette crise par la BCE (et les mesures qu'elle sera amenée à prendre par la suite), sous la pression de la nécessité, n'entament pas cette confiance ; si la confiance dans la monnaie unique était mise à mal, la BCE serait alors dans l'impossibilité de monétiser les déficits et dettes publics, ce qui ferait exploser la zone euro et exposerait la plupart de ses États membres à des problèmes économiques et sociaux insolubles. Rappelons ici le commentaire que nous avons fait plus haut (à la date du 5 avril) : de la confiance en la monnaie unique dépend la qualité de la manière dont la Banque centrale peut honorer ses différentes obligations (la monnaie qu'elle crée est pour ceux qui la détiennent une créance à la fois sur les richesses de la zone euro et sur la banque émettrice) et, parmi ces obligations, il y a la nécessité pour elle de répondre à toute demande de conversion de sa monnaie en devises étrangères.

Le vendredi 1^{er} mai, l'euro cote 1,0971\$ après avoir coté 1,0812 le 3 avril, puis 1,0932 le 10, 1,0874 le 17 et 1,0824 le 24.

Également en cette fin du mois d'avril, Eurostat donne des informations statistiques précieuses sur le 1^{er} trimestre de 2020 :



Évolution du PIB en volume
(basée sur des données désaisonnalisées)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2019T2	2019T3	2019T4	2020T1	2019T2	2019T3	2019T4	2020T1
ZE	0,1	0,3	0,1	-3,8	1,2	1,3	1,0	-3,3
UE	0,2	0,4	0,2	-3,5	1,5	1,6	1,3	-2,7

Données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier. Données sources: namq_10_gdp.

Le PIB de la zone euro a baissé au cours du 1^{er} trimestre de 3,8%. C'est le plus net recul depuis le début des séries temporelles de l'office statistique de l'UE en 1995.

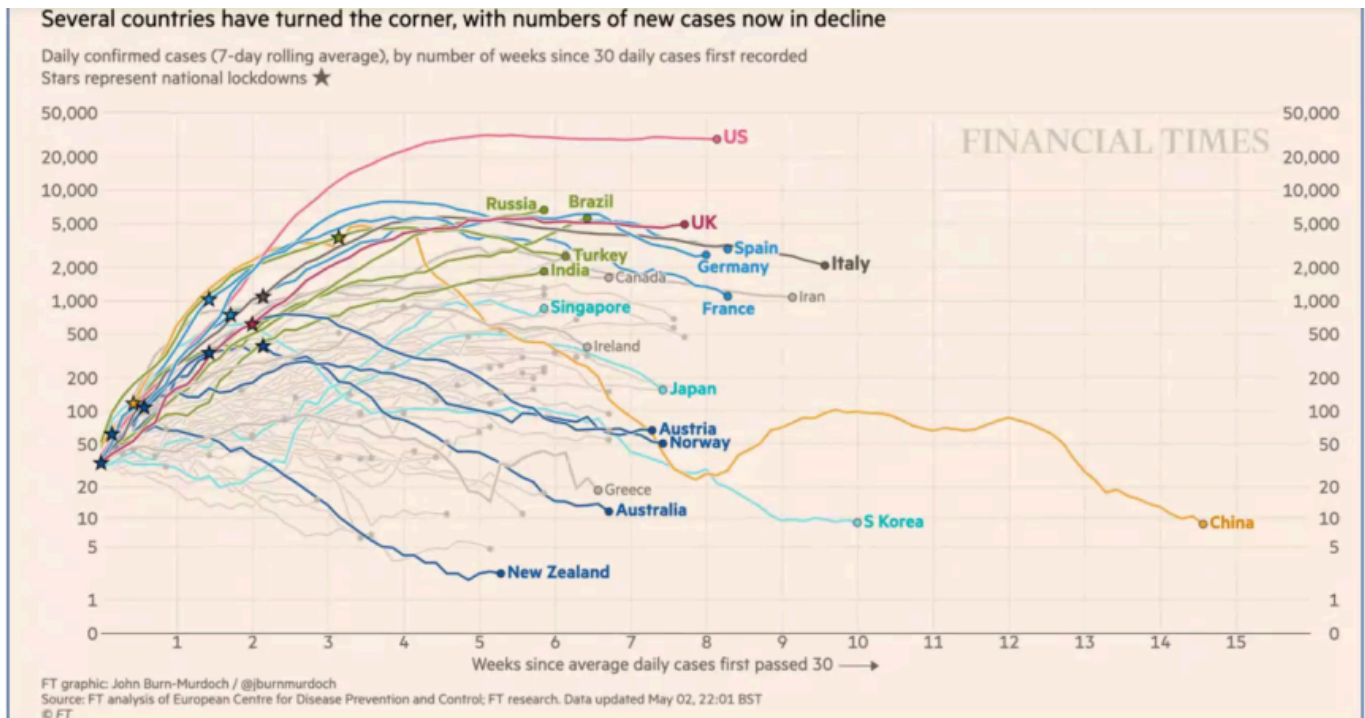
Par ailleurs, le taux d'inflation est en baisse, passant de 0,7% en mars à 0,4% en avril (estimation).

Le taux de chômage, qui avait connu une baisse continue depuis fin 2013, passant de plus de 12% à moins de 7,5%, connaît un rebond en mars.

• Mai 2020 ->

Ce vendredi 1^{er} mai, curieuses fête du travail et fête du muguet en ce temps de confinement !

Le samedi 2, la situation de la pandémie selon les pays est la suivante selon cet intéressant schéma produit par le Financial Times :



On peut tenter d'établir un lien entre l'évolution de la pandémie - qui semble bien correspondre à une courbe en cloche - et la date de décision de confiner (représentée ici par une étoile) ; il faudrait également tenir compte de la décision de fermer plus ou moins totalement les frontières.

Le lundi 4, J.-P. Pollin signe une chronique du Cercle des économistes sur la « monnaie hélicoptère ». Retenons deux de ses réflexions. La première est une mise au point : il rappelle que c'est bien le très libéral Milton Friedman (Prix Nobel en 1976) qui est le père de cette expression, mais, loin de s'en être montré partisan, il voulait précisément illustrer sa thèse selon laquelle l'inflation est nécessairement d'origine monétaire en assurant que si de la monnaie tombait du ciel, elle aurait forcément une conséquence inflationniste. La seconde réflexion que nous retenons de la chronique de J.-P. Pollin, c'est que si la tactique de la monnaie hélicoptère est utilisée, encore faut-il choisir judicieusement ceux qui en seraient bénéficiaires car il n'est pas question de fournir de la monnaie à tout le monde ou de tirer au sort les bénéficiaires. Or, il n'est pas concevable que ce soit la BCE qui fasse un tel choix : c'est aux États de le faire, et il est souhaitable que cette monnaie soit distribuée en priorité à tous ceux qui auront subi les dommages de la crise les plus importants.

Également le lundi 4, le blog des Echos publie un article de G. de Calignon où, dès le début, le constat sur la situation française est implacable : « C'est de plus en plus clair au fur et à mesure que les semaines passent : l'Europe est divisée en deux, avec d'un côté les pays qui ont, pour l'instant en tout cas, réussi à gérer l'épidémie de coronavirus sur le plan sanitaire, ce qui leur permet de minimiser les coûts économiques, et de l'autre, ceux qui ont échoué face au virus et dans lesquels l'économie a connu un coup d'arrêt brutal. L'Allemagne et l'Autriche semblent faire partie du premier camp. L'Espagne et l'Italie, du second, en compagnie de la France. En effet, au premier trimestre, le PIB français a connu la plus forte chute des grands pays de la zone euro. Il a plongé de 5,8 % alors que celui de la zone euro a baissé de 3,8 %. L'Espagne et l'Italie ont vu leur activité reculer de l'ordre de 5 % alors que l'économie autrichienne a connu un repli d'environ 2 % sur les trois premiers mois de l'année. Comme le nombre de décès liés au coronavirus est nettement plus important dans les pays du Sud de l'Europe et en France, le confinement a été plus strict, ce qui se paie sur le plan économique ».

La suite risque hélas d'être encore plus mauvaise. D'ailleurs, l'indice Sentix, établi mensuellement à partir d'un sondage auprès de 2800 analystes et investisseurs pour évaluer leur sentiment sur l'horizon économique des 6 prochains mois, et qui a une certaine influence sur les marchés financiers, est encore moins optimiste que prévu : il est de -41,8 alors qu'il était prévu à -33,5 (le précédent était à -42,9). Rappelons que pour cet indice, une valeur positive est un signe de confiance dans l'économie alors qu'une valeur négative est signe de défiance.

L'EURO

Toujours ce lundi 4, enregistrant 7,4 milliards d'euros de promesses d'aide de donateurs du monde entier dans le cadre de la Réponse mondiale au coronavirus, ce qui est un excellent départ pour le marathon mondial des donateurs qui commence aujourd'hui pour développer rapidement des outils de diagnostic, de traitements et de vaccins, la Commission européenne, par la voix de sa présidente Ursula von der Leyen, le mercredi 6, fait un communiqué : « Aujourd'hui, le monde s'est montré extraordinairement uni en faveur du bien commun. Des gouvernements et des organisations mondiales du domaine de la santé ont uni leurs forces contre le coronavirus. Cet engagement ouvre la voie au développement, à la production et au déploiement d'un vaccin accessible à tous. Ce n'est toutefois qu'un début. Il faudra soutenir l'effort et nous tenir prêts à contribuer encore. Le marathon des donateurs se poursuivra. Après les gouvernements, il faut que la société civile et les citoyens du monde entier se mobilisent à leur tour, dans un élan mondial d'espoir et de détermination. »

Mardi 5, l'état des spreads des obligations d'État à 10 ans, à la fois par rapport au T-Note américain et par rapport au Bund allemand est donné par le tableau des pages suivantes. On remarque que les spreads par rapport au Bund allemand pour les obligations étatiques des États membres de la zone euro sont souvent importants (voir en particulier le cas de pays du Sud). Or, on sait que plus les spreads sont importants, plus le sont aussi les risques de fragmentation de la zone euro. En ce qui concerne la France, malgré ses mauvais résultats économiques, elle bénéficie encore de la confiance des marchés : ses taux d'emprunt sont encore négatifs et le spread est peu élevé.

Notons que la 2^{ème} loi de finances rectificative, promulguée le 25 avril, nécessite une révision du programme de financement. Voici ce qui est actuellement prévu :

En milliards d'euros	LFI 2020 (Loi de finances initiale)	LFR 1 (23 mars 2020)	LFR 2 (25 avril 2020)
Besoins de financement			
Amortissement de la dette à moyen et long terme	136,4	136,4	136,2
Dont amortissement de la dette à moyen et long terme (nominal)	130,5	130,5	130,5
Dont suppléments d'indexation versés à l'échéance (titres indexés)	5,9	5,9	5,7
Amortissements des autres dettes	0,5	0,5	0,5
SNCF Réseau - amortissements	1,8	1,7	1,7
Déficit à financer	93,1	109,0	185,5
Autres besoins de trésorerie	-1,3	-1,5	0,7
Total	230,5	246,1	324,6
Ressources de financement			
Émission de dette à moyen et long termes nette des rachats	205,0	210,0	245,0
Ressources affectées à la Caisse de la dette publique et consacrées au désendettement	2,0	0,0	0,0
Variation nette de l'encours des titres d'État à court terme	10,0	27,5	64,1
Variation des dépôts des correspondants	6,4	0,0	0,0
Variation des disponibilités du Trésor	3,6	4,1	9,0
Autres ressources de trésorerie	3,5	4,5	6,5
Total	230,5	246,1	324,6

Selon l'Agence France Trésor (AFT), l'encours de la dette négociable de l'État au 31 mars était le suivant :

Total dette à moyen et long terme	1 768 585 007 828 €
Encours démembré	57 274 359 600 €
Durée de vie moyenne de la dette à moyen et long terme	8 ans et 235 jours
Total dette à court terme	104 153 000 000 €
Durée de vie moyenne de la dette à court terme	113 jours
Encours total de la dette négociable de l'État	1 872 738 007 828 €
Durée de vie moyenne de la dette négociable de l'État	8 ans et 66 jours

L'EURO

Pays ↕	Taux ↕	+ Haut	+ Bas	Var. ↕	Var. % ↕	Vs. Bund ↕	Vs. T-Note ↕	Heures ↕
 Afrique du Sud	9,945	10,145	9,870	-0,255	-2,50%	1.047,2	926,2	11:59:52
 Allemagne	-0,538	-0,517	-0,563	+0,022	+3,93%	0,0	-121,0	12:02:24
 Australie	0,893	0,913	0,835	+0,013	+1,48%	142,8	21,8	12:01:59
 Autriche	-0,104	-0,067	-0,123	+0,006	+5,91%	43,9	-77,1	12:02:25
 Bangladesh	8,775	8,670	8,640	+0,135	+1,56%	931,2	810,2	07:49:47
 Belgique	0,039	0,067	0,022	+0,013	+50,00%	58,1	-62,9	12:02:23
 Brésil	7,650	7,790	7,525	-0,140	-1,80%	818,7	697,7	04/05
 Bulgarie	0,626	0,626	0,626	-0,274	-30,44%	116,3	-4,7	11:21:02
 Canada	0,571	0,571	0,571	-0,002	-0,35%	110,8	-10,2	00:23:29
 Chili	2,630	2,630	2,630	-0,040	0,00%	316,7	195,7	04/05
 Chine	2,525	2,560	2,503	+0,015	+0,60%	306,2	185,2	04:05:20
 Chypre	1,976	2,182	2,017	-0,066	-3,23%	251,3	130,3	12:02:18
 Colombie	6,515	6,650	6,515	-0,185	0,00%	705,2	584,2	04/05
 Corée du Sud	1,499	1,523	1,484	-0,017	0,00%	203,6	82,6	04/05
 Croatie	1,251	1,251	1,251	+0,000	+0,00%	178,8	57,8	07:50:36
 Égypte	13,982	13,982	13,982	+0,382	+2,81%	1.451,9	1.330,9	08:01:14
 Espagne	0,845	0,857	0,818	+0,012	+1,38%	138,2	17,2	12:02:26
 États-Unis	0,673	0,678	0,638	+0,036	+5,65%	121,0	0,0	11:59:58
 France	-0,040	-0,018	-0,066	+0,014	+25,93%	50,0	-71,0	12:02:25
 Grèce	2,154	2,191	2,155	-0,014	-0,67%	269,0	148,0	12:02:25
 Hong-Kong	0,575	0,631	0,625	-0,052	-8,29%	111,2	-9,8	11:05:11
 Hongrie	2,030	2,030	2,030	-0,150	-6,88%	256,7	135,7	04/05
 Île Maurice	3,395	3,395	3,395	-0,096	-2,75%	393,2	272,2	08:01:21
 Inde	6,074	6,110	6,067	-0,010	-0,16%	661,1	540,1	10:34:47
 Indonésie	8,174	8,073	8,015	+0,157	+1,95%	871,1	750,1	10:15:11
 Irlande	0,115	0,137	0,108	-0,005	-4,58%	65,4	-55,7	12:02:31
 Islande	2,342	2,342	2,342	-0,025	-1,06%	287,9	166,9	08:01:17
 Israël	0,881	0,901	0,868	+0,001	+0,17%	142,1	21,1	12:01:00
 Italie	1,833	1,854	1,748	+0,078	+4,44%	237,7	116,7	12:02:22
 Japon	-0,015	-0,015	-0,015	-0,015	0,00%	52,2	-68,8	01/05
 Jordanie	5,578	5,578	5,578	0,000	0,00%	611,5	490,5	19/03
 Kenya	12,878	12,700	12,200	+0,678	+5,56%	1.341,6	1.220,6	12:00:10

L'EURO

 Kenya	12,878	12,700	12,200	+0,678	+5,56%	1.341,6	1.220,6	12:02:55
 Malaisie	2,801	2,872	2,793	-0,071	-2,47%	333,8	212,8	11:15:12
 Malte	0,537	0,538	0,537	-0,001	-0,19%	107,4	-13,6	09:08:12
 Maroc	2,677	2,677	2,677	-0,075	-2,73%	321,4	200,4	08:01:06
 Mexique	6,679	6,620	6,580	+0,099	+1,50%	721,6	600,6	04/05
 Namibie	11,450	11,390	11,120	+0,069	+0,61%	1.198,7	1.077,7	11:50:30
 Nigéria	10,943	10,943	10,943	0,000	0,00%	1.148,0	1.027,0	04/05
 Norvège	0,567	0,615	0,596	-0,051	-8,25%	110,4	-10,6	11:51:03
 Nouvelle-Zélande	0,591	0,591	0,591	-0,024	-3,90%	112,8	-8,2	06:28:45
 Ouganda	16,639	16,000	16,000	+0,639	+3,99%	1.717,6	1.596,6	10:45:54
 Pakistan	8,164	8,080	8,080	+0,067	+0,82%	870,1	749,1	07:10:51
 Pays-Bas	-0,260	-0,240	-0,276	+0,022	+7,65%	27,9	-93,1	12:03:06
 Pérou	4,246	4,246	4,246	+0,000	+0,00%	478,3	357,3	01:20:48
 Philippines	3,334	3,391	3,311	-0,058	-1,70%	387,1	266,1	10:54:54
 Pologne	1,539	1,563	1,556	+0,004	+0,23%	207,6	86,6	11:54:08
 Portugal	0,885	0,909	0,862	+0,010	+1,20%	142,1	21,1	12:03:04
 Qatar	2,651	2,658	2,617	+0,041	+1,55%	318,8	197,8	11:46:06
 République Tchèque	1,206	1,333	1,183	-0,050	-4,02%	174,3	53,3	11:46:00
 Roumanie	4,715	4,860	4,800	-0,105	-2,18%	525,2	404,2	12:03:02
 Royaume-Uni	0,232	0,253	0,231	+0,001	+0,22%	76,9	-44,2	12:03:02
 Russie	6,080	6,140	6,060	-0,030	-0,49%	661,7	540,7	11:55:00
 Serbie	2,875	2,875	2,875	-0,125	-4,17%	341,2	220,2	07:50:35
 Singapour	0,874	0,907	0,878	-0,003	-0,29%	141,1	20,1	11:45:13
 Slovaquie	0,59	0,77	0,65	-0,16	-20,84%	113,1	-7,9	12:03:08
 Slovénie	0,758	0,836	0,759	+0,010	+1,40%	129,0	7,9	12:03:08
 Sri Lanka	9,334	9,250	9,200	+0,084	+0,90%	987,1	866,1	11:54:00
 Suisse	-0,528	-0,491	-0,504	-0,023	-4,55%	0,9	-120,1	11:38:00
 Taïwan	0,470	0,495	0,495	0,000	0,00%	100,7	-20,3	02:21:54
 Thaïlande	1,108	1,200	1,140	-0,072	-6,10%	164,5	43,5	11:53:34
 Turquie	11,915	11,580	11,580	+0,335	+2,89%	1.240,2	1.119,2	09:48:00
 Viêt Nam	2,949	3,042	3,024	-0,093	-3,06%	348,6	227,6	06:58:18

Source : Investing.com

Également ce mardi 5, la Cour constitutionnelle d'Allemagne fait connaître son avis sur le QE décidé par la BCE et commencé en 2015. Cette décision revêt une importance CAPITALE pour l'action de la BCE dans le contexte de la crise actuelle.

Le commentaire qu'en fait Fabrice Anselmi dans L'AGEFI Quotidien est le suivant :

« Dans son jugement rendu mardi (<https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/EN/2020/bvg20-032.html>) suite à plusieurs plaintes dirigées contre le Programme d'achat dans le secteur public (PSPP) de la Banque centrale européenne (BCE), la Cour constitutionnelle allemande a conclu que le gouvernement fédéral et le Bundestag ont violé les droits de la constitution allemande en omettant de

contester que la BCE, dans ses décisions sur l'adoption et la mise en œuvre du PSPP, n'a ni évalué ni démontré que les mesures prévues dans ces décisions satisfont au principe de proportionnalité.

La plus haute cour allemande estime que l'examen entrepris par la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE), dans son arrêt du 11 décembre 2018 en réponse à sa demande pour déterminer si les décisions de la BCE sur le PSPP lancé le 4 mars 2015 satisfont au principe de proportionnalité prévu par le Traité sur l'Union européenne (TUE), ne répond pas *“aux exigences d'un examen compréhensible quant à savoir si les banques centrales de l'Eurosystème (SEBC) et la BCE observent les limites de leur mandat de politique monétaire”*. En outre, elle reproche à la CJUE d'ignorer, via ce jugement en contradiction avec ses méthodes habituelles de contrôle de la bonne répartition des compétences entre instances européennes, *“tous les effets de politique économique résultant du programme”* de la BCE. Selon elle, *“la BCE n'effectue pas l'équilibrage nécessaire entre l'objectif de politique monétaire et les effets de politique économique résultant du programme”*, ce qui viole l'article 5 du TUE et, par conséquent, dépasse le mandat de politique monétaire de la BCE.

Partant de là, la Cour estime que le programme n'enfreignait pas nécessairement l'interdiction du financement monétaire des budgets des États membres (article 123 du TFUE), mais que le gouvernement fédéral et le Parlement allemands auraient dû prendre des mesures pour s'assurer que le QE était *“proportionné”*. *“Étant donné que la Bundesbank conseille le gouvernement fédéral dans ce type de dossiers, cette responsabilité s'applique également à la banque centrale allemande”*, ajoute la Cour. Par conséquent, elle juge que la Bundesbank ne pourrait plus participer au QE à l'issue d'une période de transition ne dépassant pas trois mois, *“à moins que le conseil des gouverneurs de la BCE n'adopte une nouvelle décision démontrant de manière compréhensible et motivée que les objectifs de politique monétaire poursuivis par la BCE ne sont pas disproportionnés par rapport aux effets de politique économique et budgétaire résultant du programme”*.

Ce verdict, qui ne concerne aucune mesure d'aide financière prise dans le cadre de la crise actuelle liée au coronavirus, clôt la dernière d'une série d'actions en justice devant la plus haute cour allemande, reflet de la profonde défiance qui règne dans la première économie d'Europe à l'égard de la BCE.

Après cette décision relativement inattendue, les investisseurs ont exprimé leurs craintes en vendant les BTP italiens, dont les rendements à 10 ans ont grimpé de 1,75% à 1,88%, ainsi que l'euro, passé dans le rouge face à toutes les autres devises ».

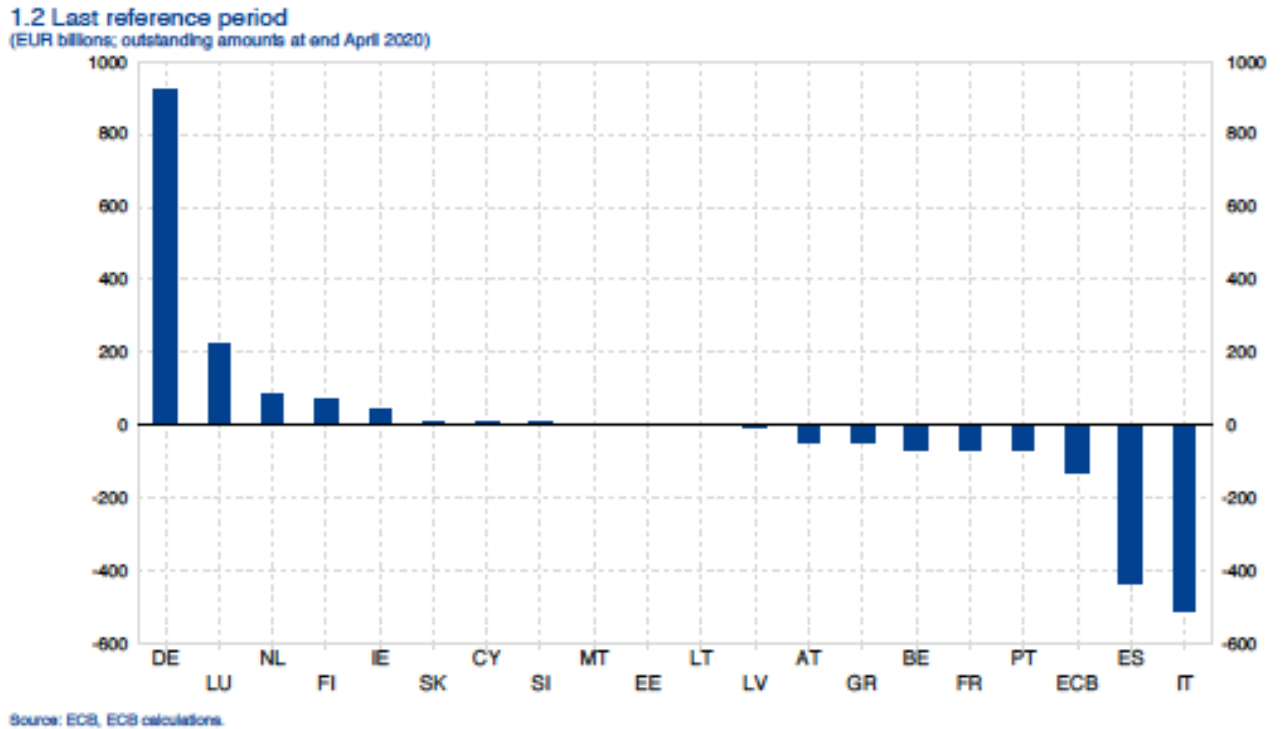
Face à une telle décision qui risque non seulement de mettre en difficulté la Bundesbank (et comment les décisions de la BCE pourraient-elles s'appliquer si la Bundesbank était obligée de se désolidariser des autres Banques centrales nationales ?) mais aussi de susciter de nouveaux recours concernant cette fois-ci le nouveau dispositif du PSPP, qui est crucial pour assurer la résilience de la zone euro, il peut sembler urgent que les États membres se mettent enfin d'accord pour modifier les traités.

Cette « bombe » juridique soulève trois autres questions : d'abord, celle des relations entre la Cour européenne de justice et les cours constitutionnelles des États membres. Celle de l'Allemagne ne se prive pas de faire une critique acerbe à l'encontre de la CJUE : « le pouvoir de la CJUE s'arrête là où l'interprétation des traités n'est plus fondée et, de là, devient objectivement arbitraire et méthodologiquement injustifiable. (...) Elle ouvre la voie à une érosion continue des responsabilités des États membres ». Comme le commente un professeur de droit en Allemagne, « c'est une guerre des juges ». La deuxième question posée est celle de la proportionnalité. Quand la Cour allemande se demande si le QE est « proportionné », c'est-à-dire si « les objectifs poursuivis par la BCE ne sont pas disproportionnés par rapport aux effets de politique économique et budgétaire résultant du programme », cela révèle que les conceptions économiques et financières qui animent la Cour constitutionnelle de Karlsruhe sont typiquement ordolibérales parce que, concrètement, elle estime sans doute que les mesures prises par la BCE peuvent être cause de bulles spéculatives, d'une spoliation des épargnants, d'un soutien indu des entreprises, etc. Et au-delà de cet aspect strictement économique, la Cour allemande critique vraisemblablement le caractère insuffisamment démocratique des procédures européennes. Cette position foncièrement ordolibérale de la Cour de Karlsruhe tranche nettement avec l'article écrit en faveur de la mutualisation des dettes par plusieurs économistes allemands le 13 avril (voir notre réflexion personnelle à cette date). La troisième question, proche de la précédente, est celle de savoir dans quelle mesure exactement la décision de la Cour constitutionnelle allemande emporte la mise en cause de la primauté du droit européen sur les droits nationaux.

Cela dit, il faut malgré tout comprendre la logique qui a poussé la Cour de Karlsruhe à prendre cette décision qui nous apparaît tellement non coopérative. Pour cela, rappelons d'abord que depuis longtemps, pour faire face à leurs dépenses, les États s'endettent systématiquement et constamment en émettant des obligations qu'elles cèdent aux banques commerciales. Comme on dit, ils font « rouler » leurs dettes mais ils empruntent toujours davantage parce qu'ils ont à payer à chaque fois en plus les intérêts dus sur les dettes précédentes ; et ces intérêts progressent rapidement, de façon

L'EURO

d'autant plus exponentielle que le taux d'intérêt est élevé. Ils entrent ainsi dans un cercle vicieux et pour éviter que le cercle devienne infernal, il faut que le taux d'intérêt soit maintenu au niveau le plus bas possible ; d'où la politique monétaire très expansive de la Banque centrale (le maintien des taux d'intérêt bas permet aussi d'éviter l'éclatement des bulles). Et le fameux QE dont il est question consiste pour la Banque centrale à acheter contre création monétaire les obligations d'État qu'ont souscrites les banques commerciales. Au lieu d'avoir à payer des intérêts aux banques commerciales qui ont prêté au départ aux États, c'est à la Banque centrale que les États ont à payer les intérêts mais la Banque centrale doit reverser ses bénéfices aux États. Or, l'Allemagne est en situation de fort excédent commercial vis-à-vis de ses partenaires (et les bénéfices des entreprises allemandes exportatrices produisent les impôts qui rendent le budget allemand excédentaire), ce qui fait que ceux-ci sont obligés d'emprunter de plus en plus pour payer les produits allemands qu'ils achètent, en particulier auprès des banques allemandes, d'où les balances de Target 2 suivantes :



Rappelons que les balances TARGET2 (Trans-européan Automated Real-Time settlement Express Transfer system) correspondent aux soldes des créances et des dettes qu'ont les Banques centrales nationales envers la BCE, laquelle joue le rôle de chambre de compensation dans le cadre du SEBC ; ces créances et ces dettes résultent des paiements transfrontaliers au sein de la zone euro qui résultent des échanges entre partenaires européens. Il apparaît clairement que les pays du Nord financent ceux du Sud. Avec le QE, la BCE rachète aujourd'hui environ 20% des dettes des États de la zone euro, dont 1/4 de dette allemande (et on va progressivement passer de 20 à 30%) : c'est donc beaucoup d'intérêts qui ne sont pas payés aux banques commerciales allemandes, autrement dit à leurs actionnaires... Quand la Cour de Karlsruhe critique la BCE sur le caractère non « proportionné », c'est qu'elle estime que la BCE achète relativement trop de dette italienne par rapport à son apport dans le capital de la BCE (problème de clé de répartition) et elle veut éviter aussi que la BCE cherche à augmenter une fois de plus, comme elle l'avait déjà fait en 2015, le pourcentage maximum de rachat de chaque dette étatique (actuellement de 33% après avoir été de 25%).

Même s'il y a des chances pour que, vu les graves circonstances actuelles, cette épreuve de « bras de fer » entre la Cour de Karlsruhe d'une part et la Cour de justice de l'UE et la BCE d'autre part se termine plutôt bien, les positions qu'adopte la Cour constitutionnelle allemande depuis maintenant plusieurs années, sont une épée de Damoclès pour la zone euro. Selon l'ancienne députée Marie-Françoise Bechtel, vice-présidente de la Fondation Res Publica, « cet arrêt manifeste la volonté de sanctuariser le modèle ordolibéral quel qu'en soit le prix pour l'UE » (voir son commentaire sur le site de la Fondation).

Le jour même, la BCE émet le communiqué de presse suivant : « La BCE prend acte de l'arrêt rendu ce jour par la Cour constitutionnelle fédérale allemande concernant le programme d'achat dans le secteur public (PSPP). Le Conseil des gouverneurs reste fermement résolu à faire tout ce qui est

nécessaire dans le cadre de son mandat pour faire en sorte que l'inflation atteigne des niveaux compatibles avec son objectif à moyen terme et que les mesures de politique monétaire prises pour atteindre l'objectif de maintien de la stabilité des prix soient transmises à tous les secteurs de l'économie et à toutes les juridictions de la zone euro.

La Cour de justice de l'Union européenne a jugé en décembre 2018 que la BCE agissait dans le cadre de son mandat de stabilité des prix ».

En exploitant le rapport de forces qui s'est instauré depuis plusieurs années entre la Cour constitutionnelle allemande et la Cour de justice de l'UE et fondée sur sa mission d'assurer la stabilité des prix, cette réponse de la BCE n'est en rien une défense de ses dispositifs non conventionnels de politique monétaire, d'autant plus qu'il est manifeste aujourd'hui que l'interprétation monétariste de la théorie quantitative de la monnaie est démentie : il n'y a pas d'inflation malgré l'énorme quantité de monnaie déversée par la Banque centrale depuis maintenant plusieurs années ; la BCE a même de la peine à la faire remonter aux environs de son objectif de 2%. La décision de la Cour constitutionnelle ouvre une brèche dans la stratégie mise en place pour faire face à la crise sanitaire-économique qu'il s'agit de traiter rapidement et autrement que par ce type de réponse. Il faut cesser ces contorsions juridiques et politiques et envisager sérieusement une réforme des statuts de la BCE.

Un article écrit en juillet 2015 par Alain Fabre (économiste et membre de la Fondation Robert Schuman) se montre particulièrement actuel : « La crise [de 2007-2008] a mis au grand jour les illusions et les contradictions de la construction d'origine. La BCE a dû se réinventer à partir d'une gestion habile de ses statuts. Au terme de cette transformation, elle est devenue une banque centrale de plein exercice - ce qui était loin d'être le cas avant la crise -, au point de revendiquer désormais sans complexe sa fonction de prêteur en dernier ressort bancaire. Cette phase a consacré son autorité et sa crédibilité. Mais l'adoption, annoncée depuis de nombreux mois, explicite depuis janvier 2015, d'une politique de Quantitative Easing (QE), pointe extrême des techniques dites "non conventionnelles", pourrait bien créer de nouvelles équivoques lourdes de risques pour elle-même et pour l'avenir de l'Euro ». Et son introduction souligne ce qui est rabâché très souvent dans cet historique de l'euro : « La crise des dettes souveraines a mis à nu les contradictions initiales de la monnaie unique. La zone Euro a en effet été construite sur une triple contradiction : une union monétaire n'est viable ni sans transferts entre les États qui la composent, ni sans un contrôle des politiques de chacun d'entre eux par tous, ni non plus sans une union bancaire pour éviter les risques de sa fragmentation ».

Citons aussi ce que déclarera le jeudi 7 au journal Le Monde l'économiste Frederik Ducrozet, qui considère que la décision de la Cour de Karlsruhe entre en contradiction avec le principe d'indépendance de la BCE (qui a été voulu par l'Allemagne...) et qui compte sur le réalisme du gouverneur de la Bundesbank pour désamorcer la crise : « Oui, je suis inquiet, parce que c'est un problème politique. L'Allemagne est le pays qui a le plus poussé à l'indépendance de la BCE. Aujourd'hui, c'est elle qui cherche à empiéter dessus. Les Allemands sont schizophrènes sur l'euro. On ne peut pas à la fois vouloir être dans l'euro, refuser la mutualisation des dettes et être contre l'intervention de la BCE. (...) Le problème concerne le long terme. La Cour constitutionnelle reprend à son compte les règles que la BCE s'était auto-imposées en 2015 en lançant le plan de rachat de dettes. L'une d'entre elles est que la BCE ne doit pas posséder plus de 33 % de la dette d'un même pays. Or, quand on additionne le PSPP et le PEPP, on se rapproche très dangereusement de cette limite. (...) Il y a deux solutions. Soit on estime que le plan pandémie est différent, et juridiquement ne doit pas être comptabilisé avec le reste des rachats d'actifs. Ça peut se justifier, puisqu'il s'agit d'un choc extérieur qui n'a rien à voir avec la crise de la zone euro. Soit la BCE passe en force, se dit que les poursuites judiciaires prendront des années, et que, d'ici là, les achats de dettes auront été faits de toute façon. (...) Je ne suis pas d'accord avec l'idée que la BCE a moins de marge de manœuvre que les autres [banques centrales]. Bien sûr, annuler la dette des pays européens qu'elle possède est impossible : ça nécessiterait de changer le traité européen [lequel interdit explicitement le financement monétaire]. Mais la BCE a, par exemple, inventé un programme de prêts aux banques à un taux de - 1 % [les banques sont donc payées pour prêter aux entreprises, notamment aux PME]. C'est une forme de monnaie hélicoptère. Et on pourrait avoir d'autres approches "exotiques" de la BCE ».

Le mercredi 6, publication par la Commission européenne des Perspectives économiques qui brosse un tableau catastrophique pour l'année 2020.

L'EURO

	Real GDP			Inflation			Unemployment rate			Current account			Budget balance		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Belgium	1.4	-7.2	6.7	1.2	0.2	1.3	5.4	7.0	6.6	-0.7	-0.1	-0.3	-1.9	-6.9	-4.2
Germany	0.6	-6.5	5.9	1.4	0.3	1.4	3.2	4.0	3.5	7.6	6.1	7.4	1.4	-7.0	-1.5
Estonia	4.3	-6.9	5.9	2.3	0.7	1.7	4.4	9.2	6.5	2.3	1.1	2.2	-0.3	-8.3	-3.4
Ireland	5.5	-7.9	6.1	0.9	-0.3	0.9	5.0	7.4	7.0	-9.4	4.6	4.4	0.4	-5.6	-2.9
Greece	1.9	-9.7	7.9	0.5	-0.6	0.5	17.3	19.9	16.8	-0.3	0.1	-1.2	1.5	-6.4	-2.1
Spain	2.0	-9.4	7.0	0.8	0.0	1.0	14.1	18.9	17.0	2.0	3.2	2.7	-2.8	-10.1	-6.7
France	1.3	-8.2	7.4	1.3	0.4	0.9	8.5	10.1	9.7	-0.1	-0.1	-0.4	-3.0	-9.9	-4.0
Italy	0.3	-9.5	6.5	0.6	-0.3	0.7	10.0	11.8	10.7	3.0	3.4	3.3	-1.6	-11.1	-5.6
Cyprus	3.2	-7.4	6.1	0.5	-0.2	1.0	7.1	8.6	7.5	-5.7	-10.9	-10.1	1.7	-7.0	-1.8
Latvia	2.2	-7.0	6.4	2.7	0.2	1.9	6.3	8.6	8.3	0.6	1.1	1.2	-0.2	-7.3	-4.5
Lithuania	3.9	-7.9	7.4	2.2	0.8	1.5	6.3	9.7	7.9	3.5	2.2	2.9	0.3	-6.9	-2.7
Luxembourg	2.3	-5.4	5.7	1.6	0.7	1.6	5.6	6.4	6.1	4.5	4.5	4.5	2.2	-4.8	0.1
Malta	4.4	-5.8	6.0	1.5	0.7	1.1	3.4	5.9	4.4	10.7	7.6	9.7	0.5	-6.7	-2.5
Netherlands	1.8	-6.8	5.0	2.7	0.8	1.3	3.4	5.9	5.3	10.2	9.0	8.4	1.7	-6.3	-3.5
Austria	1.6	-5.5	5.0	1.5	1.1	1.5	4.5	5.8	4.9	2.3	0.9	1.6	0.7	-6.1	-1.9
Portugal	2.2	-6.8	5.8	0.3	-0.2	1.2	6.5	9.7	7.4	0.0	-0.6	-0.2	0.2	-6.5	-1.8
Slovenia	2.4	-7.0	6.7	1.7	0.5	1.2	4.5	7.0	5.1	6.8	6.8	6.8	0.5	-7.2	-2.1
Slovakia	2.3	-6.7	6.6	2.8	1.9	1.1	5.8	8.8	7.1	-2.6	-2.9	-2.4	-1.3	-8.5	-4.2
Finland	1.0	-6.3	3.7	1.1	0.5	1.4	6.7	8.3	7.7	-0.8	-1.3	-1.5	-1.1	-7.4	-3.4
Euro area	1.2	-7.7	6.3	1.2	0.2	1.1	7.5	9.6	8.8	3.3	3.4	3.6	-0.6	-8.5	-3.5
Bulgaria	3.4	-7.2	6.0	2.5	1.1	1.1	4.2	7.0	5.8	5.2	3.3	5.4	2.1	-2.8	-1.8
Czechia	2.6	-6.2	5.0	2.6	2.3	1.9	2.0	5.0	4.2	0.7	-1.5	-1.0	0.3	-6.7	-4.0
Denmark	2.4	-5.9	5.1	0.7	0.3	1.3	5.0	6.4	5.7	7.9	6.2	6.7	3.7	-7.2	-2.3
Croatia	2.9	-9.1	7.5	0.8	0.4	0.9	6.6	10.2	7.4	2.4	-1.7	0.5	0.4	-7.1	-2.2
Hungary	4.9	-7.0	6.0	3.4	3.0	2.7	3.4	7.0	6.1	-0.9	1.3	1.5	-2.0	-5.2	-4.0
Poland	4.1	-4.3	4.1	2.1	2.5	2.8	3.3	7.5	5.3	0.4	0.6	0.9	-0.7	-9.5	-3.8
Romania	4.1	-6.0	4.2	3.9	2.5	3.1	3.9	6.5	5.4	-4.6	-3.3	-3.4	-4.3	-9.2	-11.4
Sweden	1.2	-6.1	4.3	1.7	0.4	1.1	6.8	9.7	9.3	4.4	3.7	4.0	0.5	-5.6	-2.2
EU	1.5	-7.4	6.1	1.4	0.6	1.3	6.7	9.0	7.9	3.2	3.1	3.4	-0.6	-8.3	-3.6
United Kingdom	1.4	-8.3	6.0	1.8	1.2	2.1	3.8	6.7	6.0	-3.8	-4.1	-4.3	-2.1	-10.5	-6.7
China	6.1	1.0	7.8	-	-	-	-	-	-	1.0	0.6	0.8	-	-	-
Japan	0.7	-5.0	2.7	0.5	0.0	0.2	2.3	4.3	4.5	3.5	3.6	3.2	-2.3	-4.9	-5.3
United States	2.3	-6.5	4.9	1.8	0.5	1.5	3.7	9.2	7.6	-2.3	-3.0	-3.0	-7.2	-17.8	-8.5
World	2.9	-3.5	5.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

On voit que pour la France, la prévision d'évolution du PIB (-8,2%) est plus mauvaise que la moyenne (zone euro -7,7% et UE -7%) et par rapport à notre principal partenaire (Allemagne : -6,5%). Si bien que l'éditorial du Monde qui paraît ce jour aussi a grandement raison de terminer de la manière suivante : « autrement plus brutal que la crise financière de 2008, le choc provoqué par le Covid-19 porte en lui le risque d'une implosion de l'union monétaire. Il renforce donc la nécessité de solides mécanismes d'entraide. Mais combien de temps Emmanuel Macron, qui se fait à juste titre le champion de cette solidarité européenne, resterait-il crédible dans ce rôle, si la France dérapait durablement ? ».

Pour rester crédible, il faudrait de plus qu'Emmanuel Macron ne soit pas autant contesté dans son propre pays. Après la crise des gilets jaunes et après les mouvements sur la réforme des retraites et sur l'assurance-chômage, lui et son gouvernement étaient déjà affaiblis quand la crise sanitaire a commencé. Depuis le début de cette crise, le capital-confiance a continué à se détériorer, alors que dans tous les autres pays européens, les peuples ont une bien plus grande confiance dans leurs dirigeants.

Par ailleurs, il faut souligner le caractère franchement optimiste de la Commission sur la vigueur que pourrait avoir le rebond de l'économie européenne en 2021. La vigueur de la reprise dépendra de la manière dont joueront les forces contraires, à savoir les réactions négatives des agents suite à l'endettement contracté pendant la crise, celles des ménages concernant l'utilisation de l'épargne forcée qu'ils ont accumulée, l'importance de la perte de productivité qu'imposent les mesures sanitaires, les difficultés de l'économie américaine et la crise des pays émergents. Il y a d'ailleurs une incertitude non seulement sur l'évolution du PIB en 2021 mais aussi sur celle de l'emploi qui va dépendre de l'écart entre PIB réel et PIB potentiel. Si l'emploi redémarre lui aussi vigoureusement, il faut s'attendre à ce que l'inflation, les taux d'intérêt et les profits s'élèvent ; mais, ce ne sera pas le cas si au contraire l'emploi croît moins que le PIB ; et même si le PIB réel dépassait en 2021 le PIB potentiel, encore faudrait-il que le sous-emploi de 2020 puisse être résorbé pour que le chômage baisse en 2021.

Également le mercredi 6 la société Elabe fait paraître les résultats d'un sondage sur le sentiment des Français concernant les réactions des pouvoirs locaux et internationaux européens face à la crise sanitaire. On lit pour ce qui concerne l'UE :

« La question européenne divise les Français : 1/3 souhaite plus d'autonomie, 1/3 une coopération limitée à quelques pays européens, 1/3 réclame le renforcement de l'UE.

Pour 34% des Français, la France doit privilégier la coopération avec un nombre limité de pays européens : cette opinion est particulièrement prégnante au sein des catégories sociales supérieures (39%) ainsi qu'auprès des électeurs de F. Fillon (42%).

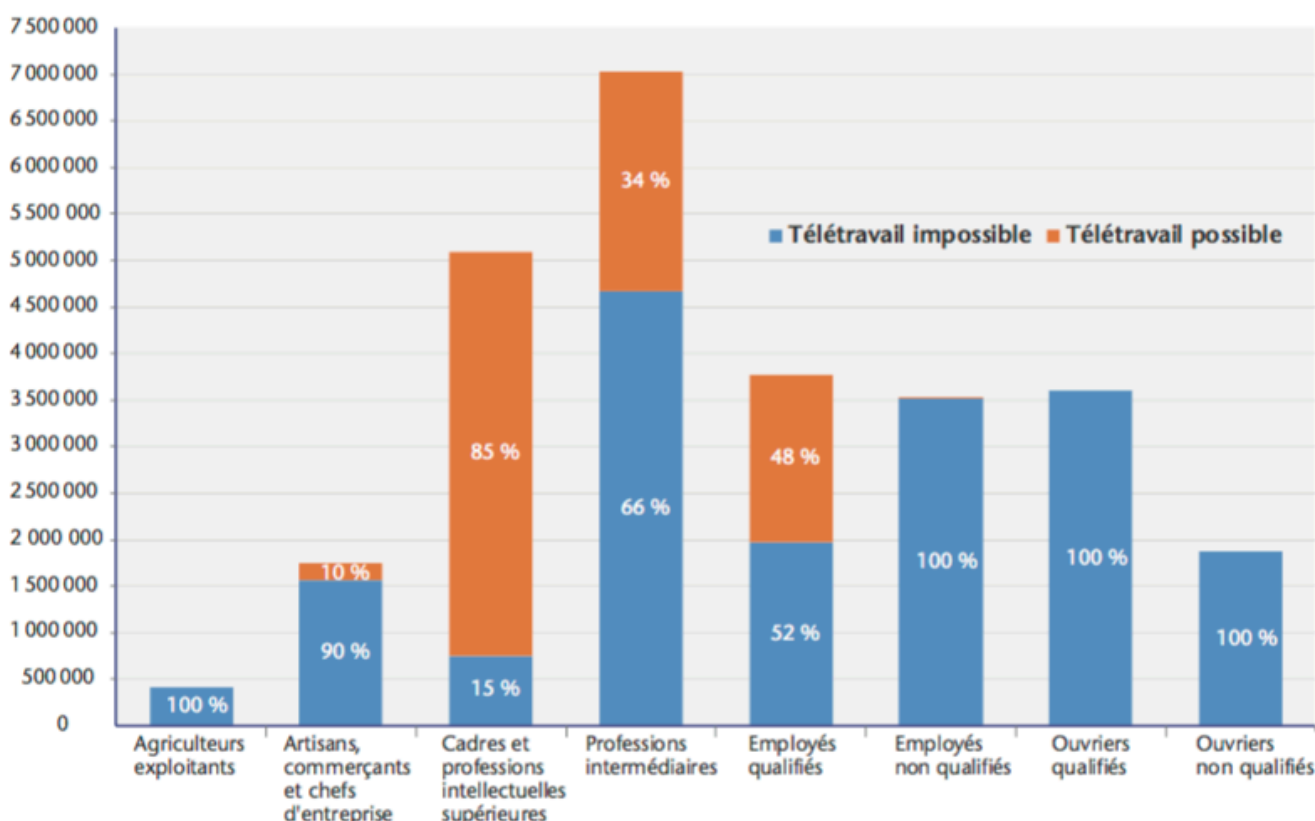
Pour 33% des Français, la France ne doit compter que sur elle-même : en termes d'âges, cette opinion est particulièrement présente chez les 50-64 ans (38%). Socio-économiquement, les catégories populaires (46%), les personnes en situation financière tendue (39%), et disposant un niveau d'études inférieur au bac (41%) sont les plus favorables à l'idée d'une "souveraineté" de la France face aux autres pays européens. L'électorat de M. Le Pen (50%) est le plus largement convaincu par cette idée. Enfin, 32% des Français pensent que la France doit chercher à renforcer l'Union européenne. Une majorité relative des 65 ans et plus (38%) est favorable à une Union européenne fortifiée. Socio-économiquement, les cadres (43%), les Français disposant d'une situation financière aisée (35%), et les plus diplômés (46%) souhaitent que la France œuvre davantage à la consolidation de l'Union européenne. Politiquement, il s'agit d'une idée plus largement partagée par les électeurs de B. Hamon (55%) et d'E. Macron (49%) ».

Également le mercredi 6, publication par l'OFCE d'un « policy brief » signé de Bruno Ducoudré et Pierre Padec sur « l'évaluation au 6^{ème} mois de l'impact économique de la pandémie de Covid-19 et des mesures de confinement sur le marché du travail en France » (<https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2020/OFCEpbrief67.pdf>).

On retiendra deux thèmes parmi ceux étudiés, celui du télétravail et celui du chômage partiel.

Concernant le télétravail, le tableau suivant est éclairant sur le niveau d'inégalité entre les catégories socioprofessionnelles quant à la possibilité de « télétravailler » :

Graphique 2. Estimation des possibilités de télétravail par catégorie socioprofessionnelle (en nombre d'emplois concernés)



Source : Enquête Emploi en continu 2018, Insee, calculs des auteurs.

Concernant le chômage partiel, l'OFCE estime à plus de 6 millions le nombre de salariés potentiellement éligibles au dispositif d'« activité partielle » et à 5 millions le nombre de salariés en chômage partiel effectif. Un encadré du document précise ce que dit l'analyse économique sur le chômage partiel. Il ressort des différentes études que le chômage partiel « agit comme un mécanisme puissant de rétention de la main-d'œuvre pendant la chute d'activité ». Mais en contrepartie de ses énormes avantages, le dispositif a un coût important pour les finances publiques et, de toute façon, il

doit être accompagné d'autres mesures puisque le dispositif ne tient pas compte d'autres risques que courent les entreprises, en particulier liés au risque de liquidité, ni du fait que le dispositif ne couvre pas intégralement les salariés en contrat court et que l'ajustement du marché du travail se concentre sur les travailleurs les plus précaires.

Le vendredi 8, la Cour de Justice de l'UE (CJUE) publie le communiqué de presse suivant :

« La direction de la Communication de la Cour de justice de l'Union européenne a reçu de nombreuses questions concernant l'arrêt rendu par la Cour constitutionnelle allemande le 5 mai 2020 portant sur le programme PSPP de la Banque centrale européenne (BCE).

Les services de l'institution ne commentent jamais un arrêt d'une juridiction nationale.

D'une manière générale, il est rappelé que, selon une jurisprudence constante de la Cour de justice, un arrêt rendu à titre préjudiciel par cette Cour lie le juge national pour la solution du litige au principal. Afin d'assurer une application uniforme du droit de l'Union, seule la Cour de justice, créée à cette fin par les États membres, est compétente pour constater qu'un acte d'une institution de l'Union est contraire au droit de l'Union. Des divergences entre les juridictions des États membres quant à la validité de tels actes seraient en effet susceptibles de compromettre l'unité de l'ordre juridique de l'Union et de porter atteinte à la sécurité juridique. Tout comme d'autres autorités des États membres, les juridictions nationales sont obligées de garantir le plein effet du droit de l'Union. Ce n'est qu'ainsi que l'égalité des États membres dans l'Union créée par eux peut être assurée. L'institution s'abstiendra de toute autre communication à ce sujet ».

Comme l'écrit l'économiste Gaël Giraud, « cette question est décisive pour la survie du droit communautaire. Car la décision de la Cour de Karlsruhe revient à exiger que l'Europe soit allemande alors que ce dont l'Europe a besoin, c'est que l'Allemagne devienne européenne ».

Également le vendredi 8, discours de Christine Lagarde, Présidente de la BCE, pour l'ouverture de la conférence sur l'état de l'Union organisée par l'Institut universitaire européen :

« C'est aujourd'hui le 75^e anniversaire de la fin de la Seconde Guerre mondiale en Europe, et demain ce sera le 70^e anniversaire de la réponse de l'Europe à ce cataclysme : la déclaration Schuman qui nous a mis sur la voie d'une Union européenne plus profonde.

La déclaration affirmait que "l'Europe ne se fera pas d'un coup, ni selon un plan unique. Elle se construira à travers des réalisations concrètes qui créent d'abord une solidarité de fait".

L'idée de Schuman était que l'Europe devait devenir si profondément intégrée - et si interdépendante - que la solidarité deviendrait un intérêt personnel. Et, par la suite, il deviendrait naturel de bâtir des institutions communes plus fortes qui reflètent la profondeur de ces liens.

Dans l'ensemble, c'est le chemin que l'intégration a suivi. Lorsque les Européens ont vu que le marché commun ne fonctionnait pas dans les années 80, nous avons lancé le marché unique. Lorsque nous avons réalisé que le marché unique était vulnérable aux dévaluations compétitives, nous avons lancé l'euro.

Et lorsque les membres de l'euro ont reconnu que la monnaie unique était vulnérable aux crises auto-réalisatrices, de nouvelles institutions ont été créées et de nouveaux instruments ont été développés - tels que le Mécanisme européen de stabilité (MES), le programme Outright Monetary Transactions (OMT) de la BCE et l'union bancaire qui doit encore être achevée.

Chaque fois que nos "réalisations concrètes" étaient menacées, nous ne reculions pas : nous les rendions plus solides - car elles avaient créé la solidarité de facto promise par Schuman. L'intégration européenne a ouvert la voie à la prospérité, à la stabilité et à la paix.

La pandémie du coronavirus aujourd'hui confirme et teste cette thèse. Nous voyons une fois de plus à quel point nous sommes devenus interdépendants. Si tous les pays ne sont pas guéris de cette crise, les autres en souffriront - et pas seulement en termes de santé, mais aussi sur le plan économique.

Les échanges au sein de la zone euro représentent 45% du PIB. Le succès du marché unique signifie que l'intégration de la chaîne d'approvisionnement est trois fois plus forte au sein de la zone euro qu'avec le reste du monde. En conséquence, l'analyse de la BCE révèle qu'un choc commun est amplifié d'environ 30% - ce qui signifie que tous les pays doivent agir ensemble pour atténuer efficacement les crises importantes.

La question à laquelle nous sommes confrontés aujourd'hui est donc la suivante : pouvons-nous répondre au choc économique auquel nous sommes confrontés - qui est sans précédent en temps de

paix - d'une manière qui reflète notre intérêt commun fondamental, comme l'ont fait par le passé ces générations d'Européens ?

Nous avons vu des signes encourageants de coopération européenne. Les règles en matière d'aides d'État ont été rapidement assouplies et les règles budgétaires suspendues, ce qui a permis une forte réponse budgétaire pour soutenir les salaires et les revenus. Environ 16% des employés des quatre plus grands pays s'inscrivent désormais à des programmes de chômage partiel et à des licenciements temporaires soutenus par le gouvernement.

Parallèlement, les actions de la BCE, de la surveillance bancaire européenne et des gouvernements nationaux se sont alignées pour placer le secteur bancaire dans une position plus forte pour combler le déficit de liquidité auquel sont confrontées les entreprises, empêchant une perte encore plus importante de capacités et d'emplois. Les prêts bancaires ont augmenté de près de 120 milliards d'euros en mars, le plus important flux mensuel jamais enregistré.

Cependant, lorsque cela sera sûr, l'Europe devra passer à la prochaine phase de sa réponse à la crise. L'attention devra passer de la fourniture d'un support de secours à l'activation de la récupération. Cela présentera un nouvel ensemble de défis.

La BCE jouera son rôle conformément à son mandat. Nous ferons tout ce qui est nécessaire dans le cadre de notre mandat pour soutenir la reprise et nous restons résolus à atteindre notre objectif de stabilité des prix.

Sur le plan budgétaire, les mesures adoptées jusqu'à présent dans la zone euro ont été assez diverses, allant d'environ 2% du PIB à plus de 40%. Dans environ la moitié des pays de la zone euro, les garanties publiques représentent la plus grande part du soutien budgétaire.

Mais les coûts de la crise continuent d'augmenter et, à mesure que nous avançons, la forme du soutien budgétaire va probablement changer : les dépenses discrétionnaires pourraient augmenter, les stabilisateurs automatiques se déclencheront davantage et - dans des scénarios plus graves - les garanties de prêt soutenant les entreprises pourraient être appelées.

La BCE estime que - dans notre scénario moyen d'une baisse du PIB d'environ 8% - les besoins de financement public supplémentaires dans la zone euro cette année résultant de la récession et des mesures budgétaires nécessaires pourraient dépasser 10% du PIB de la zone euro. Cela entraînerait l'émission de dettes supplémentaires dues à la pandémie de l'ordre de 1 000 milliards à 1 500 milliards d'euros rien qu'en 2020.

Nous devons, en tant qu'Union, être prêts pour cet avenir. Étant donné que personne n'est à blâmer pour cette crise, nous devons nous assurer qu'il n'y a pas de contraintes indues sur nos réponses politiques. Tous les pays ne doivent pas réagir de la même manière. Mais chacun doit pouvoir répondre au besoin. Sinon, nous risquons d'aggraver les asymétries et de sortir de cette crise avec une plus grande divergence économique.

Cela montre pourquoi une réponse budgétaire européenne commune est si souhaitable.

Premièrement, elle contribuera à combler le fossé entre les États membres et à contrer ce risque de divergence. Compte tenu des besoins budgétaires déjà à l'horizon, elle doit être rapide, importante et symétrique.

Deuxièmement, elle nous guidera vers l'Europe que nous voulons construire après la crise. Nous avons eu la chance de faire un bond en avant : repenser notre contrat social, reconsidérer l'autonomie stratégique de l'Europe et reconnaître les risques de ne pas prendre l'environnement au sérieux. Ce sont tous des domaines où agir ensemble est dans notre intérêt commun.

Permettez-moi de donner un seul exemple : nous avons maintenant subi les conséquences d'une crise écologique systémique, et nous sommes également susceptibles de faire face à une période de faible investissement privé alors que les entreprises réparent leur bilan. L'investissement public devra combler le vide. Il est logique d'utiliser cette ouverture pour accélérer la transition vers une économie verte et atteindre nos objectifs climatiques.

La reprise offre également une autre opportunité : engager les citoyens dans le processus de définition de notre intérêt commun et des domaines dans lesquels l'Europe devrait être plus forte.

En résumé : c'est le "moment Schuman" de notre génération. Nous avons passé le relais de l'intégration européenne. Nous voyons notre solidarité de fait tout autour de nous. Et on nous demande d'agir, comme ceux qui nous ont précédés, en répondant par un renforcement de l'Europe.

Je suis convaincue que nous assumerons notre responsabilité historique et relèverons le défi ».

L'EURO

En plus d'une défense argumentée de la zone euro, ce qui mérite d'être retenu des propos de la Présidente de la BCE, c'est que Christine Lagarde estime que l'émission de dettes supplémentaires par les États membres pourrait monter jusqu'à 1500 milliards d'euros simplement en 2020 pour faire face à la crise actuelle.

Toujours ce vendredi 8, réunion de l'Eurogroupe.

Voici son communiqué de presse :

« 1. Le 23 avril 2020, les dirigeants ont approuvé l'accord de l'Eurogroupe en format inclusif du 9 avril 2020 sur les trois importants filets de sécurité pour les travailleurs, les entreprises et les souverains, d'un montant de 540 milliards d'euros, et ont appelé à leur opérationnalisation pour le 1er juin 2020. Les dirigeants sont également convenus de travailler à la création d'un fonds de relance et ont chargé la Commission d'analyser les besoins exacts et de présenter d'urgence une proposition à la hauteur du défi. L'Eurogroupe dans un format inclusif continuera de suivre de près la situation économique et préparera le terrain pour une reprise robuste.

2. L'Eurogroupe salue les efforts en cours au Conseil sur la proposition SURE [Support to mitigate Unemployment Risks in Emergency] et dans les organes directeurs de la BEI concernant la création du fonds paneuropéen de garantie pour soutenir les travailleurs et les entreprises européennes et confirme l'accord visant à établir le ESM Pandemic Crisis Support for souverains.

3. Nous nous sommes mis d'accord aujourd'hui sur les caractéristiques et les modalités normalisées du soutien en cas de pandémie, accessible à tous les États membres de la zone euro pour un montant de 2% du PIB des États membres respectifs à fin 2019, à titre de référence, pour soutenir le financement national des coûts directs et indirects de soins de santé, de guérison et de prévention liés à la crise du COVID-19. Nous avons également salué les évaluations préliminaires des institutions sur la soutenabilité de la dette, les besoins de financement, les risques de stabilité financière, ainsi que sur les critères d'éligibilité pour accéder à cet instrument. Nous partageons le point de vue des institutions selon lequel tous les membres du MES satisfont aux conditions d'éligibilité pour recevoir un soutien dans le cadre du soutien en cas de crise pandémique. Sous réserve de l'achèvement des procédures nationales, nous attendons du Conseil des gouverneurs du MES qu'il adopte une résolution le confirmant bien avant le 1er juin 2020. Les dispositions du traité MES seront suivies.

4. L'Eurogroupe rappelle que la seule exigence d'accès à la ligne de crédit sera que les États membres de la zone euro qui demandent un soutien s'engagent à utiliser cette ligne de crédit pour soutenir le financement national des coûts directs et indirects de soins de santé, de guérison et de prévention dus au COVID 19 crise. Cet engagement sera détaillé dans un plan individuel de réponse à une pandémie, à préparer sur la base d'un modèle, pour tout établissement accordé dans le cadre du soutien en cas de pandémie.

5. Nous convenons que le suivi et la surveillance doivent être proportionnés à la nature du choc symétrique causé par COVID-19 et proportionnés aux caractéristiques et à l'utilisation du soutien en cas de pandémie, conformément au cadre de l'UE et aux lignes directrices pertinentes du MES. Nous saluons l'intention de la Commission d'appliquer un cadre de notification et de suivi rationalisé, limité aux engagements détaillés dans le plan de réponse à une pandémie, comme indiqué dans la lettre du 7 mai du vice-président exécutif Valdis Dombrovskis et du commissaire Paolo Gentiloni adressée au président de l'Eurogroupe. Le MES mettra également en œuvre son système d'alerte précoce pour garantir le remboursement en temps opportun du soutien en cas de crise pandémique.

6. Nous sommes d'accord avec la proposition du MES sur les conditions financières communes applicables à toute facilité accordée dans le cadre du soutien en cas de crise pandémique. Cela comprend une échéance moyenne maximale de 10 ans pour les prêts et des modalités de tarification favorables adaptées au caractère exceptionnel de cette crise.

7. L'Eurogroupe confirme que le soutien en cas de crise pandémique est unique compte tenu de l'impact généralisé de la crise COVID-19 sur tous les membres du MES. Les demandes de soutien en cas de pandémie peuvent être déposées jusqu'au 31 décembre 2022. Sur proposition du directeur général du MES, le conseil des gouverneurs du MES peut décider d'un commun accord d'ajuster ce délai. La proposition du directeur général serait fondée sur des preuves objectives de l'évolution de la crise. Par la suite, les États membres de la zone euro resteraient déterminés à renforcer les fondamentaux économiques et financiers, conformément aux cadres de coordination et de surveillance économiques et budgétaires de l'UE, y compris toute flexibilité appliquée par les institutions compétentes de l'UE.

8. La période de disponibilité initiale pour chaque installation accordée au titre du soutien en cas de crise pandémique sera de 12 mois, ce qui pourrait être prolongé deux fois pendant 6 mois, conformément au cadre standard du MES pour les instruments de précaution.

9. Suite à une demande au titre du soutien en cas de pandémie, les institutions devraient confirmer les évaluations dans les plus brefs délais et préparer, en collaboration avec les autorités, le plan individuel de réponse à une pandémie, sur la base du modèle convenu.

10. Sous réserve de l'achèvement des procédures nationales pour chaque demande, les organes directeurs du MES approuveront les plans individuels de réponse à une pandémie, les décisions individuelles d'accorder une assistance financière et les accords sur les mécanismes d'assistance financière, conformément à l'article 13 du traité MES ».

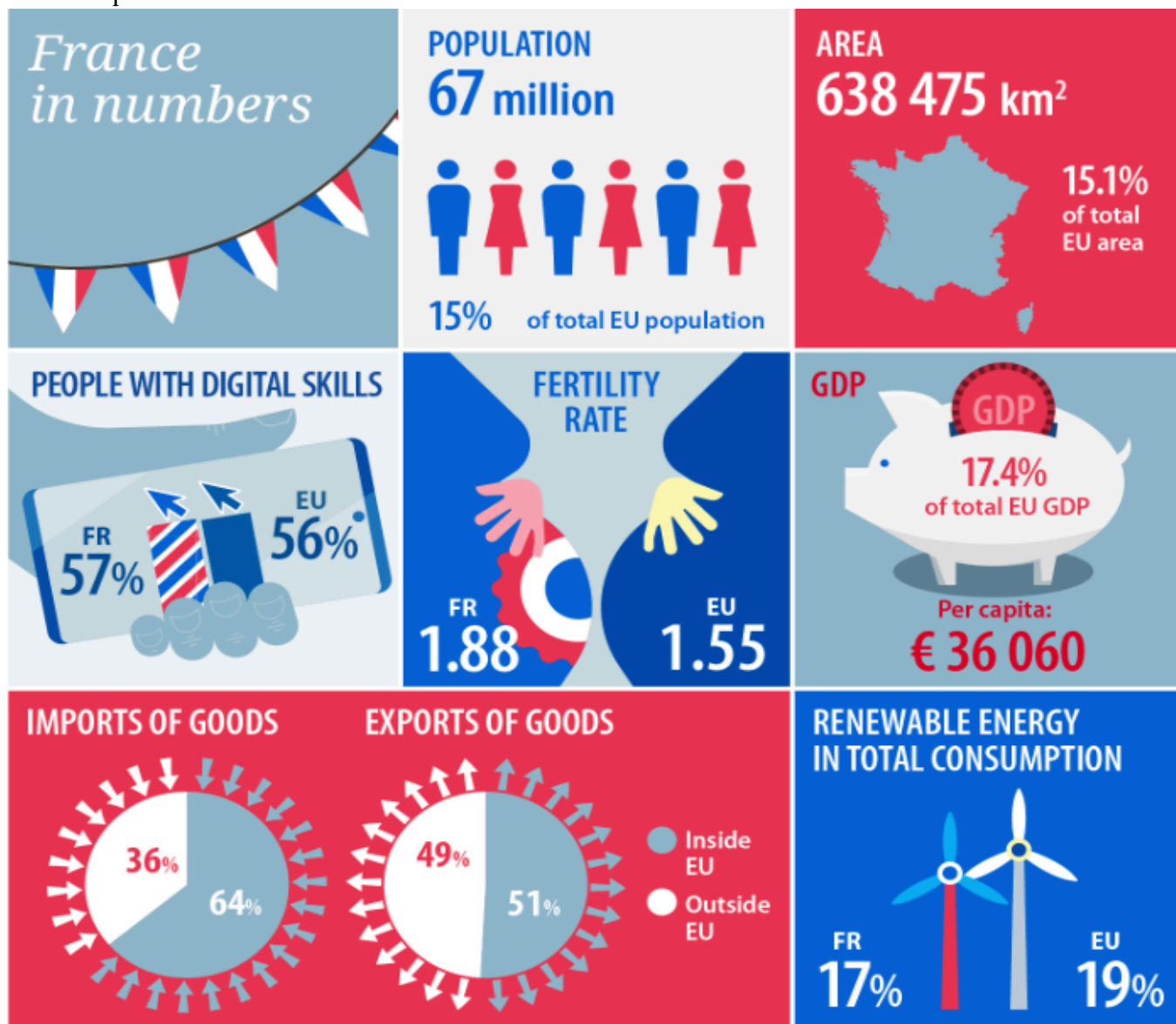
Le bilan de cette réunion de l'Eurogroupe est plutôt positif et traduit un apaisement : les Italiens n'expriment plus la crainte d'une mise sous tutelle en cas de recours au MES et les Pays-Bas n'exigent plus des conditions excessives comme auparavant. Il n'empêche que la réunion n'a porté concrètement que sur la mise en œuvre du seul MES (pour 240 milliards) alors que le plan prévu comporte deux autres axes avec l'intervention de la BEI (pour 200 milliards) et celle de la Commission (pour 100 milliards).

Le samedi 9, c'est la « Journée de l'Europe » et le 70^{ème} anniversaire de la Déclaration faite par Robert Schuman pour présenter son plan d'organisation de l'Europe. La Journée de l'Europe, qui fait partie

des symboles de l'UE avec le drapeau, l'hymne européen et la monnaie commune, a été instituée par le Conseil européen à Milan en juin 1985 et a été fêtée pour la 1^{ère} fois en 1986.

À cette occasion, Eurostat publie un document permettant de mieux connaître l'ensemble des États membres.

Voici ce qui concerne la France :



ec.europa.eu/eurostat

Le dimanche 10, dans les blogs d'Alternatives économiques, Hubert de Vauplane, juriste et économiste, excellent expert sur les questions monétaires et financières, fait paraître un article sur « Peut-on annuler les dettes souveraines de la zone euro ? », qui mérite tout autant notre attention que celui qu'il avait fait paraître début avril (voir le commentaire que nous en avons fait plus haut en date du 5 avril). L'auteur rappelle d'abord la définition d'une dette souveraine : dette émise par un État qui prend généralement la forme d'une dette négociable, sous forme de l'émission d'obligations sur le marché financier international (en monnaie nationale ou en devises) ou sous la forme de contrats de financement auprès d'institutions financières internationales ou de créanciers privés, les deux possibilités ayant des régimes juridiques différents. Ensuite, l'auteur distingue les deux grandes façons de faire face au poids des dettes publiques, qui ont été envisagées récemment par plusieurs auteurs comme le montre notre document dans les pages qui précèdent : l'annulation « pure et simple » de la dette et la transformation de la dette publique en dette perpétuelle. Et il rappelle à juste titre qu'en tout état de cause, il s'agit d'« annuler » la dette publique que détient la BCE, c'est-à-dire seulement environ 20% de la dette publique pour ce qui concerne la France (à ce sujet il rappelle, également fort utilement, que ce n'est pas directement la BCE qui détient et qui pourrait annuler les dettes publiques des États membres de la zone euro mais les différentes banques centrales nationales

(cela prouve que pour cette question de l'annulation des dettes souveraines, comme d'ailleurs pour beaucoup d'autres, l'institution déterminante est davantage le SEBC que la BCE stricto sensu).

L'article de Hubert de Vauplane donne dans son long développement une analyse complète des deux modalités ; elle est essentiellement juridique et c'est son intérêt car la résolution du problème dépend énormément du contenu actuel des traités qui régissent l'UE et la zone euro.

En ce qui concerne l'annulation de la dette, au sens où les États concernés n'auraient ni le capital ni les intérêts à devoir, c'est au SEBC-BCE de décider, que ce soit par un abandon de créance ou par une remise de dette. La conséquence comptable possible pour la BCE est qu'elle pourrait se retrouver avec des fonds propres négatifs. Mais, a priori et de manière surprenante, cela ne serait pas grave, comme l'affirment un article de Peter Stella, du FMI, paru en juillet 1997 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9783.pdf>) et le « Bis Papers » d'avril 2013 de D. Archer et P. Moser-Boehm, de la BRI (https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap71_fr.pdf) où on lit notamment : « (...) Bien qu'étant des banques, les banques centrales ne sont généralement pas soumises à la procédure de faillite classique, et elles ne sont pas tenues, en principe, de respecter des exigences minimales de fonds propres. (...) Ainsi, une banque centrale peut avoir, à son bilan, un passif d'une valeur supérieure à celle de son actif – c'est-à-dire qu'elle peut être insolvable “sur bilan“, selon les conventions comptables utilisées – tout en restant à l'abri des poursuites des créanciers, ou d'une intervention réglementaire découlant du non-respect des ratios minimaux de fonds propres, qui pourraient, si elle était une banque ordinaire, mettre un terme à ses activités. (...) ». H. de Vauplane rappelle que « dans le cadre d'un QE, les titres de dette souveraine achetés par une banque centrale sont destinés à être “stockés“ temporairement dans le bilan à la banque centrale pour être ensuite revendus sur le marché lorsque la politique monétaire devra être resserrée. Par conséquent, sur le long terme, le montant de la dette publique détenue par le public n'est pas réduit par le QE. L'endettement de l'État reste le même, même s'il verse les intérêts des coupons à la banque centrale qui détient une partie de cette dette ; et que cette même banque centrale reverse – après impôts – ses dividendes à son actionnaire unique, l'État. En pratique, l'annulation des titres de dettes souveraines des États membres de la zone par la BCE conduit à passer en charges l'abandon de créances ou la remise de dette, ce qui reviendrait à rendre les fonds propres de la BCE négatifs compte tenu du niveau des fonds propres de la BCE qui peut ne pas absorber ces pertes ».

C'est à partir de là qu'H. de Vauplane fait entrer dans son raisonnement les textes officiels, en particulier le TFUE : « Si donc, il ne semble pas impossible pour une banque centrale de se trouver en situation de fonds propres négatifs, dans quelle mesure cette opération de remise de dette est-elle juridiquement possible ? Il faut ici aller voir le Traité de fonctionnement de l'Union européenne (“TFUE“). On sait que les traités de l'Union interdisent toute assistance financière du SEBC à un État membre au titre du financement du déficit public. Cependant, ces mêmes traités n'excluent pas, de manière générale, la faculté, pour le SEBC, de racheter aux créanciers d'un tel État des titres préalablement émis par ce dernier. Autrement dit, la détention de la dette publique acquise sur le marché secondaire par le SEBC ne contrevient pas à l'interdiction de financement de déficits publics. C'était là l'objet même du programme OMT de la BCE ». Il rappelle que ce dispositif a fait l'objet de recours devant la Cour constitutionnelle allemande dès le début, en 2014, et on vient d'assister à une réédition ce 5 mai. Ce qui fait dire à l'auteur, en conclusion : « Quoi qu'il advienne de ce débat, l'on voit que les règles juridiques posées en leur temps dans les traités européens ne sont plus adaptées au contexte économique actuel. Et plutôt que de laisser la CJUE tordre le droit en proposant des argumentations juridiquement contestables pour satisfaire les besoins monétaires du moment, il convient de modifier clairement la règle de droit et d'assouplir les restrictions posées par l'article 123 du TFUE ».

Cette conclusion rejoint notre propre analyse : il faut modifier les traités.

Décidément, l'augmentation considérable des déficits et des dettes publics des États membres donne à la question de l'annulation de ces dettes une importance toute particulière : le lendemain même de la parution du blog d'Hubert de Vauplane, et également dans la revue « Alternatives économiques », Nicolas Dufrene et Alain Grandjean font paraître un article : « Annulation de la dette publique : possible juridiquement, nécessaire économiquement ». L'un des intérêts de cet article est qu'il se réfère non pas au Traité sur le fonctionnement de l'UE (TFUE) lui-même mais à l'un des protocoles qui suivent en annexe, le protocole n°4 « sur les statuts du système européen de banques centrales et

de la Banque centrale européenne ». C'est dans le chapitre consacré aux « dispositions financières du SEBC » que l'on trouve les articles cités. Notons que ces deux auteurs ont fait paraître chez Odile Jacob fin février 2020, donc juste avant que la crise sanitaire ne s'étende en Europe et qui « tombe à pic », un ouvrage intitulé « Une monnaie écologique » que l'éditeur présente de la manière suivante : « L'urgence climatique se heurte à un redoutable problème de financement. Aucune stratégie financière classique n'est en mesure de mobiliser rapidement les sommes considérables qui sont en jeu. Bien que libérée des contraintes matérielles, la politique monétaire ne s'est malheureusement pas encore libérée des dogmes qui la restreignent. Pourtant, l'histoire a montré à maintes reprises (reconstruction économique de l'Allemagne dans les années 1930, New Deal américain, reconstruction de la France après 1945, politique monétaire expansionniste en Chine) que les mécanismes monétaires peuvent être utilisés de manière ciblée et efficace pour répondre aux grands défis du moment. Le climat en est un et appelle un Green New Deal qui, proposent les auteurs, pourrait résulter de la création monétaire mise au service de projets écologiquement vertueux. Bousculer l'économie traditionnelle pour sauver la planète ? On commence quand ? ».

Même s'il concerne l'urgence climatique, l'ouvrage de N. Dufrene et A. Grandjean est important pour la question de la crise sanitaire car, dans un cas comme dans l'autre, le problème du financement est considérable. Dans leur article, ils discutent des deux principaux arguments qui s'opposent à l'annulation de la dette publique détenue par la Banque centrale.

« Premièrement, celui qui consiste à dire que cela ne changerait rien, la banque centrale reversant ses dividendes à l'État. En effet, en abandonnant les créances publiques qu'elles détiennent, les banques centrales ne seraient plus en mesure de reverser autant de dividendes à leur État, mais la charge d'intérêt de l'État serait réduite d'autant. L'essentiel n'est pas là, mais dans la libération immédiate de plusieurs centaines de milliards d'euros de dettes à rembourser qu'ils pourraient aussitôt réinvestir. Ce serait au final une opération parfaitement rentable pour les États, d'autant plus qu'ils récupéreraient mécaniquement sous forme d'impôts ce que le surcroît d'injection de monnaie dans l'économie entraînera.

Le second argument consiste à dire que des pertes obligerait les États à recapitaliser la banque centrale. En premier lieu, le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) est muet sur cette question. Elle est abordée seulement dans le protocole n°4 qui lui est annexé. Son article 33 dit clairement que des pertes éventuelles de la BCE doivent d'abord être épongées sur son fonds de réserve, puis en réduisant la part des bénéfices reversée aux banques centrales nationales et, enfin, si ces pertes étaient vraiment importantes, en piochant dans le capital alloué aux banques centrales nationales.

D'ailleurs, l'article 28.2 du même protocole dit que : « *Les banques centrales nationales sont seules autorisées à souscrire et à détenir le capital de la BCE* ». Autrement dit, même s'ils le voulaient, les États n'auraient pas le droit de recapitaliser la BCE. Cette dernière pourrait toutefois se tourner vers les banques centrales nationales pour éponger ses pertes, le capital de ces dernières étant détenu par les États. Mais même dans cette situation, le protocole indique, à l'article 32.4, que, si une banque centrale nationale connaît des pertes substantielles, la BCE pourrait les compenser : « *Le conseil des gouverneurs peut décider d'indemniser les banques centrales nationales pour les frais encourus à l'occasion de l'émission de billets ou, dans des circonstances exceptionnelles, pour des pertes particulières afférentes aux opérations de politique monétaire réalisées pour le compte du SEBC. L'indemnisation prend la forme que le conseil des gouverneurs juge appropriée* ». Cette forme "appropriée" pourrait être une création monétaire directe de la part de la BCE pour recapitaliser les banques centrales.

Juridiquement et comptablement, rien n'empêche donc une annulation des dettes publiques détenues par les banques centrales ».

Également ce dimanche 10, à propos de « l'affaire de la Cour de Karlsruhe », la Présidente de la Commission européenne reconnaît que la procédure d'infraction (ou procédure pré-contentieuse) est sur la table. Par cette procédure, la Commission demande officiellement à un État membre de respecter le droit de l'UE et cela peut se terminer par la saisine de la CJUE. La Commission veut éviter que cette affaire donne des idées à d'autres États membres, en particulier la Hongrie et la Pologne qui ont pris connaissance de la décision de la Cour constitutionnelle allemande avec un grand intérêt...

Le lundi 11, publication par France Stratégie, avec un appel à contributions, d'un dossier consacré à « l'après », pour qu'il soit soutenable ; avec 7 thèmes sous la forme de questions essentielles : 1) Quelles attentes à l'égard de la puissance publique face aux risques, 2) Quel modèle social pour faire avec nos vulnérabilités ? 3) Quelles interactions humains-nature, mondialisation et pandémies ? 4) Quelles relations entre savoirs, pouvoirs et opinions ? 5) Numérique : nouveaux usages, nouvelles interrogations. 6) Quelles interdépendances et quelles formes d'autonomie à différentes échelles ? 7) Quelle voie pour une économie soutenable ?

Bien que la crise sanitaire soit loin d'être terminée - certains chercheurs nous font craindre qu'elle puisse durer encore longtemps, en tous les cas jusqu'à ce que des traitements et un vaccin soient trouvés -, et bien que la crise économique n'ait pas encore pris l'ampleur qu'on redoute, des analyses commencent à poindre pour dessiner les contours possibles de « l'après ». Cette prospective est sans doute nécessaire et il ne faut certes pas, une fois de plus, pêcher par manque de réflexion et d'anticipation, mais a-t-on d'ores et déjà les informations nécessaires pour imaginer utilement l'avenir et à quel horizon ? Cela dit, tout large appel à contributions est intéressant et important, y compris pour la vie démocratique. On doit aussi accueillir avec reconnaissance des contributions qui démontrent l'intérêt qu'elles portent à des réflexions de long terme, sans attendre que les événements y contraignent. C'est le cas notamment de la Fondation Jean Jaurès avec son « Cahier de tendances 2020 » qui ne paraît que maintenant (15 mai) pour cause de confinement mais qui était prêt bien avant : « chaque année, la Fondation, via son Cahier de tendances, s'emploie à saisir quelques mouvements profonds de notre société. Le Cahier 2020 dessinait certains des traits de cette France qui vient, dans plusieurs domaines, et sous différents regards. Et puis le virus est arrivé, les librairies ont fermé, le livre a attendu. À l'heure de vous le proposer, en lisant les signaux faibles repérés avant la pandémie à l'aune de ce que les dernières semaines nous ont appris, on mesure combien la rencontre ne manque ni de sens, ni d'intérêt. Comme quoi, pour imaginer l'après, il était judicieux de s'y prendre avant ! » » Tenir le plus grand compte de cette dernière réflexion conduit à réfléchir à « l'après » dans l'hypothèse où une catastrophe similaire se reproduirait à terme.

Par l'entremise des éditions Odile Jacob, Pierre-Noël Giraud apporte sur son blog du 6 mai un éclairage très pertinent sur le thème de la mondialisation, où on lit notamment : « (...) On entend partout affirmer que la “mondialisation” va, en conséquence, refluer. J'ai pour ma part développé (dans “L'inégalité du monde”. Gallimard, Folio Actuel. 2019) la thèse que la phase libérale et occidentale de la mondialisation s'est achevée dès la fin des années 2010, avec l'émergence de la Chine et son accession à la parité technologique, et qu'une nouvelle phase s'ouvre, que j'ai qualifiée de mondialisation “mercantiliste”.

Le mercantilisme du 17^{ème} siècle consistait à attirer le maximum d'or dans le royaume. Le mercantilisme contemporain consiste à attirer le maximum d'emplois “nomades”, l'or moderne, dans son territoire. J'ai qualifié de “nomades” les emplois qui produisent des biens et services échangeables internationalement. Un emploi nomade est donc toujours en compétition directe avec des emplois nomades situés dans d'autres pays. Ces emplois sont nomades car les firmes peuvent mettre en compétition tous les territoires pour les localiser, en fonction de leurs avantages comparatifs de coûts de production et des perspectives de développement des marchés qu'ils permettent de servir.

Cette nouvelle phase de la mondialisation se caractérise par une compétition accrue entre deux types, forts différents, de capitalismes. D'une part, le capitalisme chinois, fermement et stratégiquement dirigé par le PCC, visant à doter son territoire d'un système productif complet et pour ce faire, mercantiliste dès l'origine. D'autre part, les capitalismes occidentaux, libéraux mais contraints à leur tour à devenir quelque peu mercantilistes et à réviser le rapport États/marchés.

Cela signifie-t-il pour autant un recul de la « mondialisation » ? Et d'abord de quoi s'agit-il ? J'ai proposé de parler non pas de “mondialisation”, mais de trois “globalisations” encastrées : du numérique, de la finance, des firmes. (...)

La localisation de ces pôles stratégiques dans un territoire, et préférentiellement par des entreprises sur lesquelles le gouvernement a un réel pouvoir de contrôle, est une absolue nécessité quand ce territoire prétend jouer dans la “cour des grands” du monde multipolaire qui émerge. L'Europe constate que le “grand jeu” économique et technologique pourrait se limiter au duopole États-Unis/Chine, si elle ne réagit pas vigoureusement. Elle affiche cette ambition et a encore, pour quelques années au moins, les moyens de cette ambition. En témoignent la réapparition de “politiques industrielles” - un concept jusqu'ici tabou en Europe-, avec par exemple l'initiative franco-allemande concernant l'industrie des batteries. Même si les avantages comparatifs de David Ricardo continueront à mon sens de façonner les tendances lourdes de la localisation des activités nomades au plan mondial, l'Europe est fort heureusement en train de redécouvrir l'autre grand penseur de la division internationale du travail, l'allemand Friedrich List et ses thèses sur “protection des industries naissantes” (en l'occurrence en Europe, “renaissantes”). (...)

Conserver et augmenter les emplois nomades créés par les firmes nationales et attirer ceux que les firmes globales distribuent à leur guise, est sans conteste une nécessité. D'autant que la création d'emplois nomades dans un territoire entraîne celle d'emplois sédentaires, ceux qui produisent des biens-services ne traversant pas les frontières, donc consommés localement.

L'EURO

Ainsi, j'ai calculé avec Philippe Frocrain qu'en France, entre 2008 et 2016, la création de 100 emplois nomades a entraîné celle de 80 emplois sédentaires. (...) Le pouvoir des États sur la part "sédentaire" de leurs économies reste en théorie entier et ce, quelle que soit la taille de leur marché intérieur. Stimuler l'économie sédentaire de son territoire est donc pour tout État un enjeu économique en fin de compte plus important que l'obsession actuelle d'attraction des emplois nomades. Ceci suppose des politiques spécifiques qui ont été jusqu'ici largement négligées.

En Europe, mais ceci vaut aujourd'hui pour la plupart des pays, la demande politique des populations, amplifiée par la crise n'est pas tant plus "d'État social", un État distribuant à tous des services et des biens publics uniformes, mais "plus d'État protecteur". Protecteur contre la mort, la maladie et la vieillesse abandonnée, contre l'extrême pauvreté, la misère et l'exclusion, contre ce que j'ai appelé "l'Inutilité" économique et sociale, contre les violences civiles dont font partie la surexploitation capitaliste. Ce sont aujourd'hui en réalité des fonctions régaliennes des États qui sont jugées mal assurées ».

À coup sûr, il est fondamental de réfléchir dès à présent sur « l'après » dans une perspective de moyen et long termes. Mais il est également impératif et urgentissime de penser au très court terme, à la survie de notre société et à la relance de l'économie. Les décisions déjà prises par les États et les Banques centrales sont des réponses incontestables et importantes et on voit fleurir des réflexions qui s'inscrivent dans cette démarche nécessaire, comme celles de l'Institut Montaigne (<https://www.institutmontaigne.org/publications/rebondir-face-au-covid-19-lenjeu-du-temps-de-travail>) et de la Fondation Ifrap (<https://www.ifrap.org/budget-et-fiscalite/face-au-risque-decroulement-de-notre-economie-le-plan-choc-de-lifrap>), mais on peut regretter que souvent elles s'inscrivent trop dans des moules idéologiques qui limitent leur portée. Et il faut aussi que les réponses apportées à l'urgence du court terme ne conditionnent pas de manière irréversible celles qu'il faudra donner pour construire à moyen et long termes le monde qu'on voudra, démocratiquement. Apporter ces réponses pour ces différents horizons, en veillant à leur cohérence, et en y mettant toute la créativité nécessaire, est une tâche d'autant plus importante et difficile pour la France qu'il faudra faire les diagnostics pour savoir pourquoi notre gestion de crise nous fait risquer un net déclassement par rapport à nos principaux partenaires.

Le mercredi 13, discours extrêmement important pour l'Europe de la chancelière Angela Merkel devant le Bundestag. En effet, elle défend nettement la monnaie unique et plaide pour une plus grande intégration économique et même politique de l'Europe.

Pour la construction européenne, ce discours marquera sans doute un tournant décisif pour la politique allemande sur l'Europe : Angela Merkel répond très clairement à la Cour constitutionnelle de Karlsruhe et définit un nouvel horizon : « il s'agit à présent d'agir en responsabilité et de manière intelligente pour que l'euro puisse subsister. (...) Il va subsister. (...) Cela va nous inciter à faire davantage en matière de politique économique, afin de faire progresser l'intégration. (...) Nous allons à coup sûr nous pencher sur cette question en lien avec ce qu'on appelle le "fonds de relance", car il en va ici de la solidarité européenne et plus la réponse européenne dans ce cadre sera forte, plus la BCE pourra travailler dans un cadre sûr ». Mais Angela Merkel n'a pas encore fait le pas supplémentaire qu'on peut souhaiter : elle ne s'est pas exprimée sur le sort des dettes publiques ; on ne sait donc pas si elle acceptera leur mutualisation ou si elle se contentera de proposer une augmentation de la contribution de l'Allemagne au budget européen ou encore la création de nouvelles ressources propres. On ne sait pas non plus ce que la chancelière entend par une « progression de l'intégration », mais il faut souligner le moment où elle s'est référée à Jacques Delors : « nous ne devons pas oublier ce que Jacques Delors disait avant l'introduction de l'euro : il faut une union politique, une union monétaire ne suffira pas » ; elle sait donc que c'est l'objectif de la zone euro depuis le début et elle reconnaît clairement que « nous n'avons pas suffisamment progressé ». Ces propos sont une indication très importante sur sa conception de l'avenir possible de l'Europe car une union politique implique nécessairement une fédéralisation minimale au niveau du budget et de la gouvernance.

J'accorde personnellement une importance décisive au discours d'Angela Merkel devant le Bundestag : ce 13 mai est pour moi une date qu'il faudra marquer d'une pierre blanche. Car la chancelière ose remettre en cause la stratégie non-coopérative et les doctrines (à commencer par l'ordolibéralisme) qui sont à la base de la politique européenne allemande depuis très longtemps. D'une certaine façon, la décision de la Cour de Karlsruhe, à cause de son impact destructeur pour l'Europe, est totalement contre-productive pour la stratégie qu'elle incarne. Maintenant, et c'est

capital, la position affirmée par Angela Merkel donne au grand plan de refondation de l'Europe présenté par Emmanuel Macron à la Sorbonne le 26 septembre 2017 davantage de chances de devenir un rêve réalisable. À l'époque, le Président français pouvait espérer prendre le leadership en Europe ; mais aujourd'hui, il est beaucoup plus fragile, à l'intérieur et à l'extérieur (surtout que le décrochage économique de la France par rapport à l'Allemagne est de plus en plus manifeste), et, par la portée de son discours, A. Merkel va finir son dernier mandat « en beauté », en réaffirmant en définitive le leadership de son pays. Pourvu que son opinion publique ne la force pas à changer d'avis et qu'elle garde pour cela bien à l'esprit que c'est en définitive son pays qui est l'État membre qui a le plus gagné à être dans la zone euro, et cela depuis plusieurs décennies et, par conséquent, la décision de la Cour de Karlsruhe n'est pas une « menace crédible » ; pourvu aussi que soit circonscrit d'une manière ou d'une autre le risque d'aléa moral que présente effectivement la monétisation des dettes publiques par la BCE, de manière à contrecarrer l'argumentation de la Cour constitutionnelle et à « couper l'herbe sous les pieds » de tous ceux qui, en Allemagne et dans les autres pays « frugaux », craignent de payer pour les « cigales » ; et pourvu enfin que la chancelière profite de la présidence allemande de l'UE à partir de début juillet prochain pour confirmer et prolonger ces très bonnes intentions. Cela dit, le plus important, c'est au bout du compte l'avenir de l'Europe et on peut être aujourd'hui plus optimistes. Cela reconforte les Européistes comme moi, qui ont été si souvent découragés de voir l'Europe multiplier les démonstrations de son incapacité à se comporter avec cohérence et cohésion, avec efficacité et solidarité, que ce soit lors des réunions de l'Eurogroupe et du Conseil européen ou lors de la gestion de la crise sanitaire-économique où triomphe le « chacun pour soi ».

Ce même 13 mai, le Comité pour l'abolition des dettes illégitimes (CADTM) publie un communiqué du 24 avril de la Plateforme d'audit citoyen de la dette en Belgique (ACIDE), « Et la dette, on en fait quoi » (<http://www.auditcitoyen.be/covid-19-et-dette-publique-version-courte/>) qui, avant de faire des propositions intéressantes, rappelle un certain nombre de données : « La situation dramatique dans laquelle nous sommes ne sort pas de nulle part. Elle est la conséquence directe des politiques désastreuses d'austérité qui ont affaibli notre système public de santé, nos services publics et notre sécurité sociale. Entre 2011 et 2018, la Commission européenne a recommandé à 63 reprises aux États membres de l'UE de privatiser certains pans du secteur de la santé ou de réduire les dépenses publiques en matière de santé. (...) Lors de la crise de 2008-2009 provoquée par les banques, tous les principes en vigueur depuis 30 ans affirmant qu'il n'y avait pas d'argent disponible (pour la santé, pour l'éducation, pour la transition écologique, pour lutter contre la précarité et les inégalités) volent en éclat. Les États interviennent massivement pour éviter la faillite aux grandes institutions financières privées. La dette publique passe de 84% du PIB en 2007 à 100% en 2011. Après quelques discours sur la nécessité de mettre fin au capitalisme sauvage (sic) et à la spéculation effrénée, les gouvernements européens exonèrent très rapidement les institutions bancaires et leurs grands actionnaires de leurs responsabilités, pour pointer du doigt les dépenses prétendument irresponsables du secteur public et des ménages, justifiant une nouvelle cure d'austérité...

Si nous laissons faire, le risque est grand de voir ce scénario se renouveler : après une socialisation des pertes, de nouvelles mesures d'austérité, des attaques supplémentaires sur les droits sociaux et la sécurité sociale au nom du retour à la croissance et à la compétitivité, ce qui aggravera encore les inégalités, la précarité et la destruction des écosystèmes ...

En plus de mesures d'urgence pour lutter contre la crise, des mesures doivent être prises pour réduire radicalement la dette publique et ainsi dégager des moyens supplémentaires pour inverser la tendance.

- 1) Instaurer un moratoire sur le paiement de la dette en s'appuyant sur le droit international, notamment sur l'état de nécessité qui permet à un État de renoncer à poursuivre le paiement de la dette lorsque celui-ci l'empêche de répondre aux besoins fondamentaux de sa population. (...)
- 2) Réaliser des audits citoyens de la dette afin d'identifier qui doit être remboursé et qui ne doit pas l'être (sur base de critères de légalité et de légitimité). (...)
- 3) Dégager de nouvelles ressources sans s'endetter. Rétablissement des cotisations sociales ; globalisation des revenus pour le calcul de l'impôt ; réelle lutte contre la grande fraude fiscale ; impôt exceptionnel et/ou structurel sur les gros patrimoines accumulés ; impôts spécifiques sur les entreprises qui ont accumulé le plus de bénéfices durant la pandémie (grande distribution, GAFAMs, big pharma, ...).
- 4) S'endetter autrement. Il est fondamental que la collectivité ne s'endette pas envers n'importe qui, sous n'importe quelles conditions et pour financer n'importe quoi. Comme cela existait auparavant, un "emprunt obligataire" pourrait être mis en place pour les ménages les plus nantis et les entreprises les plus bénéficiaires qui achèteraient des obligations d'État à 0%, voire à taux négatifs, tandis que les ménages à faible patrimoine et gagnant moins de 100.000 euros par an pourraient acheter des bons d'État émis à un taux réel (inflation comprise) de 2%. Cela constituerait une redistribution indirecte de la richesse.
- 5) Permettre à la BCE de prêter directement aux États et d'annuler les dettes publiques qu'elle détient. Le plan "d'urgence" de 750 milliards d'euros ne vise pas à aider les États à faire face à la crise. Il consiste en un programme de rachat des titres de dette publique et privée exclusivement auprès des banques. Plutôt que d'injecter des liquidités gigantesques dans les banques de manière quasi inconditionnelle, en espérant naïvement que celles-ci financeront l'économie réelle, il faut supprimer l'article 123 du Traité de Lisbonne et permettre à la BCE de prêter directement au secteur public à des taux nuls, selon des critères sociaux et écologiques. Mais la BCE doit aller plus loin et décider d'effacer de ses comptes les dettes publiques de la zone euro qu'elle a achetées aux banques privées. (...)
- 6) Passer des paroles aux actes : annulation immédiate et inconditionnelle de la dette des pays du Sud global. La destruction des systèmes de santé publique et de sécurité sociale, l'insalubrité de nombreux logements (2 milliards de personnes vivent dans des bidonvilles à travers le monde), la mainmise néocoloniale sur les politiques locales, sont autant d'éléments qui risquent d'augmenter drastiquement le nombre de morts dans les pays appauvris. Le remboursement de cette dette représente très peu de rentrées financières pour nos États mais énormément de pertes pour ces pays. Elle constitue avant tout un outil de domination. Si ce 13 avril Macron annonçait fièrement que nos États allaient annuler massivement la dette des pays africains, moins de vingt-quatre heures plus tard cette "annulation massive" se transformait en un simple report de paiement pour une partie de cette dette seulement (les sommes dues pour les huit derniers mois de l'année) et pour une petite partie de ces pays. Notre État a de nombreux leviers à sa disposition pour faire appliquer cette mesure, à nous de l'y pousser ».

Le vendredi 15, dans Capital, Marc Touati considère que « l'explosion de la zone euro est possible : compte tenu de l'ampleur de la crise actuelle, la probabilité de ce triste scénario s'accroît de jour en jour ». Il estime en effet que la zone euro se trouve exactement en ce moment à l'intersection de deux maximes : celle de Nietzsche considérant que « tout ce qui ne tue pas nous rend plus fort », et celle, populaire, selon laquelle « à trop tirer sur la corde, elle finit par casser ». Pour l'économiste, « cette crise porte en elle les carences structurelles de la zone euro, qui, pourtant censée constituer un havre de stabilité, s'est finalement engoncée dans la croissance molle, ainsi que dans la fragilité économique, politique, sociale et sociétale. (...) La zone euro est devenue une bulle, c'est-à-dire un fossé entre ses promesses et ses réalisations, constituant par là-même une machine à crises. (...) Basée sur des fondations bancaires, l'UEM n'a jamais été terminée. En effet, cette dernière ne sera crédible que lorsqu'elle sera devenue une "zone monétaire optimale", c'est-à-dire parfaitement unifiée à tous points de vue, comme les États-Unis d'Amérique ou les États-Unis du Brésil par exemple. (...) Le drame est que, depuis quelques années, les peuples et les dirigeants de la zone euro sont devenus de plus en plus réticents à l'idée d'une union fédérale. (...) Il faut donc être clair : sauf si une prise de conscience miraculeuse se produit, notamment en Italie, en France et en Allemagne, afin d'engager

la zone euro vers une harmonisation des conditions fiscales et réglementaires, avec un budget fédéral efficace mais aussi moins de rigidités structurelles, l'UEM telle que nous la connaissons aujourd'hui aura disparu avant 2022. Cela ne signifiera d'ailleurs peut-être pas la fin de l'euro, mais l'avènement d'une zone monétaire plus restreinte, avec une vraie intégration, une véritable union fédérale, des règles strictes et une entraide à toute épreuve. (...) ».

L'opinion de Marc Touati est plus mesurée, et d'une certaine façon aussi moins optimiste que celle que vient de m'inspirer le discours d'Angela Merkel, mais mes lecteurs fidèles auront reconnu dans l'analyse de Marc Touati un leitmotiv qui parcourt tout ce document (voir aussi mon document sur « les paris pour sauver l'euro ») : la zone euro souffre d'un vice congénital dont elle ne pourra se défaire que dans une solution radicale, le fédéralisme. Cela dit, j'entends très bien le point de vue de Marc Touati parce que le propos d'Angela Merkel a besoin de se traduire en actes car, même s'il est très encourageant, il reste encore trop flou. Comme se le demande Eric Maurice, responsable du bureau de Bruxelles de la Fondation Robert Schuman, « Qu'entend-elle par intégration de la zone euro ? Est-elle prête à une réouverture des traités ? À enfin compléter l'union bancaire ? À créer un plus grand budget de la zone euro ? À envisager des eurobonds ? À assumer un mandat plus large de la BCE ? ».

Également le vendredi 15, le Parlement européen vote une résolution sur la révision du budget de l'UE pour l'après-2020 en considérant que le « fonds de relance et de transformation » doit être de 2000 milliards d'euros, à financer « par l'émission d'obligations de relance à longue échéance », et qu'il doit prendre la forme non seulement de prêts mais aussi, et en majorité, de subventions, de paiements directs en faveur de l'investissement et de capitaux propres ».

Pour le texte de la résolution, voir à l'adresse : <https://www.europarl.europa.eu/news/fr/press-room/20200512IPR78912/covid-19-l-ue27-a-besoin-de-2-000-milliards-d-euros-pour-faire-face>

Les dimanche 17 et lundi 18, Le Monde fait paraître 7 articles d'économistes réputés, qui sont tout aussi intéressants et importants les uns que les autres. C'est pourquoi nous allons les envisager les uns après les autres, dans l'ordre de leur publication, et en citer les extraits qui nous semblent les plus significatifs pour la thématique de l'histoire de la zone euro qui nous occupe ici.

Le premier article est de l'économiste américain Jason Furman, qui a dirigé entre 2013 et 2017 le comité des conseillers économiques du Président Barack Obama.

« (...) Pour l'instant, la réponse budgétaire américaine représente 12 % du produit intérieur brut [PIB] pour 2020, avec des financements supplémentaires prévus pour 2021 et au-delà. Il est probable que beaucoup d'autres mesures seront prises par le législateur. Cela ressemble à la façon dont un pays réagit face à une guerre majeure. Les mesures mises en œuvre sont quatre fois plus importantes que la réponse à la crise financière de 2008. Cette dernière est aujourd'hui jugée avoir été trop timide, les déficits se sont finalement avérés moins coûteux que ce que l'on pensait. Rappelons notamment que les taux d'intérêt réels sont négatifs aux États-Unis – ce qui veut dire qu'après ajustement en fonction de l'inflation, le gouvernement remboursera finalement moins que ce qu'il avait alors emprunté.

Sur le court terme, le coût macroéconomique de la dette est donc nul, les États-Unis empruntent dans leur propre monnaie et la Réserve fédérale [Fed, banque centrale américaine] peut, au besoin, maintenir les taux d'intérêt à un faible niveau. La viabilité budgétaire exige qu'une économie rembourse sa dette, de sorte qu'à condition que les mesures de relance soient correctement calibrées, elles soutiendront le PIB et, en définitive, contribueront à la viabilité de la dette.

Sur le long terme cependant, l'effondrement de l'économie entraînera un accroissement substantiel de cette dette. Les États-Unis devront alors évaluer la situation et, une fois la crise sous contrôle, décider de ce qu'il convient de faire. Mais il pourrait être parfaitement envisageable de fonctionner pendant une période prolongée avec une dette équivalente à 150 % du PIB.

La France et l'Allemagne ont des taux d'intérêt encore plus bas qu'aux États-Unis et pourraient disposer d'une plus grande marge de manœuvre budgétaire en raison de leur plus faible niveau d'endettement et de leurs taux d'intérêt plus bas. Mais le problème de l'Europe est que les pays de la

zone euro ne contrôlent pas leur propre politique monétaire. Une coordination de l'expansion budgétaire, de la mutualisation de la dette et, enfin de compte, de la politique budgétaire de la zone euro, serait souhaitable. (...) ».

Le deuxième article est de Michel Aglietta, très souvent cité ici et dans beaucoup d'autres de nos documents, vu l'extrême qualité de ses contributions. Le titre donné à l'entretien qu'il a accordé au journal est déjà à lui seul tout un programme : « La vraie richesse des nations est leur capital public ». « (...) La soutenabilité des dettes publiques n'a rien à voir avec le niveau des dettes, mais tout à voir avec leur coût. Plus précisément, la soutenabilité d'une dette publique dépend de son taux d'actualisation, c'est-à-dire de la différence entre le taux d'intérêt réel moyen payé sur la dette et le taux de croissance de l'économie. Prenons par exemple le cas du Japon, qui a la dette souveraine la plus élevée du monde (238 % du PIB en 2019) mais aussi la plus soutenable, puisque le taux d'intérêt payé sur la dette est nul. En effet, la Banque du Japon cible le taux d'intérêt à long terme pour aplanir l'ensemble de la courbe des taux. Il suffit que le taux de croissance nominal (c'est-à-dire incluant l'inflation) soit supérieur au taux d'intérêt payé sur la dette pour que la soutenabilité soit respectée, tout en permettant un déficit primaire (c'est-à-dire avant paiement des intérêts de la dette) contrôlé, qui peut alors être tourné vers l'investissement public pour soutenir cette croissance.

Toutefois, la question de savoir qui détient la dette est importante. Il faut évidemment qu'elle soit émise en monnaie nationale et détenue par des entités financières résidentes. Au Japon, c'est le système postal, le fonds souverain et les grands investisseurs institutionnels. De plus, quand une banque centrale détient une dette souveraine libellée dans la monnaie qu'elle émet, elle en reverse les revenus qu'elle en tire au Trésor. Cela veut dire que la dette d'un État souverain émettant sa dette dans la monnaie qui participe de la même souveraineté est d'une qualité supérieure à toute dette privée. Il n'en est évidemment pas de même si la dette publique est émise en monnaie étrangère, ou si l'État qui l'émet est défaillant car, en ce cas, les résidents perdent confiance dans leur monnaie.

Les programmes budgétaires pour contenir la crise pandémique et remettre les économies en mouvement conduisent nécessairement à l'émission massive d'obligations souveraines. Les banques centrales acquièrent ces titres à grande échelle. (...) Des obligations de dette souveraine dont le taux d'intérêt est égal à zéro sont équivalentes à la liquidité émise par la banque centrale, comme c'est le cas au Japon. C'est une substitution parfaite dans des conditions de crise. La question qui se pose est une situation à venir, où une banque centrale aurait des raisons macroéconomiques de relever son taux d'intérêt. Peut-il alors y avoir un conflit si la monétisation de la dette publique nécessaire à sa soutenabilité devient contradictoire avec les objectifs macroéconomiques de la politique monétaire ? Ce serait le cas si les conditions macroéconomiques exigeaient que la banque centrale élève les taux d'intérêt pour contenir l'inflation, alors que l'inflation permettrait de baisser la valeur réelle de la dette publique. Mais ce cas est très improbable d'après les scénarios du FMI. (...) En zone euro, les dettes publiques sont nationales et les déficits budgétaires sont disparates : le déficit pourrait atteindre 8,3 % en Italie en 2020, contre 5,5 % en Allemagne ; la dette publique, elle, pourrait atteindre respectivement 155,5 % du PIB et 68,7 % dans les deux pays. Pour poursuivre la logique de monétisation appliquée par la Fed ou la Banque du Japon, la BCE doit agir comme la banque centrale nationale de tous les pays membres.

Le carcan du pacte de stabilité, qui rendait cette stratégie impossible, a été levé par le Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) de 750 milliards d'euros qui autorise la flexibilité d'action de la BCE. En outre, rien n'interdit une augmentation de la taille de ses interventions. En droit européen, un État membre n'a aucun pouvoir sur la BCE. C'est donc sur un plan politique que la Cour constitutionnelle allemande se place pour rappeler la doctrine ordolibérale où la dette publique est maléfique et où la banque centrale énonce une norme monétaire. (...) ».

Le troisième article est signé par Jean-Luc Gaffard, qui nous demande d'être patients : « (...) Aux économistes classiques impénitents, l'acceptation d'un surcroît important de dette publique est apparue comme devant être conditionnée à un usage d'urgence, en gardant le souci de revenir vite à la sagesse comptable – ce qui, inévitablement, a fait resurgir le débat européen entre prétendues fourmis et prétendues cigales. En appelant à la transition écologique et aux relocalisations, les défenseurs de l'environnement voient dans la crise sanitaire une validation de leur discours et une opportunité de le concrétiser immédiatement.

Ces discours ont un point commun : ils font l'impasse sur le temps nécessaire aux adaptations réussies. Avoir foi dans la conversion d'une épargne forcée en dépenses courantes, qui garantirait un surcroît d'activité pendant les mois à venir, ne tient compte ni de l'incertitude des ménages quant à leurs revenus et emplois futurs qui les inclinerait à la prudence, ni des limites de capacités de production des entreprises qui ne peuvent utiliser leurs équipements au-delà de la normale et font face à la rupture de chaînes d'approvisionnement longues à reconstituer.

Cantonner l'endettement public à des besoins immédiats de dépenses supposées non récurrentes, alors que dettes et besoins de financement du secteur privé seront durablement élevés, fait des enchaînements potentiellement catastrophiques. Revendiquer d'agir plus fort et plus vite en matière de transition écologique et de relocalisation ne tient pas compte des destructions brutales de capital productif et d'emplois qui en seraient la conséquence, comme si les créations nouvelles pouvaient s'y substituer presque instantanément et sans coût excessif : ce serait le plus sûr moyen, non seulement d'accélérer la spirale de la récession (voire de la dépression), mais aussi de discréditer l'objectif écologique auprès de la population. (...) ».

Le quatrième article est écrit par J. Gadrey, F. Jany-Catrice, D. Méda, P. Viveret et C. Whitaker : « Se libérer du PIB pour mesurer ce qui compte vraiment » est son titre.

« Le contexte de la crise sanitaire actuelle fait resurgir, avec plus de force qu'en 2009, des questionnements semblables sur "ce qui compte vraiment", sur "les vraies richesses", titre du livre de Jean Giono paru en 1936. Pour la première fois, on assiste dans le débat public à des réévaluations symboliques allant à rebours de la hiérarchie des valeurs dominantes. Ces réévaluations nous disent qu'il existe des biens et services essentiels, des métiers, majoritairement exercés par des femmes, relégués en bas de l'échelle des revenus, des qualifications et du prestige, qu'il faut nettement revaloriser et développer, et d'autres dont l'utilité pour la société est discutable ou négative.

Elles nous disent qu'à cet égard les services publics sont précieux. En dépit d'un affaiblissement politiquement organisé depuis plusieurs décennies, ils apparaissent dans la crise comme le patrimoine de ceux qui n'en ont pas et comme la colonne vertébrale qui fait tenir debout une société affaiblie.

Elles nous disent qu'il est suicidaire de laisser l'hypercapitalisme mondialisé – sous la forme du fondamentalisme marchand ou d'un capitalisme nationaliste et autoritaire – et les accords de libre-échange nous priver d'une autonomie (alimentaire, sanitaire, énergétique...) vitale.

Elles nous disent que la coopération et la solidarité sont aux sociétés humaines ce que la biodiversité est au vivant : ce qui permet de surmonter les chocs. Leur réévaluation actuelle est attestée par le sentiment douloureux de "manque" de relations avec des proches, par des pratiques d'entraide quotidienne, et par l'acceptation partagée de se soumettre à la violence du confinement – dont certaines modalités répressives et inégalitaires sont cependant contestables – pour soi, mais surtout pour les autres.

Elles nous disent enfin que, sans réorientation radicale de la production et de la consommation dans le sens d'une sobriété sélective, d'autres épidémies dramatiques sont certaines et que le désastre climatique en cours sera bien pire. L'urgence sanitaire n'a pas fait oublier l'urgence écologique et climatique, comme en témoigne la "contribution de la convention citoyenne pour le climat au plan de sortie de crise".

Pour l'instant, ces réévaluations, bien présentes dans le débat public, y compris de la part du président de la République, ne se sont pas traduites en actes politiques forts. (...) ».

Le cinquième article, écrit par Bruno Alomar, insiste sur la nécessité pour l'UE de définir une politique énergétique européenne à la fois ambitieuse et réaliste. « (...) Dans le domaine énergétique comme dans beaucoup d'autres, l'UE doit trouver une ligne de crête entre des objectifs ambitieux et le temps nécessaire aux transitions, sans lequel nous fragiliserions à l'excès nos industries, nos emplois et, in fine, le projet européen. (...) ».

Dans le sixième article, Dominique Plihon propose de « réinventer la planification » : « (...) La plupart des pays avancés se caractérisent par l'absence d'institutions tournées vers le long terme. Dans le domaine financier, il y a un déficit d'investisseurs de long terme susceptibles de contribuer efficacement au financement de la transition. Et dans le domaine écologique, la planification stratégique est absente, alors que cette démarche existe dans les grandes entreprises.

La Suède fait exception car elle s'est dotée d'un système de planification écologique décentralisé. (...) La planification, qui a fonctionné en France de 1946 jusque dans les années 1990, doit également

nous inspirer quelques leçons. À la différence de la planification dirigiste qui prévalait alors dans les pays du bloc soviétique, la planification française était indicative. L'idée était que, étant élaborés dans le cadre d'un débat et d'une concertation entre les partenaires politiques, économiques et sociaux et sous l'égide de l'État, les objectifs de la planification s'imposeraient d'eux-mêmes. La planification a joué un rôle important dans la reconstruction de notre économie après la seconde guerre mondiale. Ne sommes-nous pas aujourd'hui dans une situation comparable à celle de 1946, où nous devons programmer la reconfiguration de notre appareil de production et énergétique face aux impératifs de la transition écologique ? La planification française avait été qualifiée de "réducteur d'incertitude". La planification écologique ne serait-elle pas un moyen efficace de réduire l'incertitude sur l'avenir, dont l'une des causes est l'absence de visibilité sur les politiques publiques futures face au changement climatique ? Bien entendu, il faudra adapter la planification écologique à la société de ce début de 21^{ème} siècle. À l'instar du modèle suédois, dans lequel l'échelon local et régional joue un rôle-clé, il sera crucial de décentraliser la planification et les politiques publiques au niveau des territoires. (...) ».

Le septième et dernier article correspond à la chronique de Jean Pisani-Ferry. Il porte sur l'annulation de la dette et tente de démontrer qu'il s'agit d'une mystification. « (...) Nombreux sont ceux qui prônent, soit de rayer d'un trait de plume les obligations publiques détenues par la BCE ; soit, ce qui revient au même, de les convertir en une dette perpétuelle non rémunérée ; soit encore, ce qui n'est pas très différent, de les échanger contre des titres à 50 ans assortis de taux zéro. Cela permettrait, dit-on, d'alléger sans coup férir le fardeau de la dette.

Le sujet ne doit pas être tabou. Dans le jargon des financiers, l'annulation s'appelle restructuration, et bien des pays s'y sont résolus, faute de pouvoir honorer leurs échéances. L'opération n'est pas mortelle, mais elle est douloureuse parce qu'elle appauvrit les épargnants, détruit les banques et dégrade la réputation financière du pays. C'est pourquoi c'est une solution de dernier ressort. Mais ce n'est pas cela que prônent les avocats de l'annulation. Ils présentent l'affaire comme un tour de magie monétaire qui ne coûterait rien à personne.

C'est une mystification. Supposons que la BCE, qui détient aujourd'hui plus de 2 000 milliards d'euros d'obligations publiques, décide de les échanger contre une obligation perpétuelle non rémunérée. Les États, qui sont aussi ses actionnaires par leurs banques centrales, s'allégeraient d'une dette, mais aussi, et pour un même montant, du flux des futurs dividendes qui leur reviennent aujourd'hui par les banques centrales. Ils ne seraient à l'arrivée ni plus riches ni plus pauvres. Car la BCE, qui leur appartient, serait toujours endettée à l'égard des détenteurs d'actifs monétaires. La dette du secteur public (Etats + BCE) resterait la même (« Monétisation : Do Not Panic », Olivier Blanchard et Jean Pisani-Ferry, Vox EU, 10 avril 2020).

Alléger la dette pour de bon supposerait de dévaloriser ces actifs monétaires. Et pour cela il y a un moyen bien connu (quoique un peu oublié) : l'inflation. Si la BCE s'engageait à ne pas augmenter les taux d'intérêt le jour lointain où l'inflation sera de retour, alors elle réduirait, vraiment, le poids de la dette. Cela s'appelle la monétisation et c'est simplement une autre forme de restructuration, subreptice mais plus injuste car elle atteint les petits épargnants.

Peut-être devons-nous demain choisir entre restructuration et monétisation. Ou peut-être leur préférons-nous une expropriation des détenteurs d'assurance-vie par la taxation. Ou bien nous opterons pour la répression nancière, en forçant les ménages à détenir de l'épargne sous-rémunérée. Il n'y a là que des technologies alternatives pour États impécunieux. Aucune n'est indolore, mais elles ne font pas payer exactement les mêmes.

Annuler la dette, c'est toujours en transférer le fardeau à d'autres. C'est un choix social. (...) ».

Remarque : dans une tribune publiée le 20 mai, Pierre Khalfa - économiste, membre d'Attac et de la Fondation Copernic - répond à Jean Pisani-Ferry de manière très directe. Il évoque d'abord plusieurs questions que l'on peut qualifier d'annexes pour se concentrer sur celle de l'annulation de la dette publique que détient la BCE. Selon P. Khalfa, J. Pisani-Ferry s'oppose à cette solution en avançant deux arguments « assez curieux » :

« Le premier tient au fait que si la BCE annule la dette publique qu'elle possède, les États se priveraient, "pour un même montant, du flux des futurs dividendes qui leur reviennent aujourd'hui par les banques centrales" et, nous dit-il, "ils ne seraient à l'arrivée ni plus riches ni plus pauvres". Mais d'où proviennent ces dividendes ? La BCE, dans la pratique les banques centrales nationales,

possède des titres publics sur lesquels l'État paie des intérêts. Mais elle rembourse aux États la quasi-totalité des intérêts qu'ils ont versés sur ces titres. C'est donc une opération à somme nulle et l'annulation de la dette par la BCE n'y changera rien.

Le second argument est encore plus curieux. Jean Pisani-Ferry affirme que l'annulation de la dette publique par la BCE ne changera rien car *“la dette du secteur public [États + BCE] resterait la même”*. Or, contrairement à un État, une banque centrale ne s'endette que par rapport à elle-même car elle a un pouvoir illimité de création monétaire, ce qui veut dire qu'elle n'a pas de contrainte ni de capital ni de rentabilité. Elle ne s'endette donc pas, elle crée ex nihilo de la monnaie et elle peut le faire tant que les citoyens et les citoyennes continuent à accorder leur confiance à la monnaie en question – dans le cas de la zone euro, tant que cette dernière n'est pas menacée d'un éclatement imminent ou que l'hyperinflation relève d'un passé révolu – et tant qu'un système productif est à même de produire les biens et services nécessaires. Parler par conséquent d'une *“dette du secteur public”* n'a pas de sens. L'annulation des dettes publiques détenues par la BCE n'aurait donc aucune conséquence économique. L'idéal serait d'ailleurs que la BCE rachète l'ensemble des dettes publiques et les annule d'une façon ou d'une autre. Évidemment, cela suppose, et c'est le problème majeur, un accord politique au sein de la zone euro. (...) Il s'agit donc d'une décision politique et non pas d'une impossibilité économique, comme Jean Pisani-Ferry veut nous le faire croire. ».

Sur cette question de l'annulation des dettes publiques détenues par la BCE pour favoriser la sortie de crise, il est remarquable de constater les divergences de points de vue qui s'expriment sur Twitter à ce sujet en cette deuxième quinzaine de mai. Ces divergences de diagnostics et de thérapeutiques me rappellent inmanquablement celles que l'on constate dans le monde médical à propos du Covid-19... !

Personnellement, j'ai du mal à comprendre que J. Pisani-Ferry, dont la réputation n'est plus à faire, puisse parler de « mystification » (et Henri Sterdyniak de « solutions magiques ») parce que les raisonnements que tiennent notamment Hubert de Vauplane, Nicolas Dufrène, Alain Grandjean, Patrick Artus, Michel Aglietta, ... (voir plus haut) sont tout-à-fait sérieux. De plus, s'il s'agissait vraiment d'une mystification, celui qui a piloté le conseil économique du candidat Macron aurait démontré que les décisions du Président Macron pour sortir la France de la crise et pour refonder l'Europe vont se heurter à beaucoup de difficultés.

Le lundi 18, nouvelle date à marquer d'une pierre blanche pour l'avenir de la zone euro et de l'Union européenne. En effet, **le Président Macron et la Chancelière Merkel sont parvenus à une position et à une décision communes, détaillées dans la déclaration commune suivante**, que nous donnons in extenso étant donné son importance (<https://www.elysee.fr/admin/upload/default/0001/07/d4fe338244d28de018c5bf0c538c83c337285d0e.pdf>) :

« La crise actuelle est inédite dans l'histoire de l'Union européenne. Aucune façon de vivre, aucun emploi, aucune entreprise ne sont épargnés par ce choc mondial. Alors que nos sociétés et nos économies sont en train de sortir du confinement, des incertitudes considérables demeurent. Cependant, notre objectif est clair : l'Europe surmontera cette crise ensemble et en sortira plus forte. Nos efforts conjoints sont guidés par notre volonté de parvenir à une relance durable pour l'UE. Nous, la France et l'Allemagne, sommes pleinement déterminées à assumer notre responsabilité pour l'Union européenne et nous contribuerons à ouvrir la voie pour sortir de la crise.

À cette fin, nous devons plus que jamais mettre à profit la puissance que nous tirons de notre action conjointe en tant qu'Européens et unir nos forces de façon inédite.

Nous devons aussi mener une réflexion approfondie sur les leçons à tirer de cette crise. La Conférence sur l'avenir de l'Europe sera l'occasion d'ouvrir un vase débat démocratique sur le projet européen, ses réformes et ses priorités.

La France et l'Allemagne proposent les mesures suivantes.

1. RENFORCER NOTRE SOUVERAINETÉ SANITAIRE STRATÉGIQUE PAR UNE “STRATÉGIE SANTÉ” DE L’UE

Notre réponse à la crise actuelle et aux futures crises sanitaires doit s'appuyer sur une nouvelle approche européenne reposant sur la **souveraineté sanitaire** stratégique. Nous appelons de nos vœux une **industrie sanitaire européenne ayant un positionnement stratégique** qui améliorera la dimension européenne des systèmes de santé et réduira la dépendance de l'UE, dans le plein respect de la responsabilité des États membres. Par conséquent, nous devons :

- augmenter nos capacités de recherche et développement dans le domaine **des vaccins et des traitements**, ainsi que la coordination et le financement au niveau international (Initiative ACT-A), avec l'objectif à court terme de **mettre au point et de fabriquer un vaccin contre le coronavirus au sein de l'Union européenne**, tout en garantissant un **accès mondial** à ce vaccin ;
- mettre en place des **stocks stratégiques communs** de produits pharmaceutiques et médicaux (équipements de protection, kits de tests...) et développer les **capacités de production** de ces produits **dans l'Union européenne** ;
- coordonner les politiques européennes en matière de **marchés publics communs** pour les vaccins et traitements futurs (par exemple, **la fabrication et le stockage de futurs vaccins** potentiels) afin de **parler d'une seule voix face à l'industrie pharmaceutique** et de garantir **un accès européen et mondial** plus efficace ;
- mettre en place une « **task-force** » de l'UE chargée de la **santé** au sein du **Centre européen de prévention et de contrôle des maladies** et la charger, aux côtés des institutions nationales, d'élaborer des **plans de prévention et de riposte** face aux futures épidémies ;
- définir des **normes européennes** communes en matière d'interopérabilité des données sanitaires (par exemple une **méthodologie harmonisée** permettant de disposer de statistiques comparables sur les cas lors d'épidémies).

2. CRÉER UN “FONDS DE RELANCE” AMBITIEUX AU NIVEAU DE L’UE POUR LA SOLIDARITÉ ET LA CROISSANCE

Pour soutenir une **reprise durable** qui rétablit et renforce la croissance dans l'UE, l'Allemagne et la France soutiennent la création d'un **Fonds de relance** ambitieux, temporaire et ciblé, dans le cadre du **prochain cadre financier pluriannuel** (CFP), et une augmentation du CFP concentrée sur ses premières années. Compte tenu du caractère exceptionnel des difficultés que la pandémie de COVID-19 fait peser sur les économies dans l'ensemble de l'UE, la France et l'Allemagne proposent d'autoriser la Commission européenne à financer ce soutien à la relance en **empruntant sur les marchés au nom de l'UE** sur une base juridique respectant pleinement le Traité européen, le cadre budgétaire de l'UE et les droits des parlements nationaux.

- **Le Fonds de relance sera doté de 500 milliards d'euros en dépenses budgétaires de l'UE** pour les secteurs et régions les plus touchés, sur la base des **programmes budgétaires de l'UE et dans le respect des priorités européennes**. Il renforcera la résilience, la convergence et la compétitivité des économies européennes, et accroîtra les **investissements, notamment dans les transitions écologique et numérique** et dans la recherche et l'innovation.
- Les financements du Fonds de relance seront ciblés sur les difficultés liées à la pandémie et sur ses répercussions. Il s'agira d'un complément exceptionnel, **intégré dans la décision relative aux ressources propres, avec un volume et une date d'expiration clairement spécifiés**, et qui sera lié à un plan de remboursement contraignant au-delà du prochain CFP sur le budget de l'UE.
- **Un accord d'ensemble rapide sur le CFP et le Fonds de relance est nécessaire** pour faire face aux grands défis que l'UE doit relever. Les négociations s'appuieront sur les progrès réalisés jusqu'en février. Nous nous efforcerons de fournir l'effort budgétaire lié à la crise du coronavirus dès que possible.

- **Ce soutien à la relance complète les efforts nationaux et la série de mesures arrêtée par l'Eurogroupe** ; elle s'appuiera sur un engagement clair par les États membres d'appliquer des politiques économiques saines et un **programme de réformes ambitieux**.
- **L'amélioration du cadre européen pour atteindre une fiscalité équitable dans l'UE demeure une priorité**, notamment en introduisant une **taxation minimale** effective et une **taxation équitable de l'économie numérique** au sein de l'Union, s'appuyant idéalement sur des conclusions fructueuses des travaux de l'OCDE, ainsi que la mise en place d'une assiette commune pour l'impôt sur les sociétés.

3. ACCÉLÉRER LES TRANSITIONS ÉCOLOGIQUE ET NUMÉRIQUE

Il est temps de donner un coup d'accélérateur à la modernisation de l'économie et des modèles économiques européens. Dans cet esprit, **nous réaffirmons que le « pacte vert » pour l'Europe (Green Deal) constitue la nouvelle stratégie de croissance de l'UE** et notre feuille de route pour une économie prospère et résiliente sur la voie de la neutralité carbone d'ici à **2050**. En parallèle, nous devons **accélérer la transition numérique** en transformant les tendances ayant émergé pendant la crise en un progrès et une souveraineté numérique durables. À cette fin, nous devons :

- **augmenter les objectifs de l'UE en matière de réduction des émissions pour 2030**, de façon coordonnée avec un ensemble de mesures efficaces pour éviter les « fuites de carbone ». La proposition annoncée par la Commission concernant un mécanisme d'ajustement des émissions de carbone aux frontières permettra de compléter les instruments existants en conformité avec les règles de l'OMC. Les règles relatives aux aides d'Etat doivent être revues à l'aune d'une politique climatique plus ambitieuse et des risques de fuite de carbone ;
- soutenir l'introduction d'un **prix minimum du carbone** au sein du Système d'échange de quotas d'émission de l'UE (ETS) et travailler à mettre en place un futur **ETS européen pour tous les secteurs** ;
- élaborer pour chaque secteur **une feuille de route pour une reprise respectueuse de l'environnement** incluant, là où c'est nécessaire, des **cibles et/ou des conditionnalités en matière de climat et d'environnement** ;
- **accélérer la transformation numérique**, notamment par le déploiement de la 5G, des efforts visant à obtenir des infrastructures et des technologies de cybersécurité sûres et fiables, la gestion de l'identité numérique, un cadre favorable à l'intelligence artificielle ainsi qu'une **régulation juste pour les plateformes numériques** dans l'UE.

4. ACCROÎTRE LA RÉSILIENCE ET LA SOUVERAINETÉ ÉCONOMIQUES ET INDUSTRIELLES DE L'UE ET DONNER UN NOUVEL ÉLAN AU MARCHÉ UNIQUE

L'intégration forte au sein du marché unique est la garantie de notre prospérité. Le redémarrage de l'économie européenne et son adaptation aux défis qu'elle rencontrera dans l'avenir nécessite **une économie et une base industrielle résilientes et souveraines**, ainsi qu'un **marché unique robuste**. Des marchés ouverts et un commerce libre et équitable sont un élément essentiel de la solution. Par conséquent, nous devons :

- **soutenir la diversification des chaînes de valeur** en promouvant un **agenda commercial ambitieux et équilibré**, articulé autour de l'OMC, intégrant de nouvelles initiatives, notamment dans le domaine du commerce des **produits de santé**, renforcer nos **mécanismes anti-subsidations** [des pays tiers], faire en sorte qu'il existe une **réciprocité réelle pour les marchés publics** avec les pays tiers et **renforcer le contrôle des investissements aux niveaux national et européen** pour les investisseurs non européens dans les secteurs stratégiques (notamment santé, médicaments, biotechnologies...), tout en **encourageant des investissements (re)localisés dans l'UE** ;
- adapter la stratégie industrielle de la Commission à la reprise, en particulier **moderniser la politique européenne de concurrence** en accélérant l'**adaptation des règles en matière**

d'aides d'Etat et des règles de concurrence ainsi que la mise en œuvre des **projets importants d'intérêt européen commun** [permettant des aides européennes] ;

- garantir le **retour rapide à un marché unique pleinement fonctionnel** et **approfondir encore ce dernier** au moyen d'une **nouvelle feuille de route visant à créer un marché totalement intégré** dans les domaines prioritaires (numérique, énergie, marchés financiers en particulier) avec des jalons clairs et un agenda législatif accéléré ;
- faire en sorte que **l'espace Schengen fonctionne pleinement**, en améliorant les obligations de coordination entre les États membres en temps de crise et en **renforçant les frontières extérieures communes** ;
- renforcer la **convergence sociale** et accélérer les discussions sur le cadre de l'UE pour un **salairé minimum** adapté aux situations nationales ».

Ce texte révèle des idées novatrices et ambitieuses, car sont proposés :

- *une souveraineté européenne en matière sanitaire. Cela est nouveau et donne à l'UE une compétence de plus qui était jusqu'à maintenant du ressort national ;*
- *un « fonds de relance » qui nous rapproche nettement d'une mutualisation des dettes puisque ce fonds (de 500 milliards d'euros qui se rajouteraient donc aux 500 milliards déjà décidés par l'Eurogroupe) serait financé par des emprunts faits par la Commission européenne au nom de l'UE et serait ensuite versé, au travers du budget européen, sous forme non pas de prêts mais de subventions, aux pays et secteurs qui sont les plus touchés par la crise actuelle ; il serait remboursé par l'ensemble des États membres en fonction des clés de répartition habituelles : il y aurait donc bien des transferts ; c'est un grand pas vers la mutualisation des dettes sans pour autant parler de « coronabonds »" ;*
- *la croissance européenne de « l'après » serait portée par les transitions écologique (réaffirmation du « Green Deal ») et numérique (déploiement de la 5G) ;*
- *un renforcement du marché unique, et une économie et une industrie plus résilientes et souveraines pour lesquelles sont évoquées les notions de relocalisation, de contrôle des investissements étrangers, de modernisation de la politique de concurrence, d'amélioration du fonctionnement de l'espace Schengen et, point important, de convergence sociale.*

Ce texte est fondamental pour l'avenir de l'Union européenne, de la zone euro et de tous les États membres. C'est une preuve supplémentaire pour l'histoire de la construction européenne que l'Europe fait des pas en avant, voire des bonds en avant, quand elle est au pied du mur ; mais mieux vaut tard que jamais ! Des commentateurs annonçaient ces temps-ci le risque de voir l'Europe sombrer sous les coups de butoir du Covid-19 et de ses conséquences économiques et sociales, mais, comme on l'a dit plus haut, ce satané virus est aussi, d'une certaine façon, un « lanceur d'alerte » à la fois économiquement, écologiquement et politiquement pour notre vieux continent. E. Macron est partisan de la souveraineté européenne depuis longtemps, et A. Merkel, consciente de la responsabilité majeure de son pays dans la sauvegarde des acquis européens accumulés depuis tant d'années ainsi que du risque que courrait son propre pays si l'Europe se disloquait, est décidée à passer outre la difficulté politico-financiaro-juridique soulevée par la décision de sa Cour constitutionnelle (voir quelques pages plus haut le commentaire personnel que j'ai fait de la déclaration d'A. Merkel à la suite de cette décision ; D. Cohn-Bendit a raison de dire que « si l'Europe s'effondre, ce sera un suicide allemand » et quand Angela Merkel dit que « l'Allemagne ne s'en sortira bien que si l'UE s'en sort bien », elle rejoint ce que disait son prédécesseur Helmut Schmidt lors de son dernier discours, en décembre 2011 devant son parti, le SPD : « l'Allemagne a besoin de l'intégration européenne, ne serait-ce que pour nous protéger de nous-mêmes »). Tous deux ont donc réussi en très peu de temps à sauver la situation, et de belle manière parce que leur texte est très prometteur à plus d'un titre. Comme l'a tweeté tout de suite Henrik Enderlein, directeur du Centre Jacques Delors de Berlin, « nous n'avons jamais été aussi près d'un moment

hamiltonien pour l'Europe » (voir plus haut, à la date du 1^{er} avril, la conclusion d'Éric Chaney et notre commentaire qui suit). Cet accord entre Paris et Berlin constitue un progrès incontestable sur la voie du fédéralisme européen. Notons que l'on peut parler autant de moment « rooseveltien » qu'hamiltonien quand on se souvient que c'est Roosevelt qui, au début des années 1930, lors de la fameuse crise, organise pour la 1^{ère} fois des transferts entre États fédérés alors que le dollar est la monnaie des États-Unis depuis 130 ans. L'Europe n'en est pas aussi loin mais l'avancée est malgré tout considérable.

Le changement de position de l'Allemagne et de sa chancelière joue donc un rôle décisif dans l'évolution actuelle de la situation de l'UE et de la zone euro. Soulignons que ce changement de position n'est cependant ni soudain ni impromptu : les nouvelles générations d'économistes en Allemagne développent depuis maintenant plusieurs années des analyses beaucoup moins imprégnées du dogme budgétaire que celles de leurs prédécesseurs et, se rendant compte de l'insuffisance des investissements publics, notamment pour moderniser les infrastructures, ils défendent des politiques que d'aucuns qualifieraient volontiers de keynésiennes.

Cela dit, il est sans doute nécessaire d'étudier de manière plus approfondie les tenants et aboutissants de certaines stratégies esquissées. Il en est par exemple ainsi de la politique industrielle de « relocalisation », dans la mesure où, comme le pense Isabelle Méjean, économiste spécialiste de la question, « le problème de la fragmentation des chaînes de production ne provient pas de la distance géographique, mais du niveau de concentration. Relocaliser la production de gants chirurgicaux de Malaisie (qui en fabrique 55% de la production mondiale) en Slovaquie ne résoudra pas mécaniquement le problème qui nous concerne aujourd'hui. La fragilité sera la même. Il convient au contraire de diversifier les sources d'approvisionnement pour réduire notre exposition à des risques spécifiques à certains pays ou à certaines entreprises ». Comme le dit bien I. Méjean (*Le Monde*, 24 mai), « la spécialisation et la production à grande échelle génèrent des bénéfices économiques importants. C'est ce qui permet aux consommateurs d'avoir accès à des biens sophistiqués à un coût faible. À l'inverse, si on revient en arrière, pour construire des chaînes de valeur moins fragmentées et plus résistantes aux chocs, les coûts de production vont augmenter, et le consommateur paiera la note. La question, autant politique qu'économique, est donc celle de l'arbitrage entre le prix des biens et la solidité du système. De plus, étant donné les coûts de production français comparés non seulement à ceux des pays émergents mais aussi à ceux de nos partenaires/concurrents européens, la « relocalisation » est une stratégie qui est non seulement particulièrement coûteuse mais aussi en grande partie inadaptée : il vaudrait mieux s'attaquer au défaut principal de notre offre productive qui est de ne pas être suffisamment compétitive à la fois en termes de coûts et de qualité de gammes de produits. D'une certaine façon, l'intérêt de toute relocalisation doit être apprécié comme si on était un investisseur étranger prêt à investir chez nous, en utilisant par exemple le paradigme OLI proposé par John Dunning en 1981. On peut aussi espérer que la crise actuelle donne l'occasion de fonder une véritable politique industrielle européenne : cela permettrait d'adopter la vision géopolitique qui convient. Car si un « made in

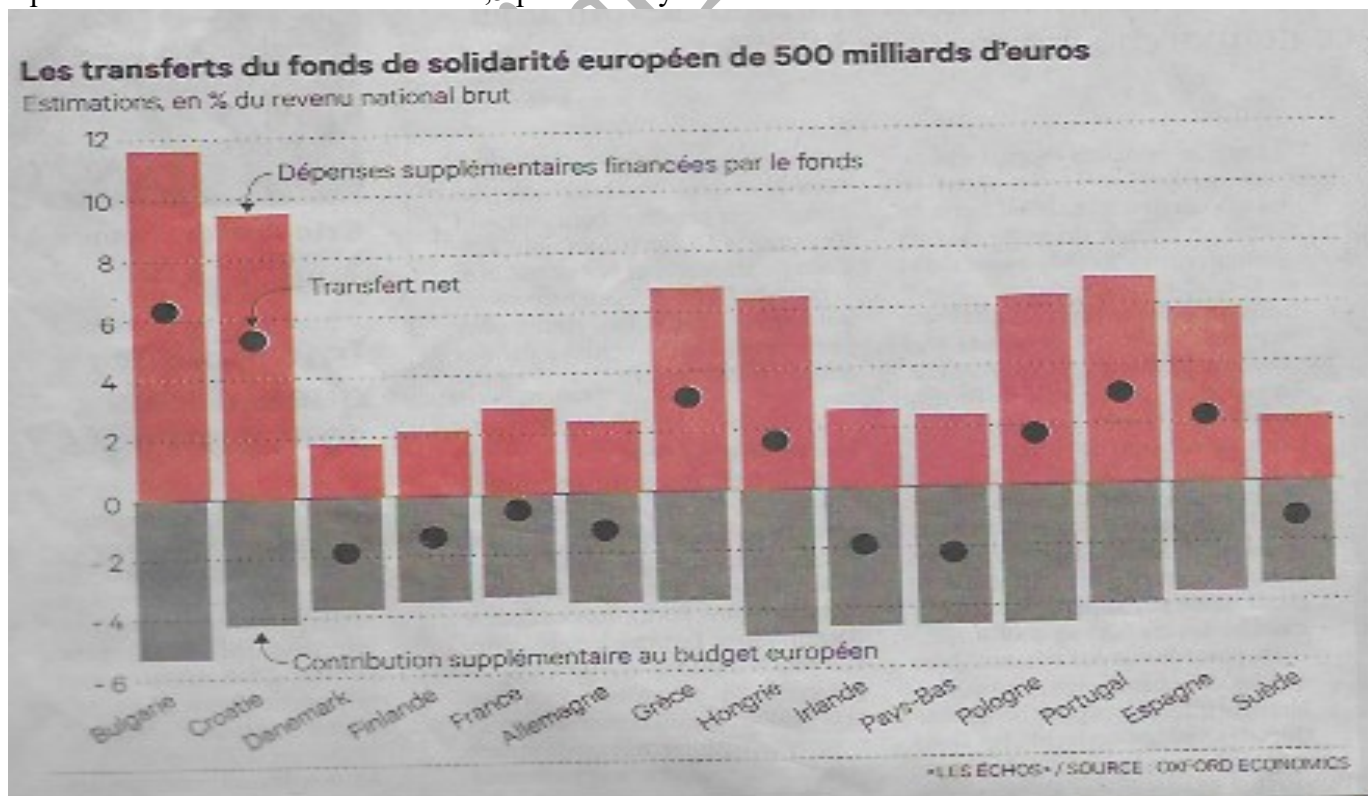
L'EURO

France » généralisé n'est pas raisonnable, un « made in Europe » serait nettement préférable car, sur le plan économique, il faut un marché à l'échelle européenne et, sur le plan politique, le protectionnisme et le chacun pour soi seraient mortels pour l'UE.

Il faut ardemment souhaiter que leur proposition ait l'assentiment de tous les autres partenaires européens ; ce qui n'est pas évident quand on lit le tweet envoyé très vite par le chancelier autrichien qui, après s'en être entretenu avec les dirigeants du Danemark, des Pays-Bas et de la Suède, déclare que leur position n'a pas changé, qu'ils sont toujours favorables à une solution de prêts faits aux pays les plus touchés et à une mise à jour du budget à long terme pour l'UE pour la période 2021-2027. Christine Lagarde et Ursula von der Leyen ont bien sûr exprimé de leur côté une grande satisfaction.

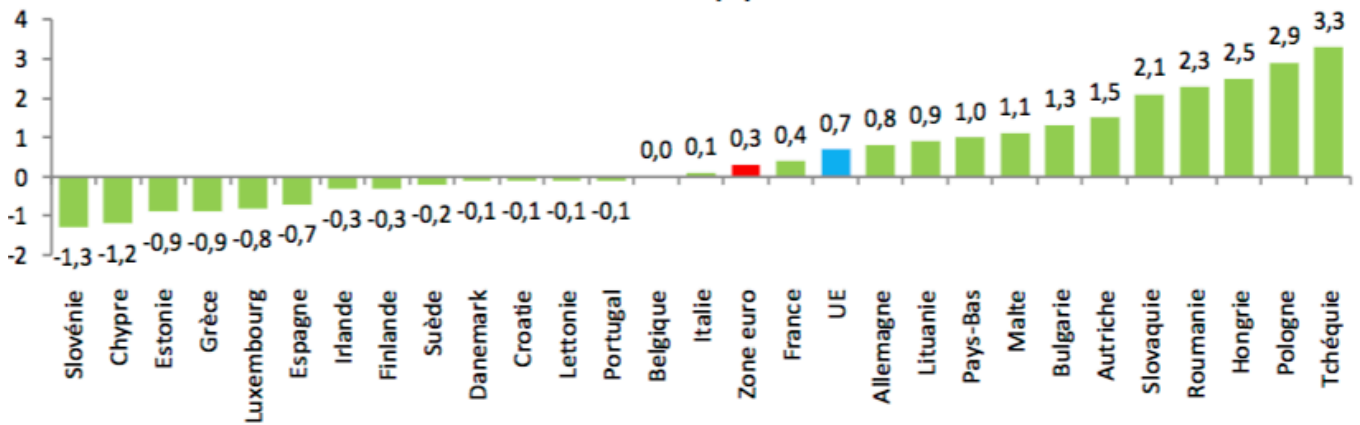
Mardi 19, la « proposition Macron-Merkel » continue à susciter beaucoup de commentaires et de prises de position, les unes favorables mais aussi, les autres, défavorables. Ces dernières sont bien entendu soutenues par les pays « frugaux » du Nord, qui malgré leur souci de se montrer solidaires, refusent l'idée de subventions-transferts et en restent à celle de prêts (donc à rembourser par ceux qui en bénéficient). Cela explique sans doute pourquoi la Commission de Bruxelles, attachée à trouver une solution qui fasse consensus, propose un « mix » de prêts et de subventions (dans le rapport 32/5 et 3/5 ?). Pour y voir plus clair, il faut attendre le 27 de ce mois pour connaître la proposition que la Commission va faire pour le budget 2021-2027, par rapport à laquelle le Conseil européen devra prendre position à l'unanimité.

Remarque : le Cabinet Oxford Economics vient de tenter de chiffrer le bilan comptable pour les différents États membres des 500 milliards d'euros de la « proposition Macron-Merkel ». On relève notamment les résultats suivants pour le transfert net, en % du revenu national brut : +6,5 pour la Bulgarie, +5,5 pour la Croatie, +3 pour la Grèce et le Portugal, +2,5 pour l'Espagne, +1,5 pour la Hongrie et la Pologne, - 0,5 pour la France, -1 pour la Suède et l'Allemagne, -1,5 pour la Finlande, - 2 pour le Danemark et l'Irlande et - 2,5 pour les Pays-Bas.



Mercredi 20, publication par Eurostat d'un certain nombre de statistiques :

Taux d'inflation annuel (%) en avril 2020

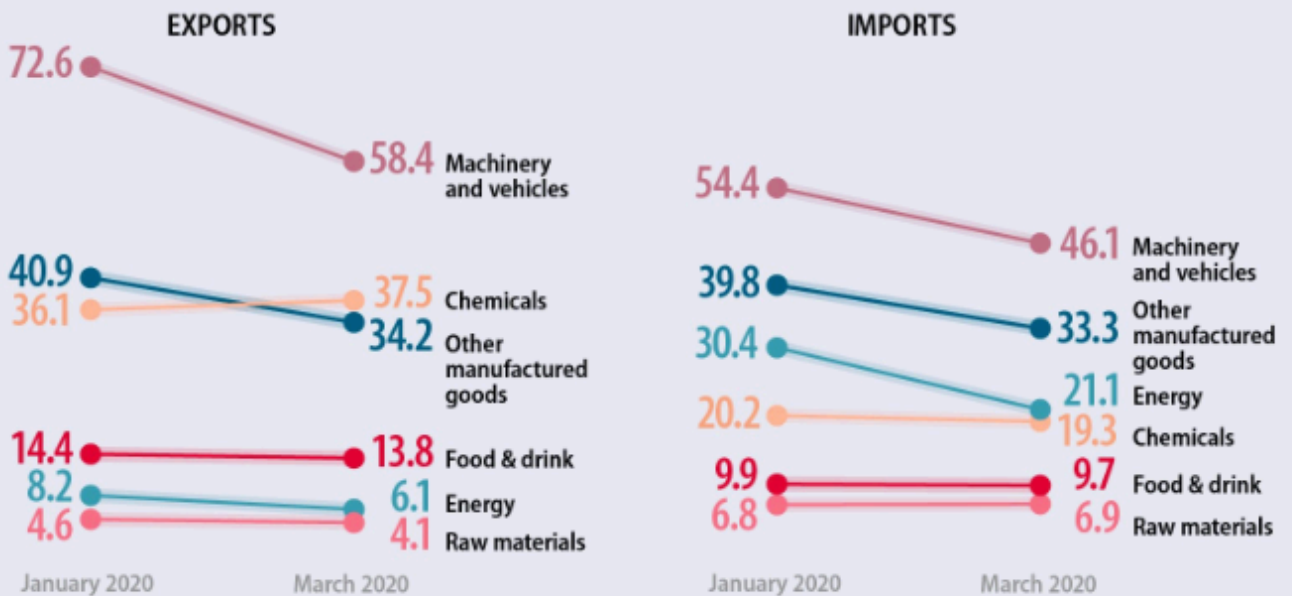


ec.europa.eu/eurostat

« En avril 2020, un mois marqué par des mesures de confinement liées au COVID-19 dans tous les pays, le taux d'inflation annuel de la zone euro s'est établi à 0,3%, contre 0,7% en mars. Un an auparavant, il était de 1,7%. Le taux d'inflation annuel de l'Union européenne s'est établi à 0,7% en avril 2020, contre 1,2% en mars. Un an auparavant, il était de 1,9% ».

Extra-EU imports and exports by type of goods

(€ billion, seasonally adjusted, January 2020 - March 2020)



ec.europa.eu/eurostat

Par ailleurs, « markiteconomics.com » publie l'indice PMI Flash Composite IHS Markit pour la zone euro :



« La contraction sans précédent de l'économie de la zone euro s'est poursuivie en mai, tendance résultant des mesures destinées à contrôler la pandémie de coronavirus. Les dernières données PMI Flash signalent toutefois un ralentissement de la contraction, la levée progressive des mesures de confinement ayant permis une reprise de certaines activités.

L'Indice PMI® Flash Composite IHS Markit s'est redressé par rapport à son creux historique d'avril (13,5) pour s'établir à 30,5 en mai, soit son plus haut niveau depuis février. Affichant toutefois un niveau nettement inférieur à la barre de 50,0 du sans changement, l'indice signale une troisième baisse mensuelle consécutive de l'activité globale de la zone euro et continue d'indiquer un taux de contraction encore jamais atteint avant le début de la crise sanitaire. Le creux historique précédent de 36,2 avait été enregistré au plus fort de la crise financière mondiale, en février 2009. (...) Le redressement de l'indice PMI reflète néanmoins un fort ralentissement de la contraction par rapport au rythme record enregistré en avril. La détérioration de la conjoncture s'est atténuée tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services, cette tendance reflétant à la fois une réduction du nombre d'entreprises signalant une baisse de leur activité et une augmentation du nombre d'entreprises signalant une hausse ».

Samedi 23, comme anticipé, les Pays-Bas, l'Autriche, la Suède et le Danemark refusent la proposition de Macron et Merkel et adressent leur propre proposition à la Commission. Ils y confirment leur opposition au principe des transferts budgétaires entre États membres. Ils acceptent qu'« un fonds d'urgence temporaire et unique pour soutenir la reprise économique et la résilience de nos secteurs de santé aux éventuelles vagues futures » soit financé par des emprunts réalisés par la Commission pour renforcer le budget européen, mais ils ne veulent pas entendre parler de mutualisation des dettes ni de subventions. « Nous proposons de créer un fonds de relance d'urgence basé sur une approche "prêt pour prêt", conforme aux principes fondamentaux du budget de l'UE », dont d'ailleurs ils ne souhaitent pas « une augmentation significative » comme le proposent E. Macron et A. Merkel. Les 4 pays proposent aussi d'évaluer de manière approfondie les besoins des États et des secteurs les plus touchés par la crise, d'encadrer ce fonds de relance en le limitant à 2 ans, en l'orientant « vers des activités qui contribuent le plus à la reprise, telles que la recherche et l'innovation, un renforcement du secteur de la santé et une transition verte », en faisant en sorte que le risque financier des États membres soit réduit si un pays bénéficiaire fait défaut, et que de tels pays prennent des engagements fermes en faveur de réformes.

Comme on l'a déjà écrit, on a affaire à un regrettable concours de circonstances : le covid-19 touche davantage les pays du Sud, déjà fragilisés, et la crise économique qui en découle est beaucoup plus grave dans le Sud de la zone euro, y compris la France, que dans le Nord. Pour être encore plus précis, la fracture n'existe pas seulement entre le Nord et le Sud mais aussi, comme on l'a déjà constaté à plusieurs reprises, entre l'Ouest et l'Est. En effet, en rythme annualisé, le PIB s'est contracté sur les 3 premiers mois de 2020 de 21% en France, de 20% en Italie, de 18% en Espagne et de 15% au Portugal. La majorité des PECO s'en sort relativement bien et les pays du Nord ont été également épargnés puisque le repli de leurs PIB va grosso modo d'un peu plus de 6% à moins de 10% (la Belgique est dans une situation plus proche de celle des pays du Sud : -15%). On peut regrouper les pays européens en deux catégories, d'une part, ceux du Sud et de l'Ouest, qui sont les plus touchés, et d'autre part, ceux du Nord et de l'Est, relativement moins touchés. Il est intéressant de relever que ces deux groupes correspondent à des niveaux d'industrialisation bien différents, les pays du groupe « Sud/Ouest » se caractérisant par une importance plus grande du secteur des services, notamment le tourisme. Or, cette « explication » ne vaut pas seulement pour analyser les différences de réduction actuelle de l'activité macroéconomique mais aussi pour anticiper les possibilités de reprise par la suite : le poids relativement plus important des services est non seulement un facteur d'aggravation de la récession en cours mais il annonce également des difficultés plus importantes pour une reprise vigoureuse. La conclusion est double : d'abord, l'hétérogénéité de l'UE et de la zone euro va s'aggraver et ensuite les besoins de solidarité entre les États membres s'en trouvent d'autant plus accrus. Dans un tel contexte, la « proposition Macron-Merkel » apparaît comme une absolue nécessité et la réponse des pays « frugaux » (ou « radins ») comme un poison pour l'Europe.

Le lundi 25, IFO Institute publie son « ifo Business Climate Index Recovers » : « le sentiment des entreprises allemandes s'est quelque peu rétabli après quelques mois catastrophiques. L'indice ifo du climat des affaires est passé de 74,2 points en avril à 79,5 points en mai. Même si les entreprises ont une fois de plus évalué leur situation actuelle comme légèrement pire, leurs attentes pour les prochains

mois se sont considérablement améliorées. Néanmoins, de nombreuses entreprises restent pessimistes quant à leur activité. L'assouplissement progressif du confinement offre une lueur d'espoir ».

ifo Business Climate Germany (Index, 2015 = 100, seasonally adjusted)

Month/year	05/19	06/19	07/19	08/19	09/19	10/19	11/19	12/19	01/20	02/20	03/20	04/20	05/20
Climate	98.5	97.6	96.1	94.5	94.8	94.6	94.9	96.2	95.9	96.0	86.0	74.2	79.5
Situation	102.2	101.4	99.8	97.6	98.7	97.9	98.1	98.8	99.1	98.9	92.9	79.4	78.9
Expectations	94.9	94.0	92.5	91.4	91.1	91.4	91.8	93.8	92.8	93.2	79.7	69.4	80.1

Source: ifo Business Survey.

© ifo Institute

Cette information plutôt réconfortante est importante car, d'une part, le score attendu était plus bas que celui enregistré (78,3 contre 79,5) et, d'autre part, elle concerne l'économie allemande qui représente, rappelons-le près d'un tiers du PIB de la zone euro.

Le mardi 26, publication par la BCE de la « Financial Stability Review » semestrielle.

<https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202005~1b75555f66.en.html#toc12>

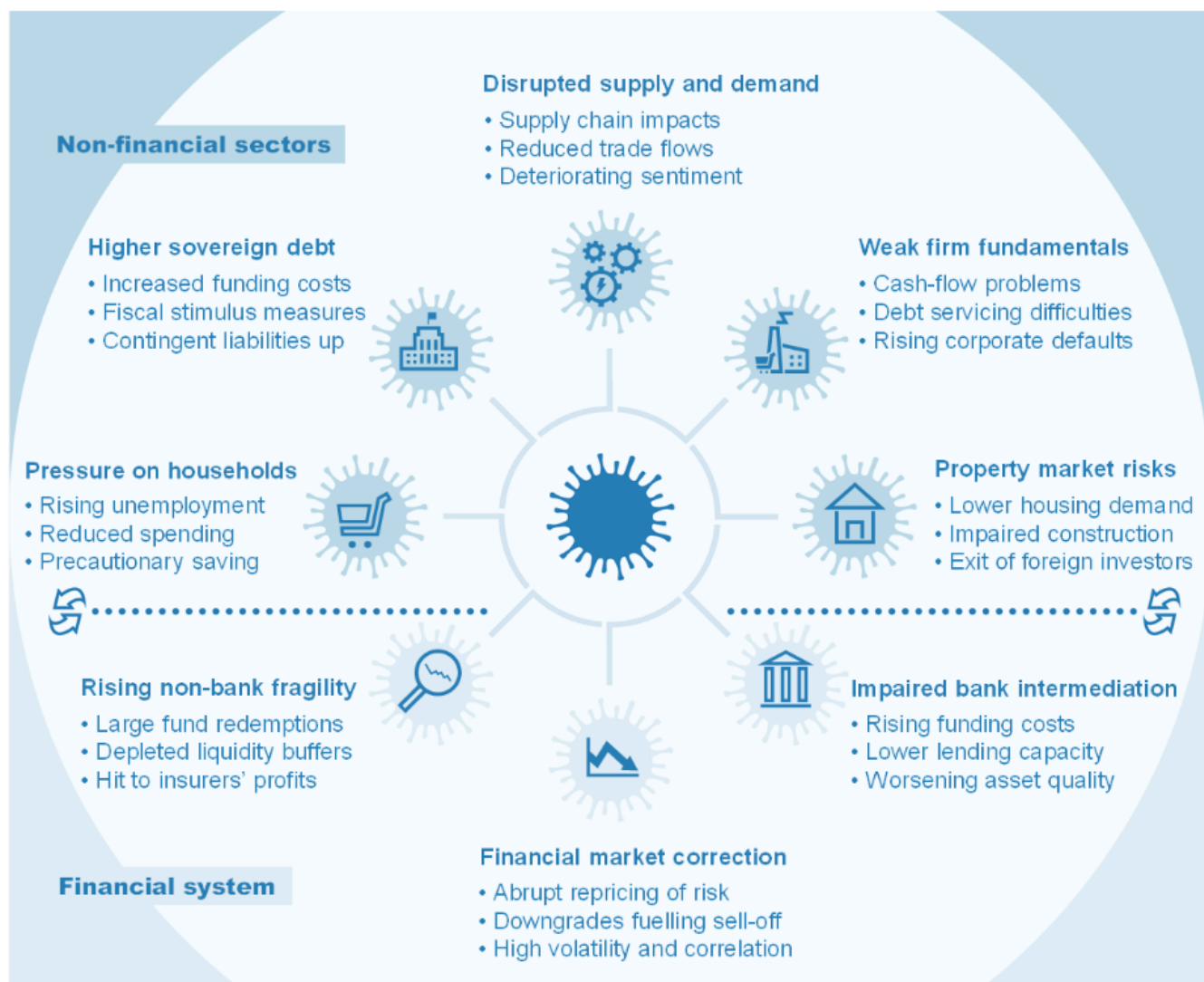
Citons quelques passages et reproduisons certains graphiques et tableaux significatifs :

« (...) La pandémie de coronavirus a touché pratiquement tous les aspects de l'activité économique, interagissant parfois avec des vulnérabilités financières préexistantes (...) : prix des actifs surévalués ; faible rentabilité bancaire ; endettement souverain élevé ; et l'augmentation des risques de liquidité et de crédit dans le secteur non bancaire. Alors que la présence de ces vulnérabilités a amplifié une partie de la réponse au choc des coronavirus, le système financier s'est néanmoins révélé globalement résilient, reflétant en partie les réformes réglementaires de la dernière décennie. Néanmoins, pour l'avenir, un stress supplémentaire ne peut être exclu. Certains prix des actifs pourraient être sujets à des corrections, si les résultats de la croissance du PIB et des bénéfices étaient pires que les marchés ne le prévoyaient. (...)

Les gouvernements de la zone euro ont pris des mesures pour atténuer l'impact de la pandémie. Tous les pays de la zone euro ont annoncé des mesures fiscales pour amortir l'impact économique de la pandémie. Ces mesures visent à soutenir les services de santé, à remplacer les revenus perdus et à protéger le secteur des entreprises. Les mesures comprennent des allègements fiscaux, des investissements publics et des soutiens fiscaux, tels que des garanties publiques ou des lignes de crédit. La taille de ces régimes de soutien combiné varie considérablement dans la zone euro, mais elle est importante dans de nombreux pays, un soutien supplémentaire étant fourni au niveau de l'UE. La pandémie représente un défi à moyen terme pour la viabilité des finances publiques. Les gouvernements de la zone euro continuent de bénéficier de conditions de financement favorables dans le contexte des programmes d'achat d'actifs en cours de la BCE, mais la pandémie devrait affaiblir les positions budgétaires, car les stabilisateurs automatiques et les mesures de soutien discrétionnaires se traduisent par des déficits plus élevés. Les mesures fiscales contribuent à atténuer les retombées économiques et, dans la mesure où elles aident la croissance économique à se rétablir plus rapidement, elles peuvent soutenir la viabilité de la dette à moyen terme. Mais l'augmentation associée du niveau de la dette publique pourrait également déclencher une réévaluation du risque souverain par les acteurs du marché et relancer les pressions sur les souverains les plus vulnérables à l'avenir. Une contraction économique plus grave et prolongée que prévu, si elle était associée à des coûts de financement souverain plus élevés pour certains pays de la zone euro et à la matérialisation de passifs éventuels, risquerait de placer le ratio de la dette publique au PIB sur une trajectoire insoutenable dans les pays déjà très endettés.

(...) Le système financier de la zone euro a surmonté une grande partie des tensions récentes à l'aide de mesures politiques, mais la perte de production économique et le fardeau de la dette accru augmentent les risques à moyen terme pour la stabilité financière de la zone euro. À l'avenir, quatre vulnérabilités clés pour la stabilité financière de la zone euro se sont accrues : i) resserrement des conditions financières et fonctionnement fragile sur certains marchés ; (ii) une augmentation significative du poids de la dette, en particulier de la dette publique ; (iii) une capacité d'intermédiation bancaire et une rentabilité plus faibles ; et (iv) l'amplification de la dynamique du marché par le secteur financier non bancaire. Le potentiel de ces vulnérabilités à se matérialiser simultanément augmente encore les risques pour la stabilité financière.

The coronavirus pandemic affected the real economy and the financial system, with sector-specific vulnerabilities being reinforced by strong interlinkages



(Source BCE)

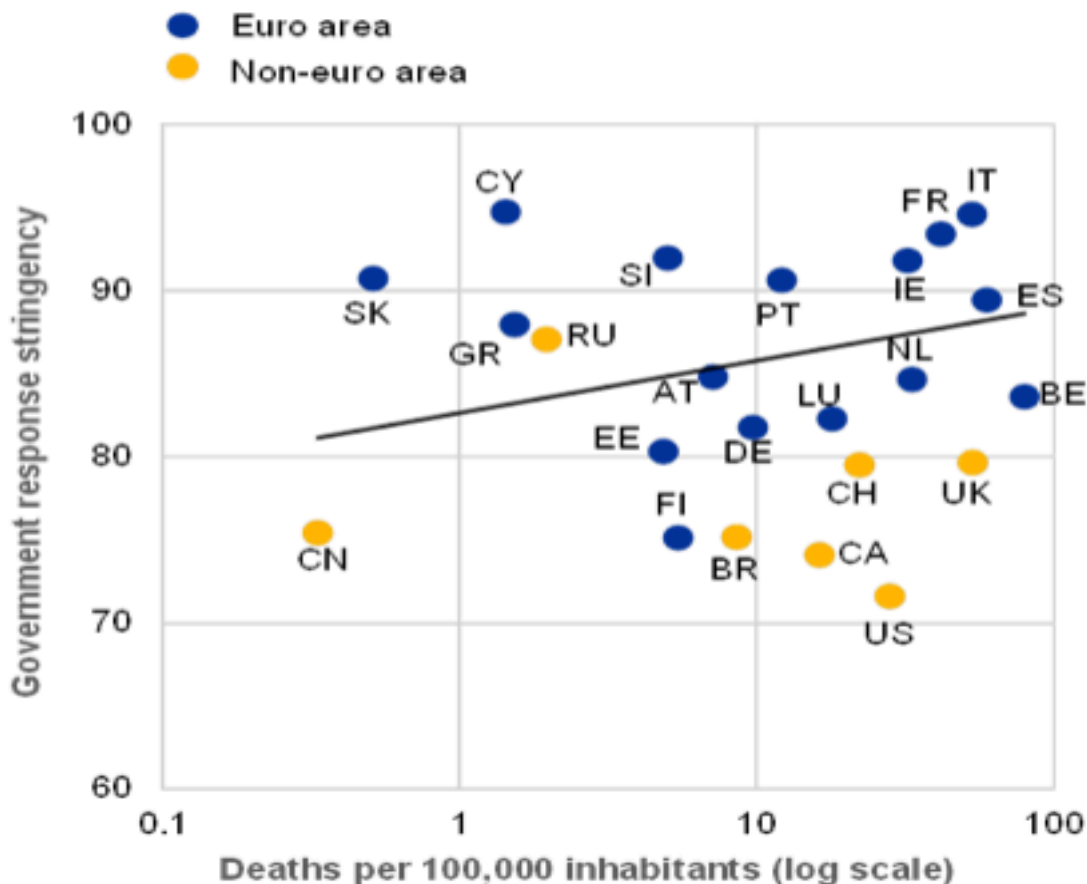
disrupted supply and demand	= offre et demande perturbées
supply chain impacts	= impacts sur les chaînes d'approvisionnement
deteriorating sentiment	= détérioration du sentiment de confiance
higher sovereign debt	= dette souveraine plus élevée
pressure on households	= pression sur les ménages
rising unemployment	= chômage en hausse
reduced spending	= réduction des dépenses
precautionary saving	= épargne de précaution
weak firm fundamentals	= affaiblissement des variables fondamentales des entreprises
cash-flow problems	= problèmes de trésorerie
debt servicing difficulties	= difficultés de service de la dette
rising corporate defaults	= augmentation des faillites
property market risks	= risques sur le marché immobilier
lower housing demand	= baisse de la demande de logements
impaired construction	= offre de logements dégradée
exit of foreign investors	= retrait des investisseurs étrangers
rising non-bank fragility	= fragilité croissante du secteur financier non-bancaire
depleted liquidity buffers	= matelas de sécurité en liquidités épuisés
hit to insurers' profits	= profits des compagnies d'assurance compromise
impaired bank intermediation	= intermédiation bancaire altérée

L'EURO

rising funding costs	= augmentation des coûts de financement
lower lending capacity	= diminution de la capacité de prêts
worsening asset quality	= détérioration de la qualité des actifs
financial market correction	= correction du marché financier
abrupt repricing of risk	= "repricing" brutal du risque
downgrades fuelling sell-off	= liquidations alimentées par les déclassements
high volatility and correlation	= volatilité élevée

Number of deaths per 100,000 inhabitants and government response stringency index

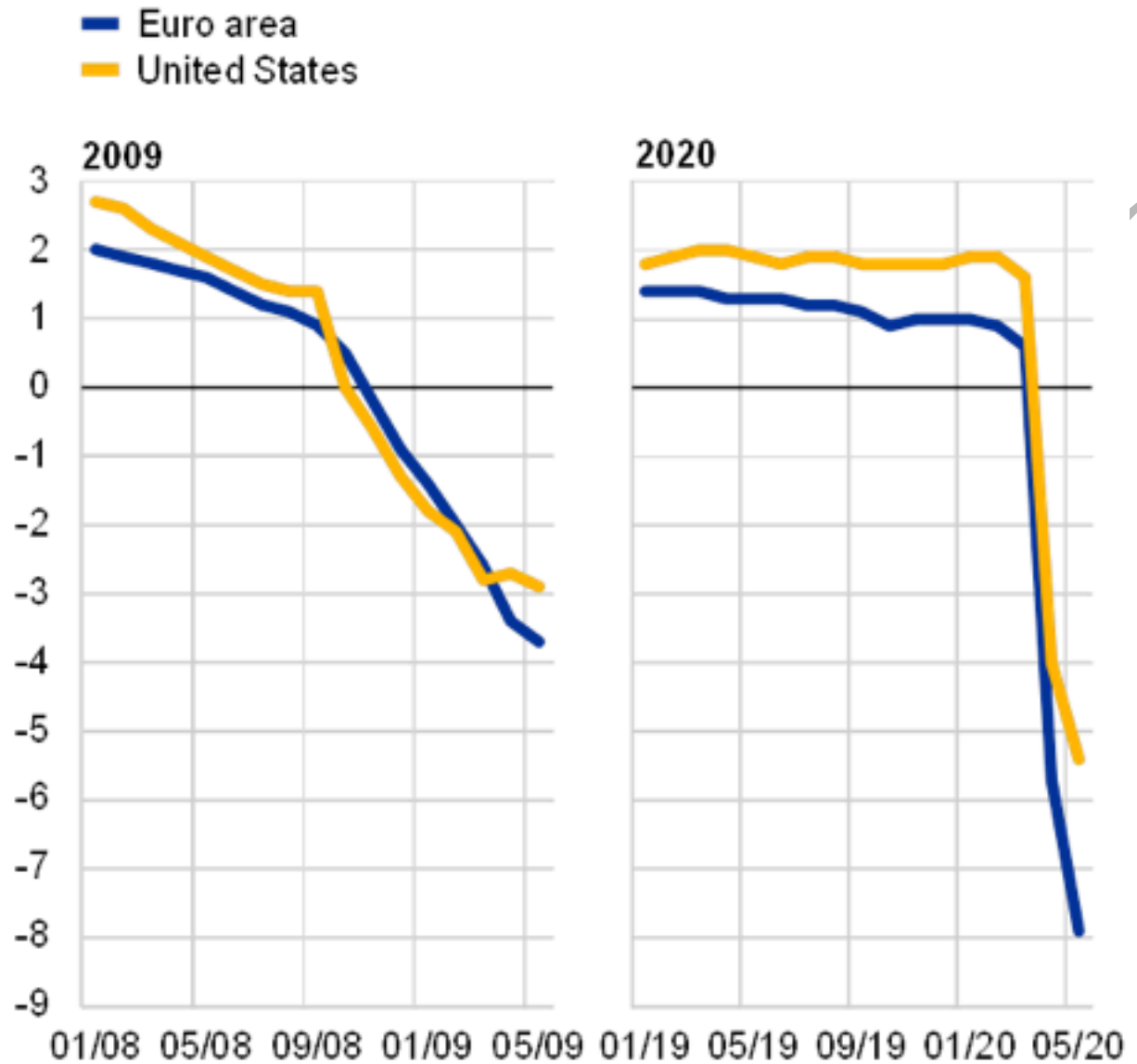
(number, index)



L'index de rigueur de réponse des pouvoirs publics pris en compte ici est basé sur 17 indicateurs allant des informations allant des informations sur les politiques de confinement et de fermeture (par exemple fermetures d'écoles, restrictions des déplacements) aux politiques économiques (par exemple, soutien du revenu aux citoyens) et du système de santé (par exemple, régime de dépistage du virus, investissements d'urgence dans les soins de santé).

Evolution of consensus real GDP growth forecasts for 2009 and 2020

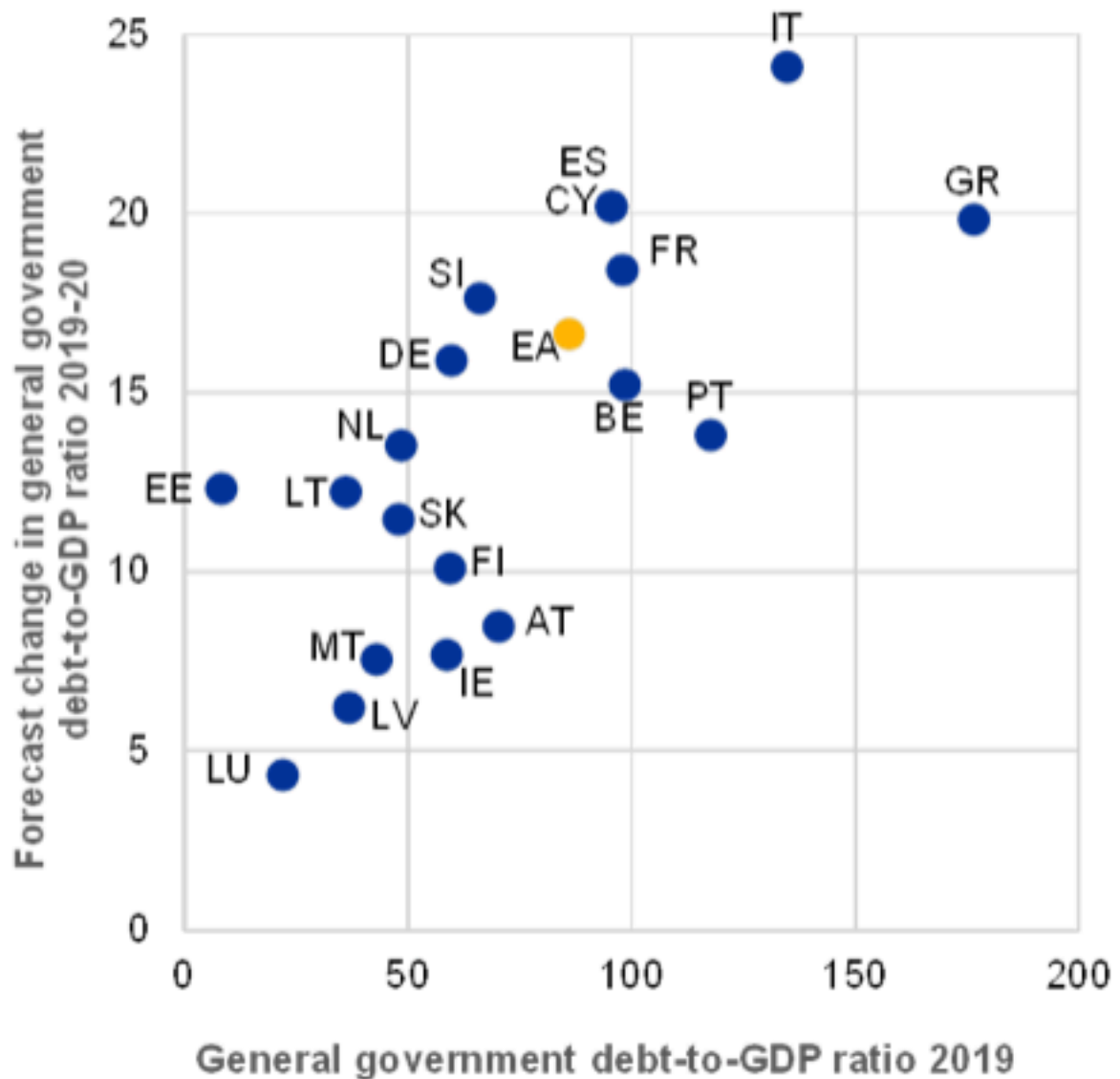
(annual percentage changes)



Sources: Consensus Economics, Bloomberg Finance L.P. and ECB calculations.

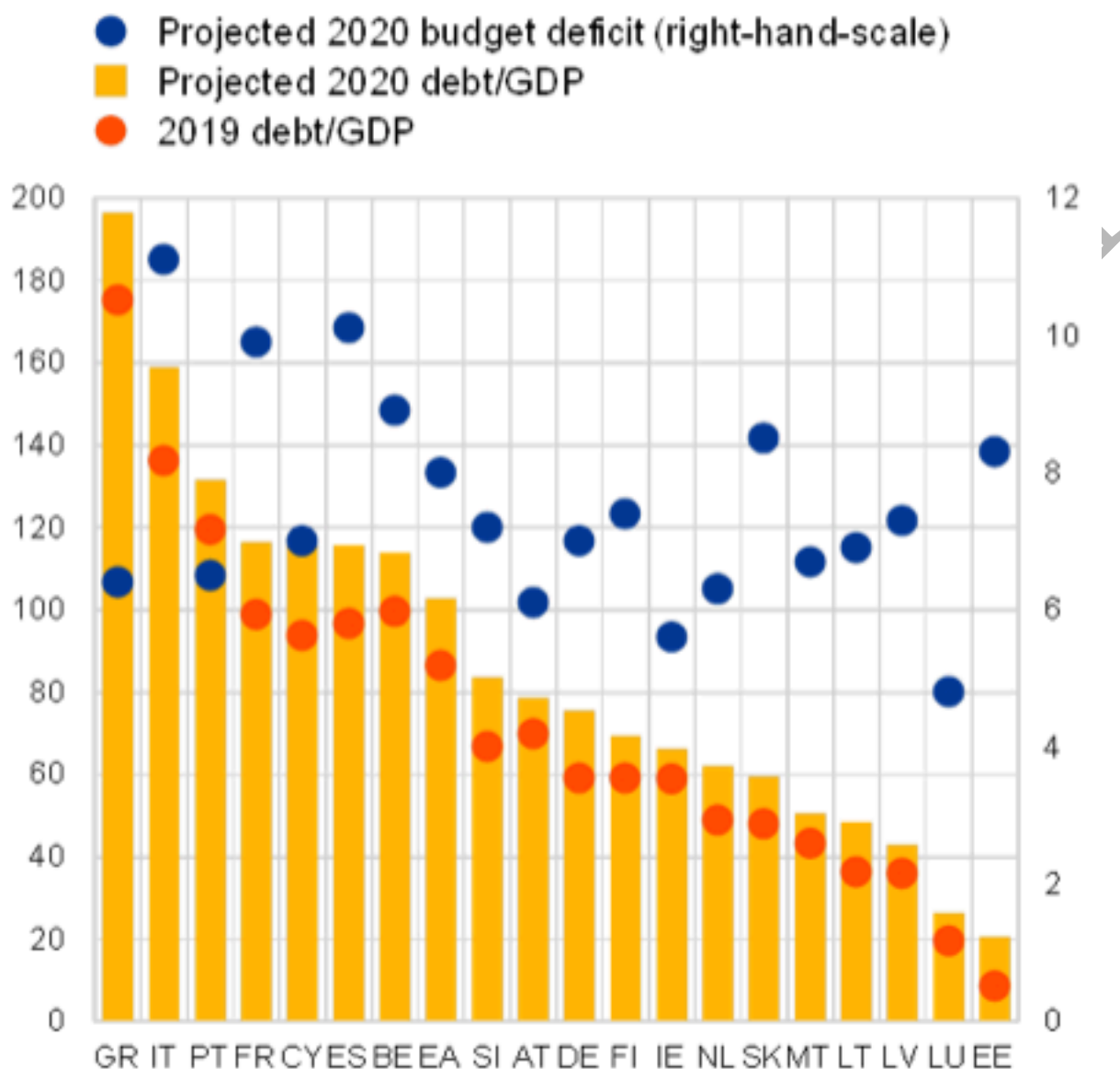
Sovereign indebtedness in the euro area and expected changes in 2020

(percentages of GDP and percentage points of GDP)



Government debt and budget deficits across euro area countries

(percentage of GDP)



Soulignons que lors de la conférence de presse qu'il donne pour présenter ce rapport, Luis de Guindos, vice-président de la BCE, s'est montré particulièrement inquiet à propos de la soutenabilité budgétaire des différents États membres : selon lui, si les mesures pour préserver la viabilité de la dette n'étaient pas suffisantes dans certains pays, cela aurait de graves conséquences sur « l'évaluation par le marché du risque de redénomination », c'est-à-dire de changement de la monnaie de paiement des obligations, autrement dit, du risque de sortie de l'euro...

Ce mardi 26, à nouveau sur la question de l'annulation de la dette publique détenue par la BCE, le site du Monde publie une tribune signée par un collectif d'économistes, hauts fonctionnaires et élue politique qui contredit catégoriquement l'argumentation qu'avait développée Jean Pisani-Ferry en parlant de « mystification » (voir ici en date des 17-18). Cette tribune rejoint donc d'autres contributions mentionnées après la publication de la tribune de Jean Pisani-Ferry et auxquelles nous renvoyons également le lecteur :

« (...) Précisons d'emblée qu'il est ici question de l'annulation des dettes publiques rachetées depuis 2015 par la BCE via les banques centrales nationales qui constituent l'eurosystème, soit plus de 2 200 milliards d'euros pour l'ensemble de l'Union européenne (UE), dont 420 milliards d'euros

pour la France. Et non pas d'annuler les titres de dette publique détenus par les banques, les assurances ou fonds de pension, ce qui déstabiliserait le système financier et appauvrirait les épargnants. S'il en va différemment pour une banque centrale, c'est que son passif est quasi exclusivement composé de monnaie centrale qu'elle crée ex nihilo, qui ne coûte rien et qu'elle ne doit à personne. Si la banque centrale annule une créance qu'elle détient, aucun fardeau n'est transféré sur quiconque puisque son passif n'est exigible par personne (ce qui n'est évidemment pas le cas d'une banque commerciale). Il n'y a pas ici de « *mystification* » ou de « *tour de magie monétaire* », seulement une réalité monétaire et comptable qu'aucun spécialiste ne conteste. (...) ».

Le mercredi 27, Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, accorde au Financial Times un entretien au cours duquel elle a l'occasion d'aborder plusieurs sujets en liaison avec la crise sanitaire-économique :

« (...) Nous sommes confrontés à un choc symétrique, mais ce choc a des effets asymétriques. L'impact final dépend, entre autres facteurs, de la réponse budgétaire et de la composition sectorielle. Par exemple, les pays fortement tributaires du tourisme sont particulièrement touchés. C'est exactement pourquoi une réponse européenne commune est si importante et pourquoi elle a besoin d'un élément de transfert. Il ne s'agit pas seulement d'accorder plus de prêts, ce qui risque d'exacerber les divergences. Nous avons besoin de transferts vers les pays les plus durement touchés. C'est une question de solidarité européenne. Nous vivons la crise humanitaire et économique la plus grave depuis la Seconde Guerre mondiale et l'Europe doit être là pour aider. Mais aussi d'un point de vue purement économique, il est clair que cette asymétrie doit être combattue par une réponse politique appropriée. (...) En l'état actuel de la proposition [d'E. Macron et d'A. Merkel], il ne s'agit que d'une mesure temporaire. Néanmoins, cela montre la volonté de l'Allemagne d'aller dans une telle direction en période de difficultés économiques importantes. Il est généralement admis que nous avons besoin d'une plus grande intégration en Europe pour pouvoir faire face à de tels chocs. La mutualisation de la dette a toujours été politiquement très difficile. Mais c'est clairement un signe qu'il y a une volonté de penser à des constructions au niveau européen qui vont dans le sens d'une politique budgétaire commune. (...) L'Europe doit continuer sur la voie de l'intégration économique et financière et progresser vers l'achèvement de l'union bancaire et des marchés des capitaux. Un actif européen sûr aiderait certainement l'intégration et favoriserait également le rôle international de l'euro. Ce sont les principales choses sur lesquelles nous devrions nous concentrer et nous ne devons en aucune façon permettre à l'économie européenne de se désintégrer ».

Ce même mercredi 27, décision d'une grande importance prise par la Commission européenne et annoncée par sa Présidente Ursula von der Leyen devant le Parlement européen : **la Commission européenne propose aux 27 États membres un plan de relance exceptionnel de 750 milliards d'euros** ; exceptionnel non seulement dans son montant mais aussi dans son principe : suivant la « proposition Macron-Merkel », il y aurait 500 milliards sous forme de subventions, donc non remboursables, et les 250 milliards sous forme de prêts, et le tout serait financé à partir d'un emprunt réalisé par la Commission elle-même, sur 30 ans maximum, et qu'elle appelle « Next Generation UE ». Ce nouveau fonds viendrait s'adosser au projet de budget pluriannuel européen d'environ 1100 milliards d'euros pour la période 2021-2027 et le remboursement pourrait se faire avec de nouvelles sources de revenus : irait-on donc vers des taxes européennes ? Pour en bénéficier, les pays devraient présenter en contrepartie un plan d'investissements et de réformes qui s'inscrivent dans les priorités politiques de la Commission. Les pays les plus concernés seraient l'Italie, l'Espagne, la Pologne et la France. Le Conseil européen devrait se prononcer rapidement, après des négociations qui promettent d'être difficiles.

Pour connaître les détails de la déclaration de la Présidente de la Commission devant le Parlement européen, voir à l'adresse suivante : https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/SPEECH_20_941 et pour le contenu complet de la proposition de la Commission : <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-europe-moment-repair-prepare-next-generation.pdf>

Comme le discours de la chancelière allemande le 13 mai et la « proposition Macron-Merkel » du 18 mai, le discours de la Présidente U. von der Leyen va marquer l'histoire de la construction européenne.

Citons-en quelques passages :

« (...) L'instrument « **Next Generation EU** », avec le CFP principal, représente une enveloppe totale de 1850 milliards d'euros dans les propositions présentées aujourd'hui.

Il va de pair avec les trois filets de sécurité de 540 milliards d'euros de prêts déjà approuvés par le Parlement et le Conseil.

Au total, notre effort en faveur de la reprise se monterait ainsi à 2 400 milliards d'euros. (...)

Au total, la Commission lèvera 750 milliards d'euros pour l'instrument « **Next Generation EU** ».

Sur ce total, des montants de 500 milliards d'euros et de 250 milliards d'euros seront distribués respectivement sous forme de subventions et de prêts accordés aux États membres.

Mesdames et Messieurs les députés,

Je tiens à l'affirmer très clairement : ces subventions constituent un investissement commun dans notre avenir. Elles n'ont rien à voir avec les dettes passées des États membres. Les subventions passent par le budget européen. Et celui-ci limite les versements de chaque pays suivant une clé de répartition fixe. Les subventions constituent clairement des investissements dans nos priorités européennes : renforcement de notre marché intérieur, numérisation, pacte vert pour l'Europe et résilience. Et plus encore : Le budget de l'UE a toujours consisté en des subventions. Il n'y a rien de nouveau.

- Subventions pour des investissements ciblés et des réformes,
- Pour une plus grande cohésion
- Et pour des conditions de vie plus uniformes en Europe.

Et notre Union européenne est la preuve vivante que cela fonctionne.

L'Union européenne a accru la prospérité et le niveau de vie dans tous les États membres.

Ces investissements réalisés par l'intermédiaire du budget de l'UE ont été largement payants pour tous !

Et l'instrument « **Next Generation EU** » nous est également destiné à tous.

Nous investissons ensemble dans l'avenir de l'Europe – et rembourserons la totalité de la somme sur les futurs budgets de l'UE selon une clé bien connue et dûment éprouvée. En outre, la Commission proposera

plusieurs nouvelles sources de recettes propres: celles-ci pourraient s'appuyer sur l'extension prévue du système d'échange de quotas d'émission, sur une taxe carbone aux frontières qui servirait de mécanisme de compensation pour l'importation, en provenance de l'étranger, de produits bon marché et nocifs pour le

climat, ou encore sur une nouvelle taxe sur les services numériques.

Nous devons ici être ambitieux, et je compte sur votre soutien.

Mesdames et Messieurs les députés,

le moment est venu de prendre la bonne décision.

À ceux qui hésitent aujourd'hui à consentir des investissements courageux, je dis que le coût de l'inaction dans cette crise nous reviendra beaucoup plus cher demain.

Il s'agit à présent de jeter ensemble les bases de notre avenir – et, dans le même temps, de réagir de manière appropriée à une situation de crise exceptionnelle, clairement définie et indépendante de notre volonté.

Laissons les anciens préjugés de côté !

Redécouvrons plutôt la force que représente l'idée d'une Europe commune.

La crise à laquelle nous devons faire face aujourd'hui est colossale.

Mais l'occasion qui se présente à l'Europe et la responsabilité qui est la nôtre de faire ce qu'il convient de faire est tout aussi immense.

Nous pouvons aujourd'hui jeter les bases d'une Union neutre pour le climat, numérique et plus solide que jamais auparavant.

Il y a soixante-dix ans, nos pères et mères fondateurs ont franchi un premier pas courageux vers la création d'une Union de la paix et de la prospérité.

Le moment est venu d'ajouter le chapitre de notre génération à cette histoire et de franchir un nouveau pas courageux vers une Union de la durabilité.

Nous le devons aux générations futures.

Vive l'Europe ! ».

Un emprunt commun et de nouvelles sources de recettes propres seraient deux pas énormes faits en direction d'une fédération budgétaire. Quel beau progrès et quel formidable espoir ! Quelle quinzaine décisive pour l'UE et pour la zone euro !

L'EURO

Encore faut-il que l'unanimité des États membres soit acquise et que le Parlement vote favorablement (nul doute qu'il le fera, suite à sa résolution du 15 – voir à cette date). Remarquons que l'on peut espérer que les pays « frugaux » (ou « radins ») ne prennent pas une position toute négative, et cela pour 4 raisons : d'abord, ils peuvent comprendre que ce n'est pas leur intérêt de « mettre à genoux » les pays du Sud, que leur propre économie en souffrirait durablement, ensuite, ils ne sont pas tous du même bord politique et leur cohésion n'est donc pas à toute épreuve, la troisième raison est que dans certains de ces pays il y a des coalitions gouvernementales au sein desquelles les positions sur le plan de relance de la Commission ne sont pas unanimes. La quatrième raison, et pas la moindre, est le revirement de l'Allemagne qui était jusqu'à ces toutes dernières semaines le chef de file des pays « frugaux ».

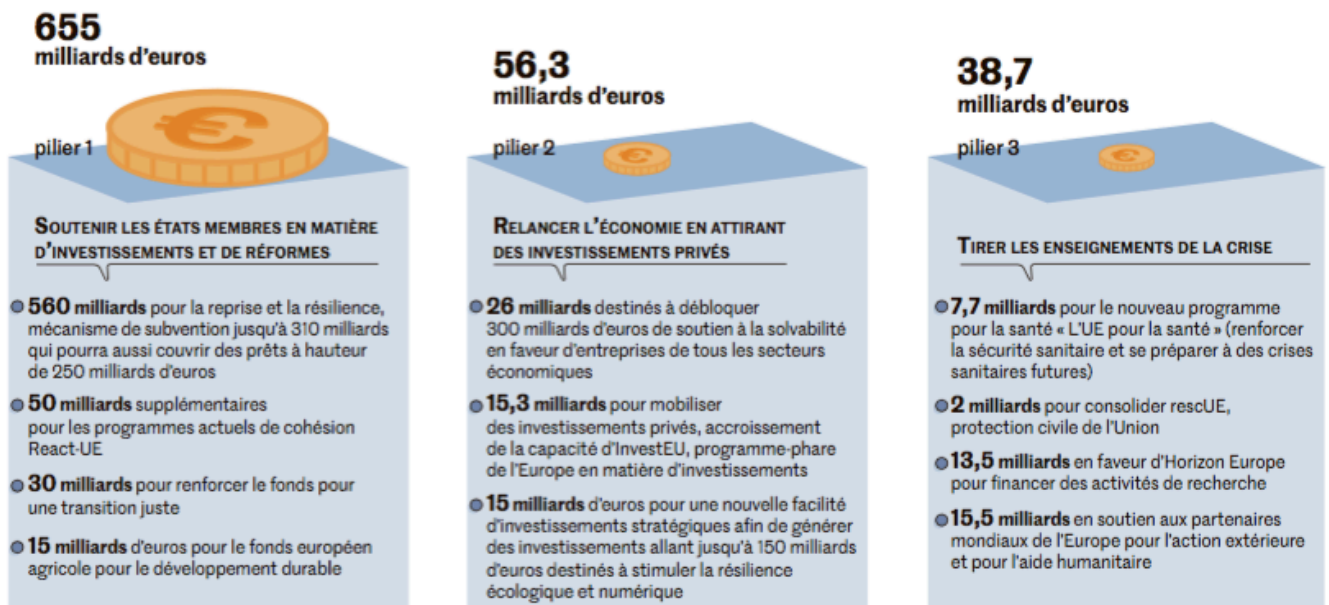
Ces 3 déclarations (celle de la chancelière allemande du 13 mai, celle de Macron et Merkel du 18 mai et celle d'U. van der Leyen du 27 mai), auxquelles il faut ajouter la décision de la BCE du 18 mars, constituent un pas supplémentaire d'une importance considérable, sans doute même décisive, dans la construction européenne et pour l'avenir de la zone euro. Comme le dira lui aussi D. Strauss-Kahn le 18 juin dans un entretien accordé au journal *Les Echos*, la violence la crise sanitaïro-économique actuelle, qui sera sans commune mesure avec la crise de 2007-2008, pousse la zone euro à franchir un pas historique vers la mutualisation des dettes et la constitution de ressources propres et donc, au-delà, vers l'Europe politique.

Dans son édition du 16 juin, *Le Monde* publiera un tableau et une carte qui montrent de manière très parlante le contenu de « Next Generation EU » :

Une relance qui s'appuie sur trois piliers

Le plan de relance Next Generation EU, d'un montant de 750 milliards d'euros, vient abonder temporairement le budget de l'Union, portant le cadre financier pluriannuel 2021-2027 à 1 850 milliards d'euros.

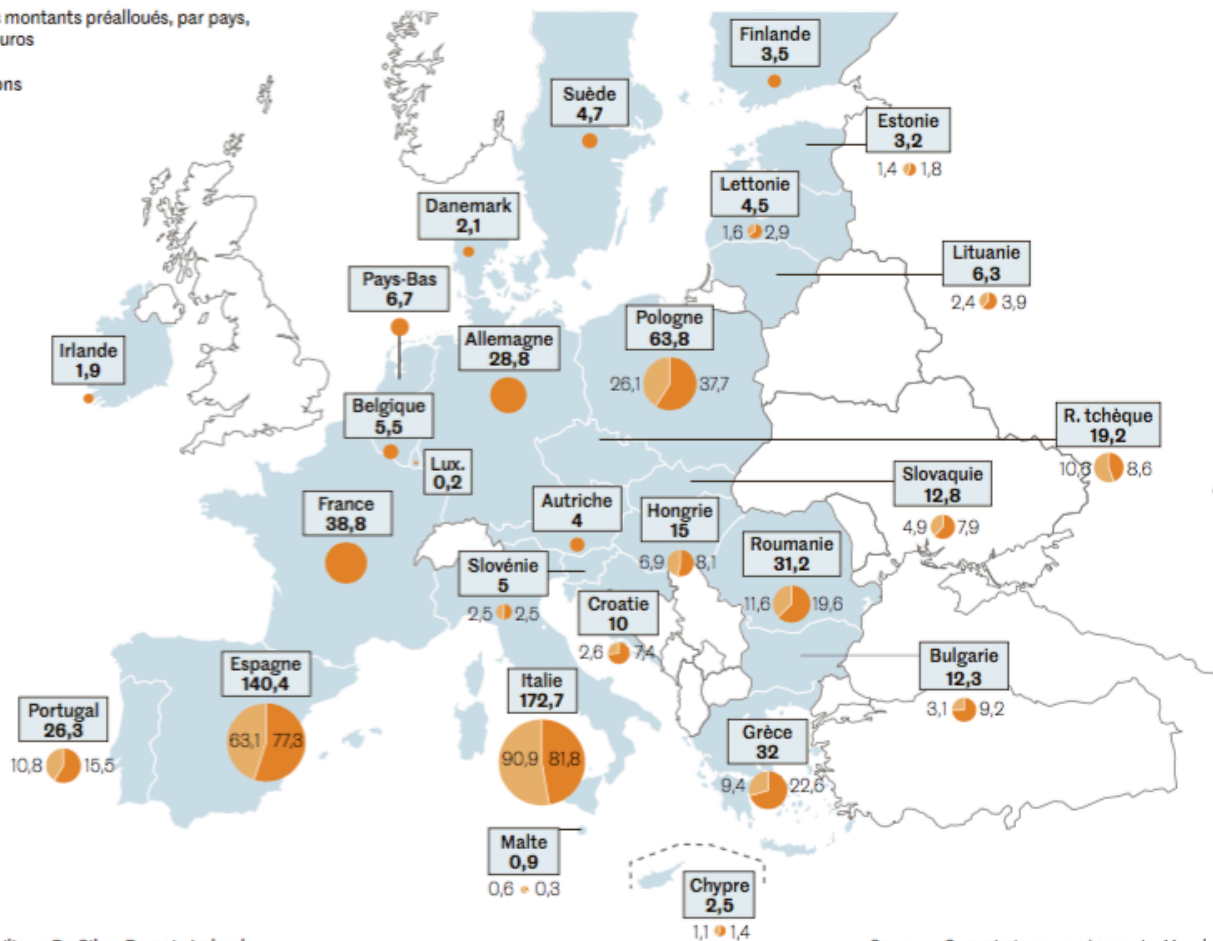
Plus de 80 % des financements de Next Generation serviront à soutenir les investissements publics et les réformes structurelles-clés dans les Etats membres



Plus de la moitié des fonds sont destinés à l'Italie, l'Espagne et la Pologne

Estimation des montants préalloués, par pays, en milliards d'euros

- Subventions
- Prêts

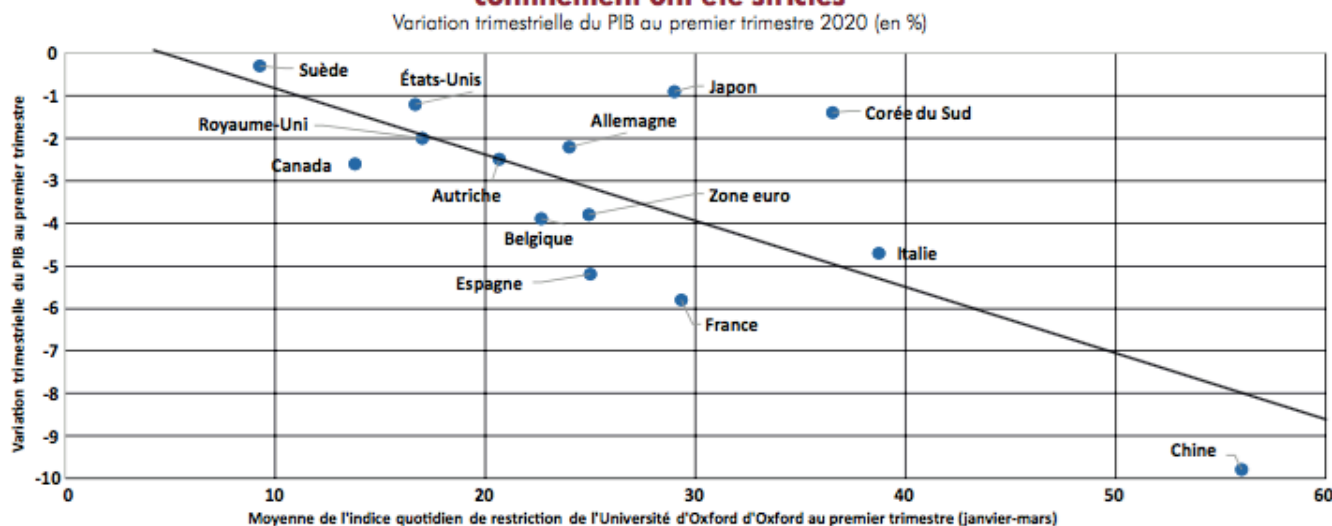


Infographie : Philippe Da Silva, Romain Imbach

Sources : Commission européenne, Le Monde

Également ce mercredi 27, nouveau point de conjoncture fait par l'INSEE. Concernant l'activité économique, on lit : « Selon les informations disponibles au 23 avril 2020, l'activité économique française serait en baisse de 35 % par rapport à une situation normale. L'ordre de grandeur de la perte globale reste le même que celui estimé le 26 mars puis le 9 avril, avec néanmoins une perte un peu moindre dans l'industrie et la construction, probablement du fait de la réouverture de certaines usines et certains chantiers. Depuis la publication du 9 avril, l'estimation a été enrichie de données administratives et de nouvelles remontées plus fines de fédérations ou d'entreprises. Enfin, la perte d'activité économique estimée est cohérente avec la répartition des salariés selon leurs conditions d'emploi mesurée par l'enquête Acemo-Covid de la Dares. S'il était suivi d'un retour immédiat à la normale, un tel décrochement de l'activité économique se traduirait par une perte de l'ordre de 3 points de PIB annuel par mois de confinement. L'impact global du confinement sera certainement supérieur, car la reprise ne sera a priori pas immédiate et sera probablement d'autant plus lente que la durée du confinement aura été importante ». Selon l'INSEE, les ménages sont toujours pessimistes, davantage sur la situation économique générale en France que sur la situation financière personnelle. Pour les entreprises, les perspectives d'activité sont encore bien sombres mais elles sont malgré tout moins dégradées qu'en avril.

7 - La chute du PIB au premier trimestre est d'autant plus marquée que les mesures de confinement ont été strictes



Note : La moyenne de l'indice de restriction de la zone euro a été calculée en utilisant la part de chacun des pays dans le PIB de la zone euro.

Source : instituts nationaux statistiques des pays considérés, Hale, T., Webster, S., Petherick, A., Phillips, T., et Kira, B. (2020). Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government

« Assez logiquement, et avec toutes les réserves relatives à la comparaison des estimations du PIB dans ces circonstances inédites, les évolutions de l'activité économique au premier trimestre apparaissent négativement corrélées (coefficient d'environ 0,7) à la moyenne de l'indice de restrictions de l'Université d'Oxford pour ce même trimestre. (...) L'indice de restrictions de l'Université d'Oxford et de la *Blavatnik School of Government* recense et synthétise en une mesure unique l'ensemble des mesures sanitaires de confinement de la population, telle que la restriction de déplacement des personnes et les fermetures des commerces, administrations et écoles, dans une centaine de pays ».

Ce dernier graphique est très instructif et donne d'une certaine façon les moyens d'apprécier la qualité de la gestion de crise dans les pays analysés quant aux conséquences économiques des mesures sanitaires prises. Il apparaît ainsi que la France fait partie des pays de la zone euro où la crise a été le moins bien gérée (cette gestion étant largement déterminée par les décisions – ou manque de décisions – des années et décennies précédentes) puisque tout à la fois son confinement a été relativement strict et que son niveau d'activité économique est celui qui a subi la récession la plus forte ; en tous les cas, sa situation est bien en-dessous de la moyenne. Le schéma qui précède et qui montre pour les pays de la zone euro quel était le taux d'endettement en 2019, les prévisions d'évolution pour 2020 de ce taux et la prévision d'évolution du déficit public également en 2020. On voit que dans ce schéma aussi la France n'est pas particulièrement bien placée. Comme dans de nombreuses statistiques similaires, notre pays fait partie du groupe des « pays du Sud » qui sont les plus fragiles. En approchant de 120%, son déficit serait fin 2020 le 3ème plus élevé en pourcentage du PIB après ceux de l'Italie et de l'Espagne ; et qu'il s'agisse du taux de déficit ou celui de la dette, les taux de la France sont appelés à devenir bien supérieurs à ceux de la moyenne de la zone euro. Les mêmes conclusions plus que mitigées pour la France sont à tirer du schéma, également très instructif, qui croise le nombre de décès pour 100 000 habitants et l'index de réponse gouvernementale.

La période exceptionnelle que nous traversons fait me poser une question cruciale pour l'organisation politique de la France et pour l'organisation institutionnelle de l'Europe : comment se fait-il qu'il y ait en France un tel manque de confiance, voire une telle défiance, vis-à-vis du pouvoir exécutif, quand on compare notre pays aux autres ? La comparaison est particulièrement troublante entre la France et l'Allemagne. Tout se passe comme si le traitement de la crise sanitaire avait aggravé chez les Français le sentiment de déclassement, voire d'humiliation, vis-à-vis de notre voisin, sentiment déjà alimenté par les moindres performances économiques. Je me suis fait tout au long de ces pages le critique convaincu des grands dangers de l'ordolibéralisme germanique en matière économique, en particulier à cause de son esprit de système et de son rejet inconsidéré de l'interventionnisme keynésien et de l'État-providence beveridgien, mais il faut se poser la question

de savoir si la primauté du droit en Allemagne et son organisation fédérale soutenue par une culture politique du consensus ne constituent pas des leviers importants pour répondre aux défis actuels. Le problème de confiance n'est d'ailleurs pas dans un seul sens, de bas en haut, des citoyens pour leurs dirigeants, mais également de haut en bas : en France, les pouvoirs publics ont demandé « restez chez vous », alors qu'en Allemagne on disait : « nous restons à la maison » ; et la confiance en France n'existe pas assez non plus de manière horizontale, « entre les gens ». D'un autre côté, ce qui peut inquiéter, c'est que l'Allemagne, en réussissant mieux que les autres à la fois sur le plan sanitaire et sur le plan économique, soit exagérément confortée dans ses certitudes et qu'elle en revienne, sitôt le danger passé et dépassé, à ses dogmes fondamentaux. Concernant le dogme de l'équilibre budgétaire, il ne faut pas oublier le résultat des recherches d'Alberto Alesina selon lequel la consolidation budgétaire est plus efficace par la réduction des dépenses et des transferts publics que par l'augmentation des impôts ; or, la crise actuelle démontre la nécessité de conforter le rôle de l'État dans ses fonctions de redistribution et de production de biens collectifs et tutélaires (nécessité de réserver un sort différent aux dépenses publiques courantes et aux dépenses publiques d'investissement et d'accroître la productivité de notre secteur public, facteur non seulement de qualité des services rendus mais aussi de restauration des finances publiques) : l'équilibre budgétaire est donc un dogme à écarter dans la situation actuelle et de nouvelles règles budgétaires doivent être définies pour l'avenir ; il faut aussi qu'elles soient plus souples, notamment en tenant compte du déséquilibre ex ante entre l'épargne et l'investissement au niveau de la zone euro ; enfin, et plus fondamentalement encore, la crise actuelle doit être pour la France colbertiste l'occasion de changer le fonctionnement et l'organisation de son État (lato sensu) et d'en améliorer absolument son efficacité (voir mon document sur la crise des « gilets jaunes »).

Le vendredi 29, le Président Macron met en place une Commission de 26 économistes français et internationaux réputés, sous la direction d'Olivier Blanchard, ancien chef économiste au FMI, macroéconomiste néokeynésien, et de Jean Tirole, prix Nobel d'économie en 2014, microéconomiste spécialiste en régulation des marchés et en économie industrielle ; qui seront les rapporteurs. À côté d'O. Blanchard et J. Tirole, il y a 8 Français, 8 Européens et 8 Américains, avec Paul Krugman et Peter Diamond, tous deux prix Nobel d'économie (Krugman en 2008 pour ses travaux sur le commerce international et la localisation des activités économiques, néokeynésien, Diamond en 2010, plutôt néoclassique, spécialiste du marché du travail ; Diamond fait partie avec Tirole des 25 Nobel d'économie qui ont signé en avril 2017 une tribune au Monde pour critiquer le programme anti-européen de Marine Le Pen), Dani Rodrik (économiste d'origine turque, très réputé sur de nombreux sujets, qui vient d'écrire, en date du 6 avril, « le Covid-19 refaçonnera-t-il le monde ? », et qui considère dès l'introduction qu'« il existe deux types de crise, celles auxquelles nous ne pouvions pas nous préparer car personne ne les avait imaginées, et celles auxquelles nous aurions dû être préparés car elles étaient attendues. La crise du Covid-19 s'inscrit dans cette deuxième catégorie »), Lawrence Summers (notamment ancien secrétaire au Trésor américain sous la présidence Bill Clinton et réputé pour ses déclarations controversées, pour ses relations avec Wall Street et son rôle dans l'abrogation de la loi Glass-Steagall), Laura Tyson (économiste américaine, première femme à avoir été doyenne de la London Business School et dont les travaux portent souvent sur les questions d'inégalités), Nicholas Stern (économiste britannique spécialiste des questions climatiques ; il a été titulaire en 2009-2010 de la chaire « développement durable » au Collège de France ; il est l'auteur du « rapport Stern » en 2007, critiqué notamment pour son catastrophisme, son utilisation du taux d'actualisation et pour certaines erreurs méthodologiques), Carol Propper (économiste également britannique, spécialiste en économie de la santé), Laurence Boone, économiste en chef de l'OCDE depuis juin 2018 après avoir travaillé auprès de François Hollande

L'EURO

puis chez Axa, trois économistes français très proches du Président Macron, Philippe Aghion, Thomas Philippon et Jean Pisani-Ferry, quatre autres économistes français avec Daniel Cohen, professeur d'économie à l'École Normale Supérieure de la rue d'Ulm, Emmanuel Farhi, titulaire du prix du meilleur économiste de France en 2013, Christian Gollier, directeur général de l'École d'économie de Toulouse (que connaît bien Jean Tirole), microéconomiste spécialiste des questions environnementales, et Stefanie Stancheva, titulaire du prix du meilleur économiste de France en 2019. Le Président Macron souhaite que cette commission traite de « l'après » sur le moyen et long terme en travaillant sur trois défis : le climat, les inégalités et la démographie (problème du vieillissement), de façon à « éclairer la décision publique à partir de l'automne prochain ».

Cet appel à une commission d'experts économistes va tout-à-fait dans le sens de ce que j'indiquais dans ma réflexion personnelle en date du 18 mars, quand je m'étonnais que le pouvoir exécutif s'entoure pour prendre ses décisions sur le plan sanitaire de très nombreux avis d'experts (comité scientifique créé le 11 mars et le CARE créé le 24) et qu'il ne le fasse pas pour étudier les conséquences économiques de la « coronacrise » et les stratégies de réponse possibles. Voilà donc qui est fait et c'est très bien ! Cette Commission s'ajoute au « Comité de suivi et d'évaluation des mesures économiques d'urgence » qui doit, sous la direction de Benoît Cœuré, remettre son rapport au Premier ministre au plus tard le 21 mars 2021 (!), ainsi qu'aux quelques économistes que convie régulièrement autour de lui le ministre de l'économie.

Profitons-en pour signaler la nomination (à compter du 8 juin) au poste de chef économiste de la direction générale du Trésor public français d'Agnes Bénassy-Quéré, professeur d'Université en économie (prix du meilleur jeune économiste en 2000), auteur de l'ouvrage « Politique économique » avec Benoît Cœuré et Jean Pisani-Ferry, de deux « Repères » à La Découverte, l'un avec Benoît Cœuré et l'autre avec Laurence Boone, et d'une note du CAE en juillet 2017 sur « l'économiste dans la cité », avec Jean Tirole et Olivier Blanchard, tous ci-dessus nommés. On constate donc que tous les économistes qui vont ainsi « construire une boîte à idées » pour fournir des recommandations aux décideurs politiques font partie de la même famille... Il ne faut surtout pas en déduire qu'il n'y a qu'une seule famille d'économistes et que les économistes sont tous d'accord et que leurs analyses aboutissent aux mêmes conclusions. Les divergences entre eux sont aussi profondes qu'entre les médecins qui se sont penchés (et épanchés) sur le Covid-19 ; certains ne manqueront pas de remarquer l'absence de noms d'économistes, spécialement français, qui, pourtant, assurent au plus haut niveau le progrès de l'économie politique.

Le mercredi 27, la Commission européenne fait paraître un document important sur le budget de l'UE, « moteur du plan de relance pour l'Europe » (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/factsheet_1-fr.pdf).

On en trouve le tableau synthétique suivant :

Mesure de soutien dans le cadre de la crise pandémique (SURE/MES) / Fonds de garantie de la BEI pour les travailleurs et les entreprises	540 milliards d'EUR
Next Generation EU	Renfort temporaire 750 milliards d'EUR
Cadre financier pluriannuel	1 100 milliards d'EUR

« Next Generation EU » a trois piliers :



Source: Commission européenne

Pour terminer, considérant qu'il n'y a pas de temps à perdre, la Commission prévoit un calendrier précis :

Un accord sur un plan de relance ambitieux articulé autour du budget de l'UE donnera à l'Union les meilleures chances de réussite. Il est indispensable d'aider les États membres et les entreprises à relever les défis immédiats que pose la crise du coronavirus ainsi que de garantir une croissance et une convergence durables à plus long terme.

La Commission européenne invite le Conseil européen et les colégislateurs à examiner rapidement ces propositions, en vue de parvenir à un accord politique au niveau du Conseil européen d'ici au mois de juillet.

Puis la Commission collaborera étroitement avec le Parlement européen et le Conseil pour boucler un accord sur le futur cadre financier et sur les programmes sectoriels qui y sont associés. L'achèvement de ces travaux au début de l'automne signifierait que le nouveau budget à long terme pourrait être opérationnel, et favoriser le redressement de l'Europe, le 1er janvier 2021.

Mai 2020

Proposition de la Commission de révision du cadre financier pluriannuel pour les périodes 2014-2020 & 2021-2027 et décision relative aux ressources propres + législation sectorielle

D'ici juillet 2020

Conseil européen: accord politique sur le cadre financier pluriannuel pour les périodes 2014-2020 & 2021-2027 et sur la décision relative aux ressources propres

D'ici l'été 2020

Consultation du Parlement européen sur la décision relative aux ressources propres

Début de l'automne 2020

Adoption du cadre financier pluriannuel révisé pour la période 2014-2020 et de la législation sectorielle correspondante

Octobre 2020

Conseil européen

Décembre 2020

Adoption du cadre financier pluriannuel révisé pour la période 2021-2027 (approbation du Parlement européen)

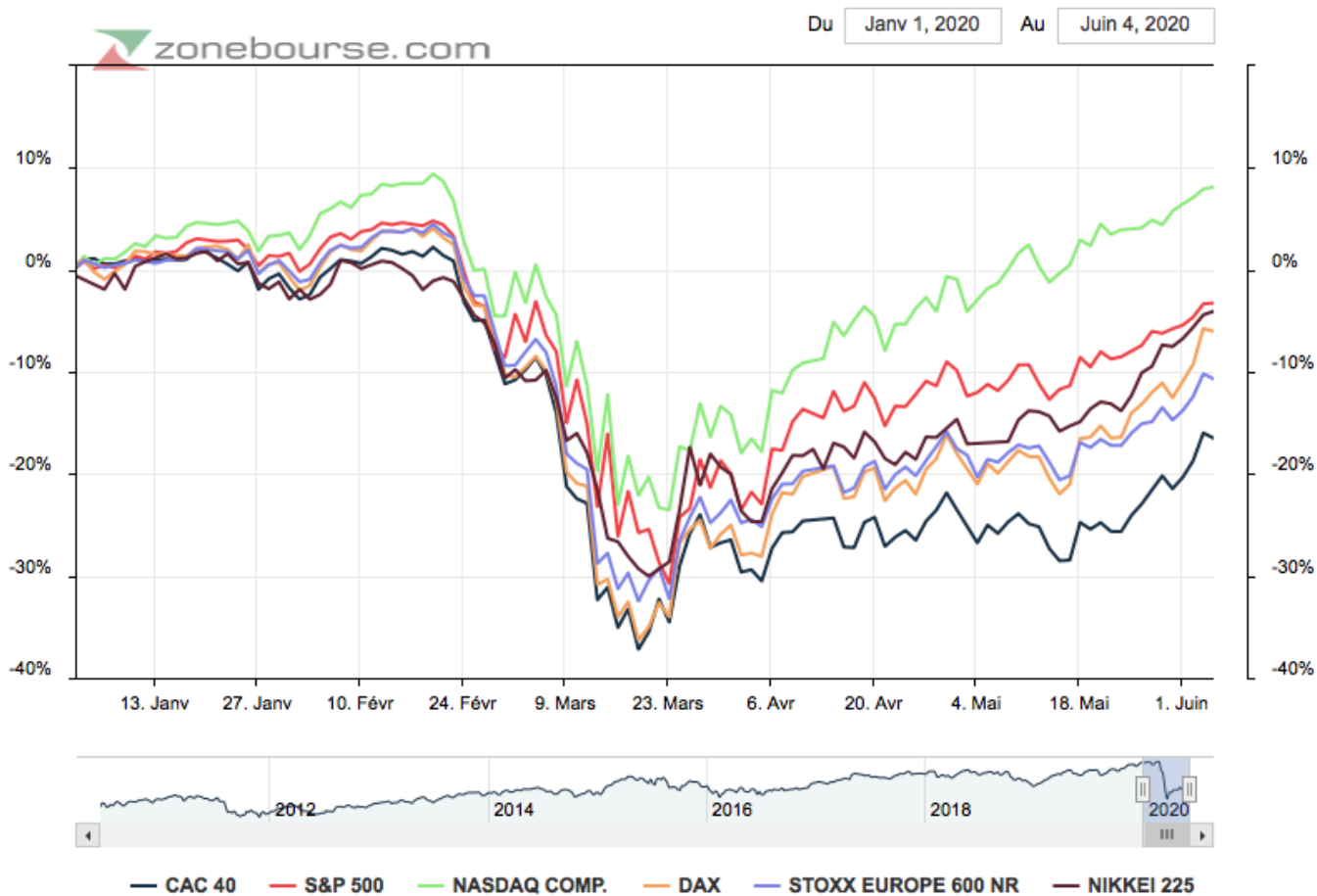
Adoption de la décision relative aux ressources propres (ratification par tous les États membres conformément à leurs règles constitutionnelles)

Janvier 2021

Début de la mise en œuvre du cadre financier pluriannuel pour la période 2021-2027

En fin de mois de mai, l'euro cote 1,1107\$ après avoir coté 1,0980 le 1^{er}, 1,0838 le 8, 1,0818 le 15 et 1,0900 le 21.

De leur côté, les indices boursiers font très rapidement comme si la pandémie était déjà une vieille histoire puisqu'ils ont une évolution en V alors que l'économie réelle évolue plutôt en « racine carrée » : il y a une déconnexion entre le rebond des marchés et la reprise économique.



• Juin 2020 ->

Le mardi 2, devant les Commissions de l'AN chargées des finances et des affaires sociales, le ministre français de l'action et des comptes publics, G. Darmanin, annonce une plongée du déficit budgétaire beaucoup plus importante qu'attendue auparavant : il atteindrait pour 2020 – 220 Mds d'euros, soit une aggravation de 36,5 Mds par rapport à la loi de finances rectificative d'avril (le déficit public atteindrait 11,4% du PIB contre 9% annoncé mi-avril et la dette publique grimperait jusqu'à près de 121% !). Il faudra donc une nouvelle loi rectificative, qui sera la 3^{ème} en 3 mois... Le déficit de la Sécurité sociale atteindrait quant à lui le montant historique de -52,2 Mds.

Ces sommes astronomiques ne sont pas tellement surprenantes quand on fait la somme de toutes les dépenses décidées pour porter à bout de bras une économie qui s'effondre. Notons que dans le même temps, l'économie américaine connaît un rebond spectaculaire en mai : après une suppression de postes de 20,69 millions de postes en avril, il y a eu en mai 2,51 millions d'emplois non agricoles créés, ce qui fait passer le taux de chômage de 14,7% à 13,3%.

Le mercredi 3, Eurostat publie les chiffres du chômage pour avril :

	Taux (%)				
	Avril 19	Jan 20	Fév 20	Mars 20	Avril 20
Zone euro	7,6	7,3	7,2	7,1	7,3
UE	6,8	6,5	6,4	6,4	6,6
Belgique	5,5	5,2	5,2	5,3	5,6
Bulgarie	4,3	4,1	4,0	4,5	6,2
Tchéquie	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1
Danemark	5,2	4,9	4,8	4,7	4,6
Allemagne	3,1	3,3	3,4	3,5	3,5
Estonie	4**	4,7	4,7	4,8	:
Irlande	5,2	4,9	4,8	5,3	5,4
Grèce	18,4*	16,2	16,1	:	:
Espagne	14,2	13,9	13,6	14,2	14,8
France	8,5	8,0	7,6	7,6	8,7
Croatie	6,8	6,3	6,2	6,8	8,1
Italie	10,2	9,4	9,1	8,0	6,3
Chypre	7,5	6,1	6,0	6,7	8,9
Lettonie	6,3	6,9	6,9	7,4	9,0
Lituanie	6,0	6,1	6,3	6,6	8,6
Luxembourg	5,7	5,7	5,8	6,6	7,5
Hongrie	3,4**	3,4	3,6	3,7	:
Malte	3,4	3,4	3,4	3,6	4,0
Pays-Bas	3,3	3,0	2,9	2,9	3,4
Autriche	4,6	4,3	4,4	4,8	4,8
Pologne	3,4	3,0	3,0	2,9	2,9
Portugal	6,6	6,8	6,4	6,2	6,3
Roumanie	3,9	3,7	4,3	4,6	4,8
Slovénie	4,3	3,7	3,6	3,8	4,6
Slovaquie	5,8	5,4	5,5	5,6	6,8
Finlande	6,7	6,6	6,6	6,6	6,6
Suède	6,7	7,0	7,1	7,2	7,9
Royaume-Uni	3,7*	3,8	3,8	:	:
Islande	3,3	3,8	3,9	3,5	3,9
Norvège	3,6**	3,7	3,5	3,6	:
États-Unis	3,6	3,6	3,5	4,4	14,7

: Données non disponibles * Février 2019 ** Mars 2019

Données sources: une_rt_m (taux) et une_rt_m (en milliers de personnes)

« En avril 2020, le deuxième mois pendant lequel les mesures de confinement liées au Covid-19 ont été mises en place par la plupart des Etats membres, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières s'est établi à 7,3% dans la zone euro, en hausse par rapport au taux de 7,1% enregistré en mars 2020. Dans l'UE, le taux de chômage s'est établi à 6,6% en avril 2020, en hausse par rapport au taux de 6,4% de mars 2020. Ces chiffres sont publiés par Eurostat, l'office statistique de l'Union européenne ».

Ce même mercredi 3, l'Allemagne annonce un plan de relance de 130 milliards d'euros sur 2 ans, qui s'ajoute aux 1000 milliards débloqués en mars.

La relance allemande est d'une puissance inédite. Cela est certes bon pour l'UE tout entière mais, si les autres pays européens ont une reprise relativement moins forte et plus tardive, cela va permettre à l'Allemagne non seulement de retrouver en le consolidant son leadership d'avant la crise mais aussi de pouvoir imposer le retour aux normes budgétaires des traités.

Le jeudi 4, réunion de politique monétaire de la BCE :

L'EURO

« Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a pris les décisions de politique monétaire suivantes.

1) L'enveloppe consacrée au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) sera augmentée de 600 milliards d'euros, pour atteindre un total de 1 350 milliards d'euros. En réaction à la révision à la baisse de l'inflation sur l'horizon de projection, liée à la pandémie, l'accroissement du PEPP permettra un nouvel assouplissement de l'orientation générale de la politique monétaire, soutenant les conditions de financement dans l'économie réelle, en particulier pour les entreprises et les ménages. Les achats vont se poursuivre dans le temps, de façon souple, entre les différentes catégories d'actifs et juridictions. Le Conseil des gouverneurs pourra ainsi contrecarrer efficacement les risques pesant sur une transmission harmonieuse de la politique monétaire.

2) L'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP sera étendu jusque fin juin 2021. Dans tous les cas, le Conseil des gouverneurs effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée.

3) Les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP seront réinvestis au moins jusqu'à la fin de 2022. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

4) Les achats nets en vertu du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) vont continuer à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, ainsi que les achats au titre de l'enveloppe supplémentaire temporaire à hauteur de 120 milliards d'euros, jusqu'à la fin de l'année. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

5) Les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance achetés dans le cadre de l'APP se poursuivront pendant une période prolongée après la date à laquelle le Conseil des gouverneurs commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

6) 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 - 0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Le Conseil des gouverneurs reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie ».

La principale mesure annoncée par la BCE est l'augmentation substantielle de son nouveau dispositif, le PEEP, dont l'enveloppe globale passe de 750 milliards d'euros à 1350, avec un prolongement de la durée des achats nets au titre de ce PEEP au moins jusqu'à fin juin 2021 ! Les taux restent inchangés et le programme APP continue à son rythme mensuel de 20 milliards d'euros.

Lors de sa conférence de presse, Christine Lagarde a l'occasion de préciser : « (...) Dans le scénario de référence de [nos projections macroéconomiques], le PIB annuel en volume devrait reculer de 8,7 % en 2020, puis rebondir de 5,2 % en 2021 et de 3,3 % en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2020 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été considérablement revues à la baisse pour 2020 (de 9,5 points de pourcentage) mais révisées à la hausse pour 2021 et 2022 (de respectivement 3,9 points de pourcentage et 1,9 point de pourcentage). (...) ». Et Ch. Lagarde prévient que la BCE pourrait faire encore davantage pour relancer la croissance économique en Europe.

Ces décisions de la BCE détendent tout de suite les conditions de marché, notamment en faveur de l'Italie dont le taux d'emprunt à 10 ans tombe à 1,382%, son plus bas depuis plus de 2 mois ; et les

spreads s'en trouvent bien réduits. Le taux de change de l'euro connaît lui-même une belle progression jusqu'à 1,1315\$, son plus haut depuis 3 mois.

Le vendredi 5, l'OFCE publie un nouveau « policy brief » concernant l'évaluation de l'impact économique de la pandémie de COVID-19. Ce numéro est appelé lui-même à avoir une prochaine actualisation.

Dans l'introduction, on lit notamment

« (...) nous évaluons l'impact du choc de la pandémie du Covid-19 sur l'économie mondiale en avril 2020 en partant des tableaux entrées-sorties issus de la World Input-Output Database (WIOD).

Selon notre évaluation, au mois d'avril 2020, le PIB mondial a chuté de 19 % tandis que le commerce mondial a baissé de 25 %.

Au niveau mondial, la valeur ajoutée de la branche de l'hébergement-restauration aurait diminué de 47 %. De même la fermeture des commerces non essentiels décidée dans nombreuses économies avancées ferait reculer la valeur ajoutée du commerce de 43 %. Ensuite, les secteurs liés à la mobilité auraient eux aussi été fortement touchés : la valeur ajoutée aurait chuté de 35 % dans la fabrication de matériels de transport et de 28 % dans le transport et entreposage.

De la même façon qu'au niveau des branches, les pertes d'activité ne sont pas uniformément réparties géographiquement. Les régions les plus touchées par les mesures prises au mois d'avril se situent en Europe : l'Espagne, l'Italie et la France font partie des pays les plus affectés et connaissent des chutes de valeur ajoutée de plus de 30 points (pouvant aller jusqu'à 36 % en Espagne). Parmi les économies avancées, les États-Unis et l'Allemagne connaissent des chutes d'activité moins fortes (de 22 % et 24 % respectivement) en lien avec des mesures de confinement moins restrictives dans l'ensemble. Si l'Allemagne connaît les pertes domestiques les plus modérées, le pays souffre cependant de sa forte exposition à la demande étrangère. En revanche, les États-Unis limitent l'impact du choc par leur relative fermeture commerciale.

La baisse d'activité liée aux fermetures étant plus marquée dans les secteurs à plus forte intensité de main-d'œuvre, en avril, l'impact de la crise sur la demande de travail est plus fort que l'impact sur la valeur ajoutée. C'est tout particulièrement le cas aux États-Unis et au Royaume-Uni, pays qui enregistrent une baisse de la demande de travail très forte alors que le recul de la valeur ajoutée y est plus faible qu'ailleurs.

Pour protéger l'emploi, les gouvernements des pays européens ont mis en place des filets de sécurité visant à limiter le coût social de cette crise en mutualisant les salaires que les entreprises ne peuvent plus verser à travers le chômage partiel. En avril, l'activité partielle couvrirait 77 % des emplois salariés touchés en France, 83 % au Royaume-Uni, 72 % en Espagne, 75 % en Italie et 59 % en Allemagne. Dans le cas des États-Unis, le dispositif d'activité partielle n'existe pas (ou très marginalement).

Au total, aux États-Unis, les destructions d'emplois pourraient concerner 22,4 millions de salariés. En Europe, le mécanisme d'activité partielle en tant qu'amortisseur majeur de l'incidence de la crise sur le marché du travail a limité les licenciements. C'est en France et en Italie qu'ils seraient les plus faibles (malgré un choc économique conséquent) : 3 % des emplois salariés frappés par la crise. En Allemagne l'importance des destructions d'emplois salariés s'explique par les pertes d'emploi touchant 1,5 million de *minijobbers*, non éligibles au chômage partiel : ceux-ci représentent les 4/5 des 19 % de pertes d'emplois salariés. (...) ».

Un autre « policy brief » de l'OFCE est publié le lundi 8, sous les signatures de C. Blot, J. Creel, E. Faure et P. Hubert : « De nouvelles priorités pour le mandat de la BCE ». Cette étude, importante, traite des relations – d'indépendance, de complémentarité ou de substituabilité – entre l'objectif principal de stabilité des prix et les objectifs secondaires que la BCE a pour mission de réaliser, à savoir soutenir les « politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union », comme promouvoir le plein emploi, la qualité de l'environnement ou le progrès scientifique et technique. « En l'absence d'interaction, la politique monétaire devrait-elle se doter d'un instrument supplémentaire afin de compléter sa mission ? Ou, à l'inverse, dans le cas où ces objectifs interagiraient, donnant lieu à un arbitrage, faudrait-il concevoir la politique monétaire autrement ? (...) Est-il pertinent, opportun et réalisable que la BCE se dote de nouvelles priorités pour la conduite de la politique monétaire ? (...) Étant donné la longue liste d'objectifs secondaires assignés à la BCE, des arbitrages devront avoir lieu par rapport à l'objectif

principal. C'est sans doute la raison pour laquelle le Traité établit une hiérarchie lorsqu'il précise que la réalisation des objectifs secondaires ne doit pas compromettre la poursuite de l'objectif principal : ce faisant, les arbitrages disparaissent automatiquement dès lors que la priorité au ciblage de l'inflation prévaut.

Cependant, le contexte économique a considérablement évolué depuis la création de la BCE. La crise financière mondiale de 2007-2009, la crise de la dette souveraine qui en a résulté et la crise liée au COVID-19 ont toutes eu pour incidence d'inciter les décideurs politiques à revoir leurs priorités ou orientations de politique économique. La stabilité bancaire, la soutenabilité de la dette publique, le réchauffement climatique et la stabilisation macroéconomique sont devenus des enjeux majeurs, tandis que la stabilité des prix a constamment été assurée, le taux d'inflation demeurant résolument bas par rapport à l'objectif d'une progression "inférieure à, mais proche de" 2 %. Partant du principe que le mandat de la BCE n'a pas changé par rapport à celui que lui a conféré le TFUE, il est important d'évaluer si la politique de la BCE orientée vers la stabilité des prix pourrait favoriser ou, au contraire, entraver la réalisation des autres objectifs. (...) ». Pour connaître les éléments de réponse proposés par les auteurs, il faut lire leur étude mais nous nous permettons de citer ici le passage suivant :

« Sur la base de ces résultats, trois types de lien avec l'objectif principal peuvent être établis :

- L'objectif principal et les objectifs secondaires sont *indépendants*, il n'existe aucun lien statistique stable sur lequel les décideurs puissent s'appuyer pour assurer en même temps leur objectif principal et l'objectif secondaire ;
- L'objectif principal et les objectifs secondaires sont *complémentaires*, la poursuite de la stabilité des prix peut contribuer à réaliser un objectif secondaire ;
- L'objectif principal et les objectifs secondaires sont *substituables*, la poursuite de l'un des objectifs peut nuire à l'accomplissement de l'autre.

Notre analyse permet d'établir les résultats suivants :

- Il existe une corrélation positive entre le taux d'inflation et son écart-type : il apparaît que l'augmentation du taux d'inflation soit liée à l'augmentation du degré de dispersion de l'inflation au sein de la zone euro ; [les deux objectifs sont complémentaires : pas d'arbitrage nécessaire] ;
- Il existe une forte corrélation négative entre le taux d'inflation et l'écart-type inter-pays des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires accordés aux ménages : l'augmentation du taux d'inflation va de pair avec une réduction du degré de dispersion des taux de crédit hypothécaire ; [les 2 objectifs sont substituables : cela nécessite un arbitrage] ;
- Il existe enfin une corrélation positive entre l'inflation et l'amélioration du niveau de soutenabilité de la dette ; [les deux objectifs sont substituables : cela nécessite un arbitrage] ;
- Pour les autres indicateurs, nous ne parvenons pas à identifier de lien significatif avec l'inflation dans la zone euro. (...) ». [il y a donc indépendance entre l'objectif de stabilité des prix et les objectifs secondaires de stabilité financière, de stabilité macroéconomique, d'intégration financière, de changement climatique, d'inégalités de revenus, de progrès technique].

Les résultats de leur analyse amènent les auteurs à proposer pour la BCE, comme c'est déjà le cas pour la Fed, un double mandat avec à la fois la stabilité des prix et la croissance/emploi, et même un triple mandat avec la stabilité financière que la BCE poursuit d'ailleurs de facto depuis maintenant plusieurs années.

Également en cette première quinzaine de juin d'autres organismes publient leurs prévisions et/ou leurs études sur l'impact de la crise sanitaire-économique sur les économies nationales.

- D'abord, la *Banque mondiale*, avec ses « Global Economic Prospects », dont on tire le tableau suivant :

TABLE 1.1 Real GDP¹

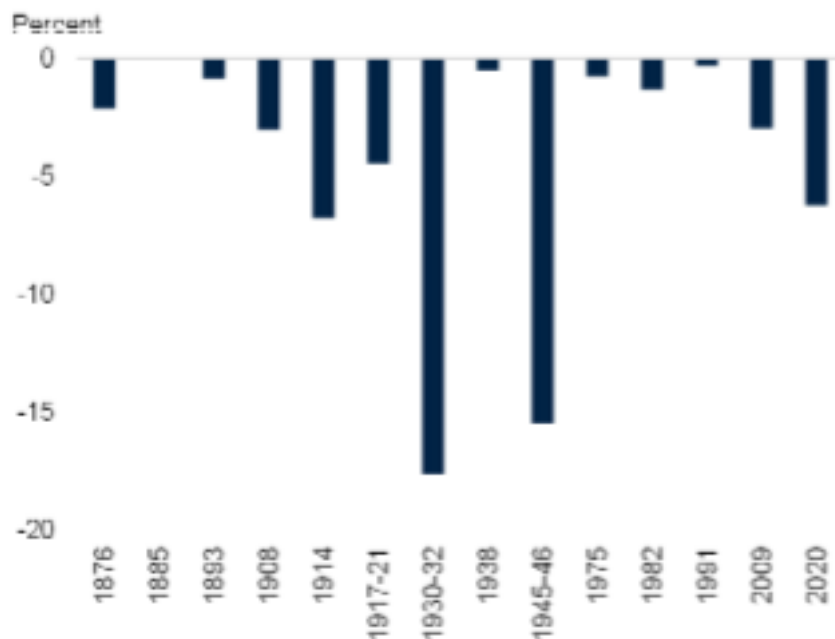
(Percent change from previous year)

Percentage point
differences from January
2020 projections

	2017	2018	2019e	2020f	2021f	2020f	2021f
World	3.3	3.0	2.4	-5.2	4.2	-7.7	1.6
Advanced economies	2.5	2.1	1.6	-7.0	3.9	-8.4	2.4
United States	2.4	2.9	2.3	-6.1	4.0	-7.9	2.3
Euro Area	2.5	1.9	1.2	-9.1	4.5	-10.1	3.2
Japan	2.2	0.3	0.7	-6.1	2.5	-6.8	1.9
Emerging market and developing economies	4.5	4.3	3.5	-2.5	4.6	-6.6	0.3
Commodity-exporting EMDEs	2.2	2.1	1.5	-4.8	3.1	-7.4	0.2
Other EMDEs	6.1	5.7	4.8	-1.1	5.5	-6.2	0.3
Other EMDEs excluding China	5.4	4.8	3.2	-3.6	3.6	-7.6	-0.8
East Asia and Pacific	6.5	6.3	5.9	0.5	6.6	-5.2	1.0
China	6.8	6.6	6.1	1.0	6.9	-4.9	1.1
Indonesia	5.1	5.2	5.0	0.0	4.8	-5.1	-0.4
Thailand	4.1	4.2	2.4	-5.0	4.1	-7.7	1.3
Europe and Central Asia	4.1	3.3	2.2	-4.7	3.6	-7.3	0.7
Russia	1.8	2.5	1.3	-6.0	2.7	-7.6	0.9
Turkey	7.5	2.8	0.9	-3.8	5.0	-6.8	1.0
Poland	4.9	5.3	4.1	-4.2	2.8	-7.8	-0.5
Latin America and the Caribbean	1.9	1.7	0.8	-7.2	2.8	-9.0	0.4
Brazil	1.3	1.3	1.1	-8.0	2.2	-10.0	-0.3
Mexico	2.1	2.2	-0.3	-7.5	3.0	-8.7	1.2
Argentina	2.7	-2.5	-2.2	-7.3	2.1	-6.0	0.7
Middle East and North Africa	1.1	0.9	-0.2	-4.2	2.3	-6.6	-0.4
Saudi Arabia	-0.7	2.4	0.3	-3.8	2.5	-5.7	0.3
Iran	3.8	-4.7	-8.2	-5.3	2.1	-5.3	1.1
Egypt ²	4.2	5.3	5.6	3.0	2.1	-2.8	-3.9
South Asia	6.5	6.5	4.7	-2.7	2.8	-8.2	-3.1
India ³	7.0	6.1	4.2	-3.2	3.1	-9.0	-3.0
Pakistan ²	5.2	5.5	1.9	-2.6	-0.2	-5.0	-3.2
Bangladesh ²	7.3	7.9	8.2	1.6	1.0	-5.6	-6.3
Sub-Saharan Africa	2.6	2.6	2.2	-2.8	3.1	-5.8	0.0
Nigeria	0.8	1.9	2.2	-3.2	1.7	-5.3	-0.4
South Africa	1.4	0.8	0.2	-7.1	2.9	-8.0	1.6
Angola	-0.1	-2.0	-0.9	-4.0	3.1	-5.5	0.7

Dans son rapport, la Banque mondiale a l'occasion, au travers du schéma qui suit, de comparer les différentes récessions que l'économie mondiale a connues depuis 1870 :

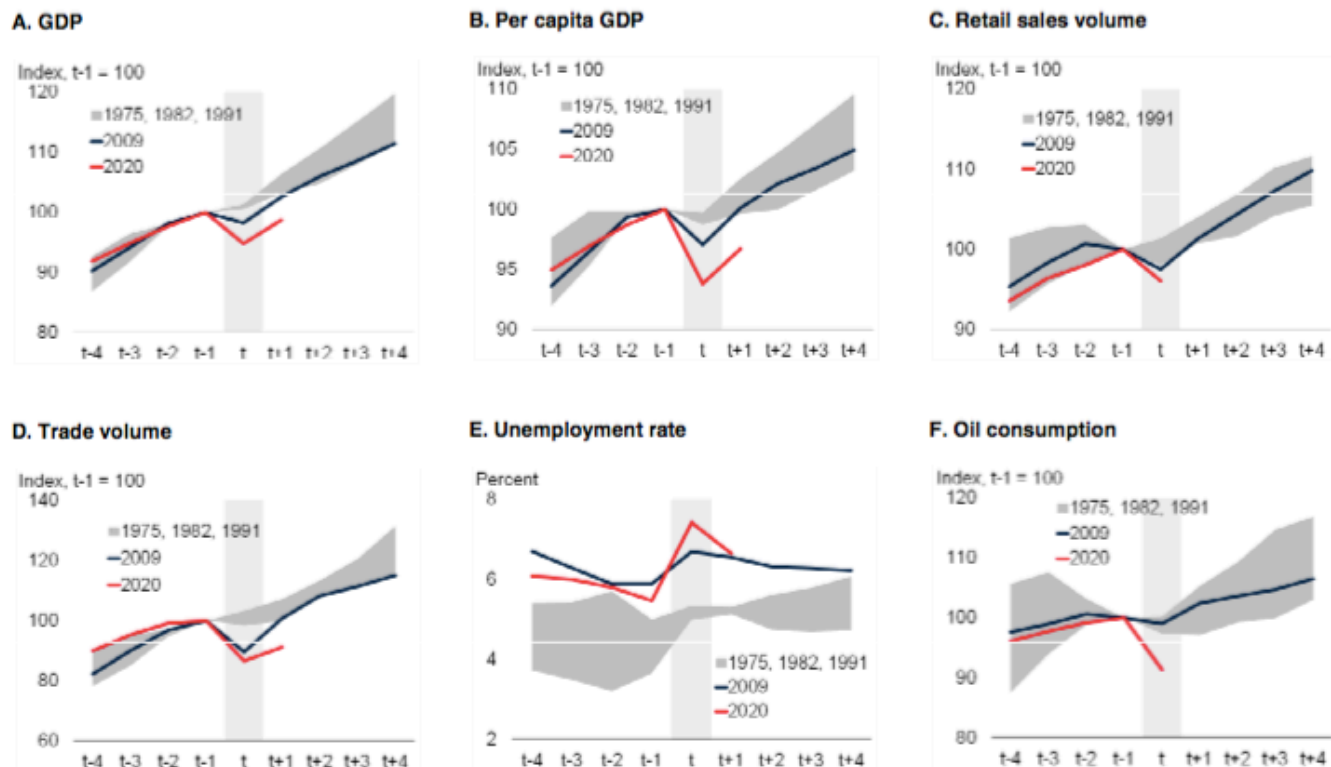
C. Global per capita GDP growth



Dans le même état d'esprit, la Banque mondiale publie les schémas comparatifs suivants qui montrent la gravité de la crise actuelle sous plusieurs aspects :

FIGURE 1.1.2 Global activity during global recessions: 1960-2021

Current forecasts suggest that the COVID-19 recession will involve the sharpest deterioration in multiple measures of economic activity since 1960.

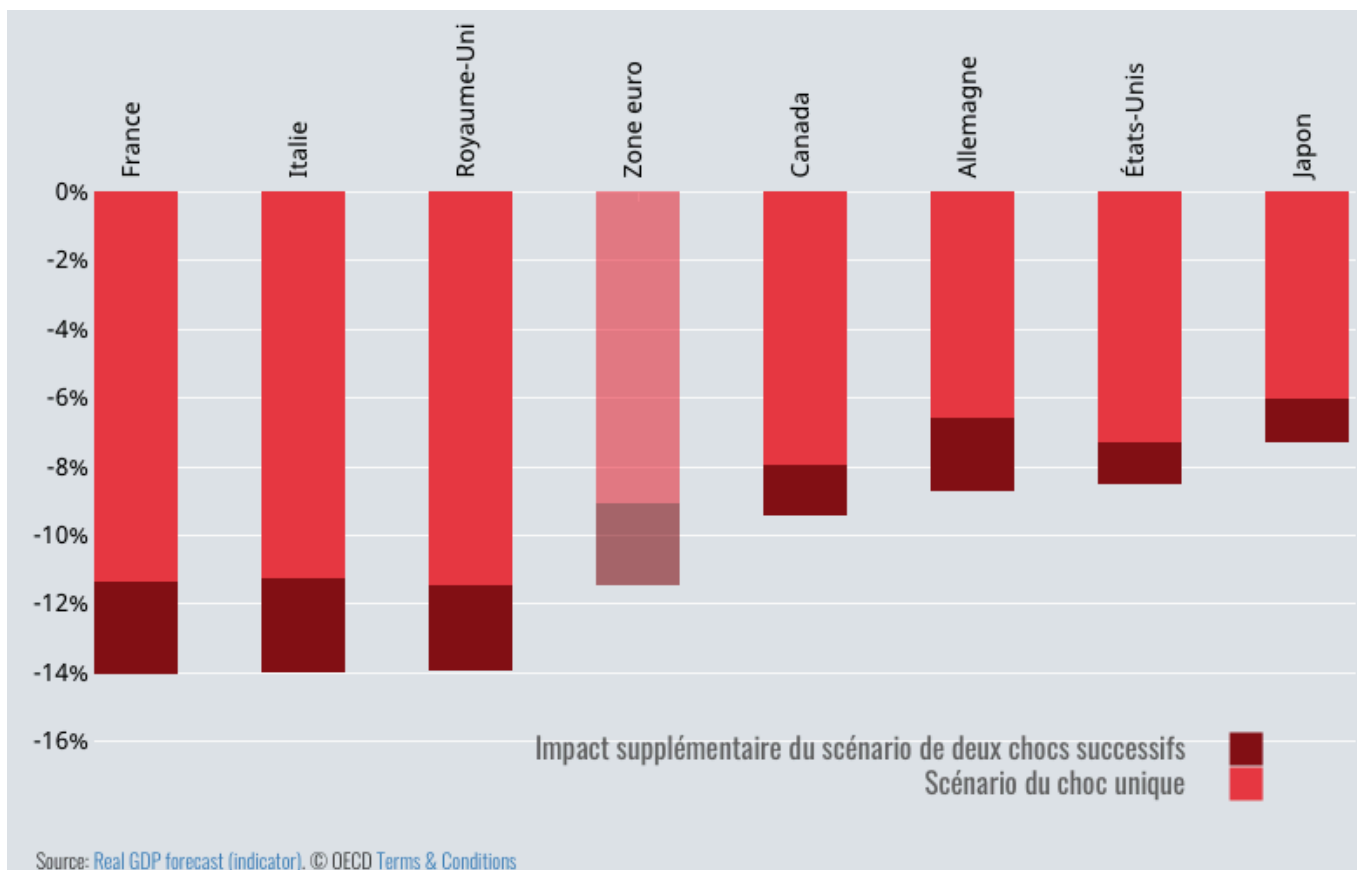


Source: Haver Analytics; International Energy Agency; International Monetary Fund; Kose, Sugawara, and Terrones (2019, 2020); Organisation for Economic Co-operation and Development; World Bank.

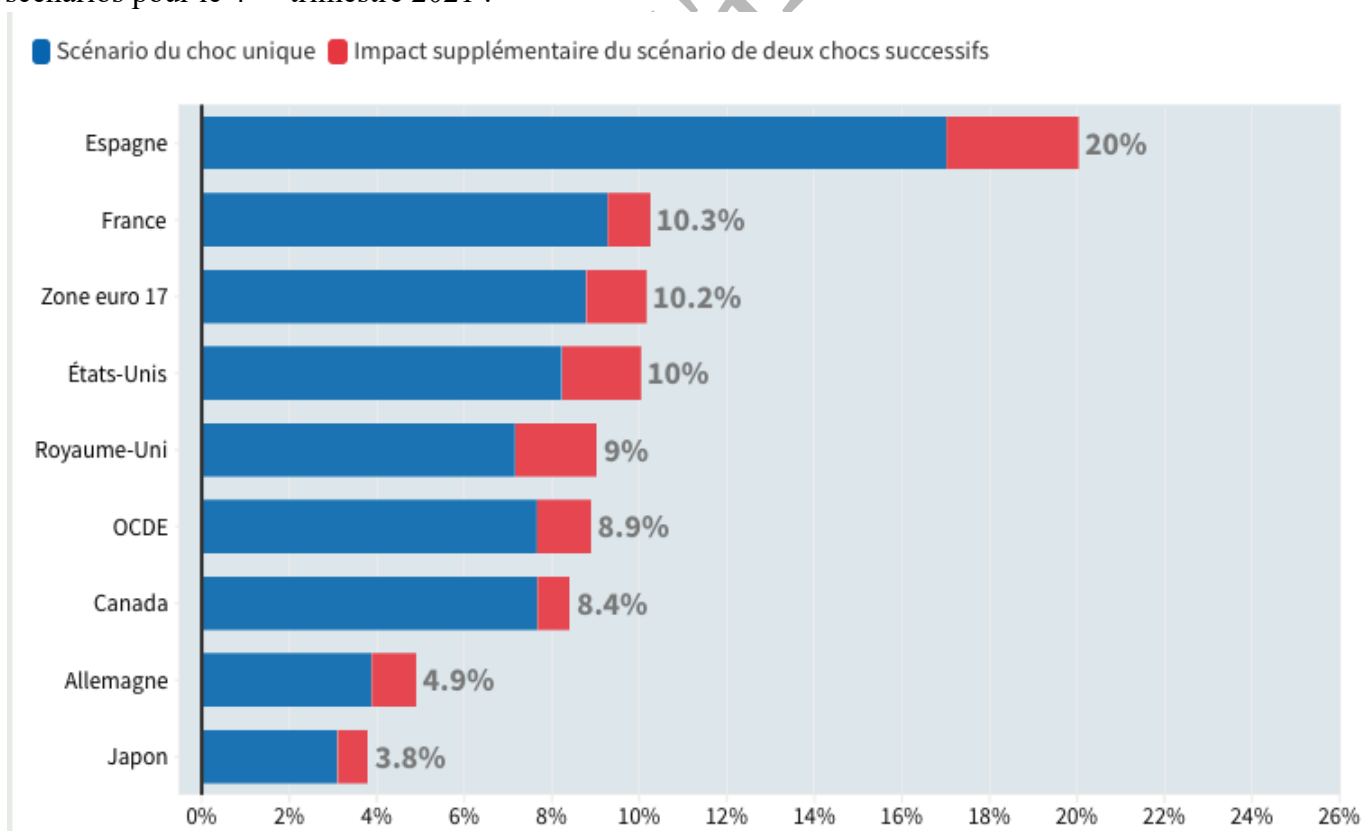
Note: Year "t" denotes the year of global recessions (shaded in light gray). The darker shaded area refers to the range of the three global recessions—1975, 1982, and 1991—with available data. GDP, per capita GDP, retail sales, trade, and oil consumption are index numbers equal to 100 one year before year "t" (i.e., t-1 = 100). Retail sales for 2020 are based on data for the first quarter and shown as a year-on-year percent change. It shows that retail sales declined by around 4 percent in 2020Q1. Unemployment rates for 2020-21 are based on forecasts by the International Monetary Fund in April 2020. Oil consumption for 2020 is taken from forecast data by the International Energy Agency in May 2020.

Ces schémas résultent de la même démarche que celle utilisée par les spécialistes de la science médicale pour comparer les différentes épidémies avec leurs courbes en cloches.

- Ensuite, l'OCDE dans ses « Perspectives économiques », dont on tire le schéma suivant, dans lequel deux scénarios sont distingués selon que l'on considère qu'il peut y avoir une « seconde vague » ou non :



Le tableau suivant montre comment l'OCDE évalue le taux de chômage possible selon les deux scénarios pour le 4^{ème} trimestre 2021 :

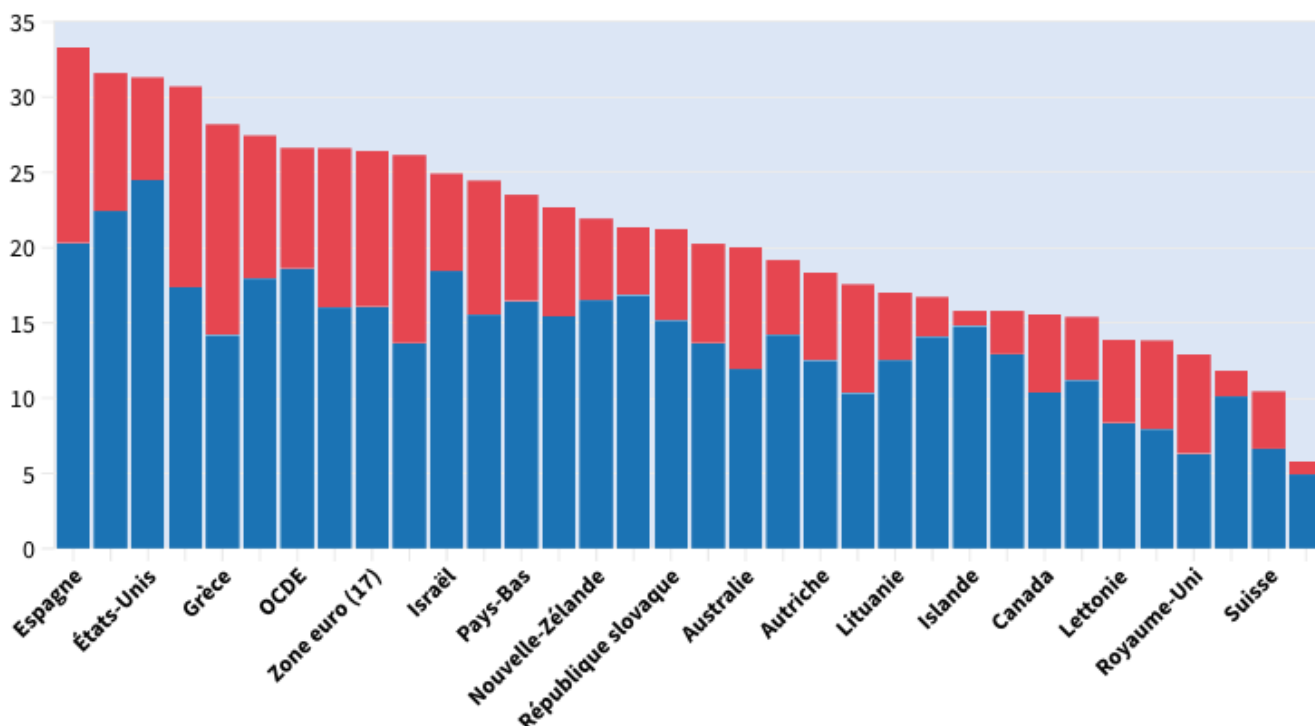


L'OCDE fait également une estimation de la variation (en points de % du PIB) du taux d'endettement public suite aux mesures de soutien de l'activité économique prises par les pouvoirs publics :

Prévisions de l'évolution de la dette publique, 2019-21

Variation en points de % du PIB

■ Scénario du choc unique ■ Impact supplémentaire du scénario de deux chocs successifs

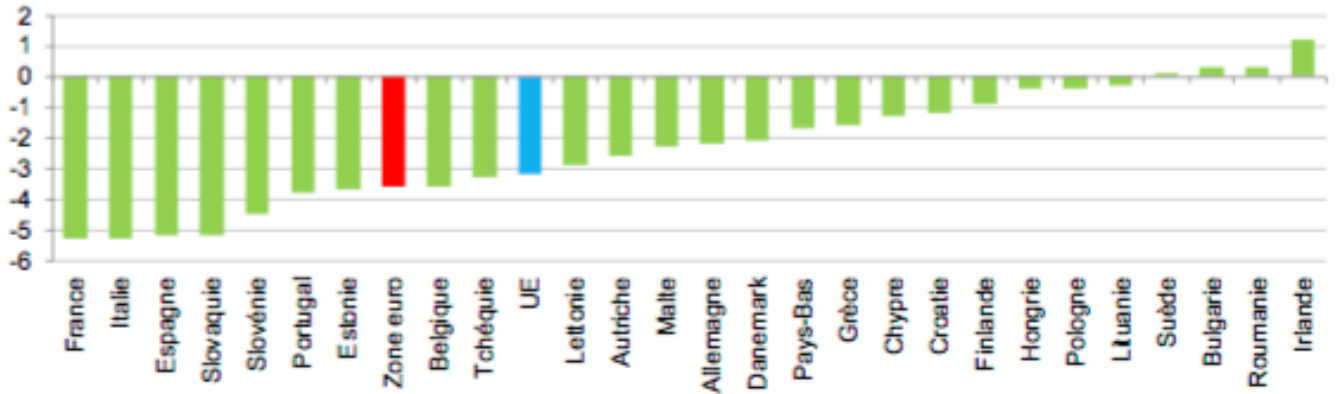


La France (barre immédiatement à droite de celle de la Grèce) aurait un taux d'endettement public augmenté de 17,95 points en cas de choc unique et de 27,46 points en cas de double choc. Pour l'Allemagne (barre à droite de celle de l'OCDE), l'OCDE propose les valeurs suivantes : +16,02 et +26,61 ; pour l'Italie (barre à gauche de celle de la Grèce) : +17,37 et +30,71.

À l'occasion de la publication de ces statistiques, la chef économiste de l'OCDE, Laurence Boone, répond à L'Obs du 11 juin : « (...) Ce qui avait fait redémarrer l'Allemagne après la crise financière, c'était la demande chinoise en biens d'équipement. Aujourd'hui, cette demande est divisée par deux : cela change la donne. La dynamique de la reprise dépendra plus des échanges qui vont se faire à l'intérieur de la zone euro. Il est donc dans l'intérêt de tous que les divergences s'amenuisent, que la demande et l'offre augmentent de concert au sein de la zone euro. L'annonce du fonds de relance par la commission a eu un effet immédiat. Elle a fait baisser fort et vite les taux d'intérêt, et donc le coût de la dette, pour les économies du Sud de l'Europe. C'est un signe de confiance des marchés dans la solidarité européenne qui a un impact instantané sur la reprise. (...) Qui dit fédéralisme devrait dire transfert de souveraineté au niveau européen, mais aussi obligation de rendre des comptes au Parlement européen. Pour l'instant, le fonds de relance européen est censé être temporaire. C'est une première pierre. La suite sera-t-elle plus fédérale ? Certains sont enthousiastes, d'autres veulent mieux comprendre les modalités pour avancer. Cela n'en reste pas moins un saut très fort dans l'intégration européenne ».

• Parmi ses évaluations régulières, Eurostat publie de son côté les trois tableaux suivants sur la baisse de la croissance des différents États membres au cours du 1^{er} trimestre 2020 et sur l'évolution de l'emploi durant cette période :

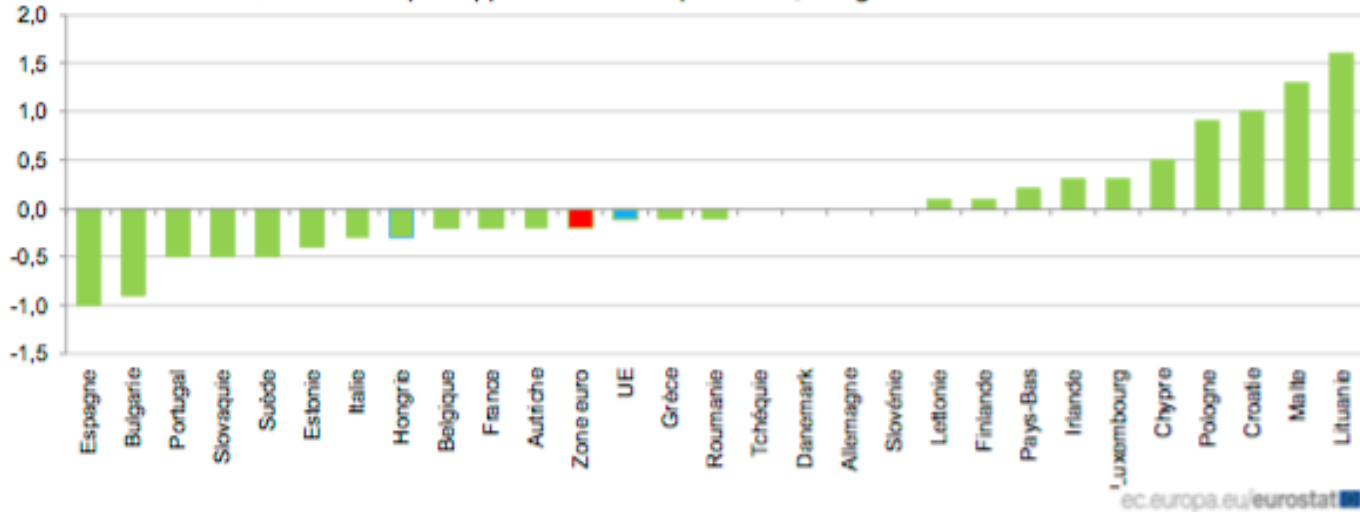
Taux de croissance du PIB au premier trimestre 2020
% de variation par rapport au trimestre précédent, corrigé des variations saisonnières



Luxembourg: données non disponibles pour le premier trimestre 2020

ec.europa.eu/eurostat

Taux de croissance de l'emploi au premier trimestre 2020
% de variation par rapport au trimestre précédent, corrigé des variations saisonnières



ec.europa.eu/eurostat

Le tableau suivant d'Eurostat montre comment le volume des ventes du commerce de détail a évolué par rapport au même mois de 2019 :

L'EURO

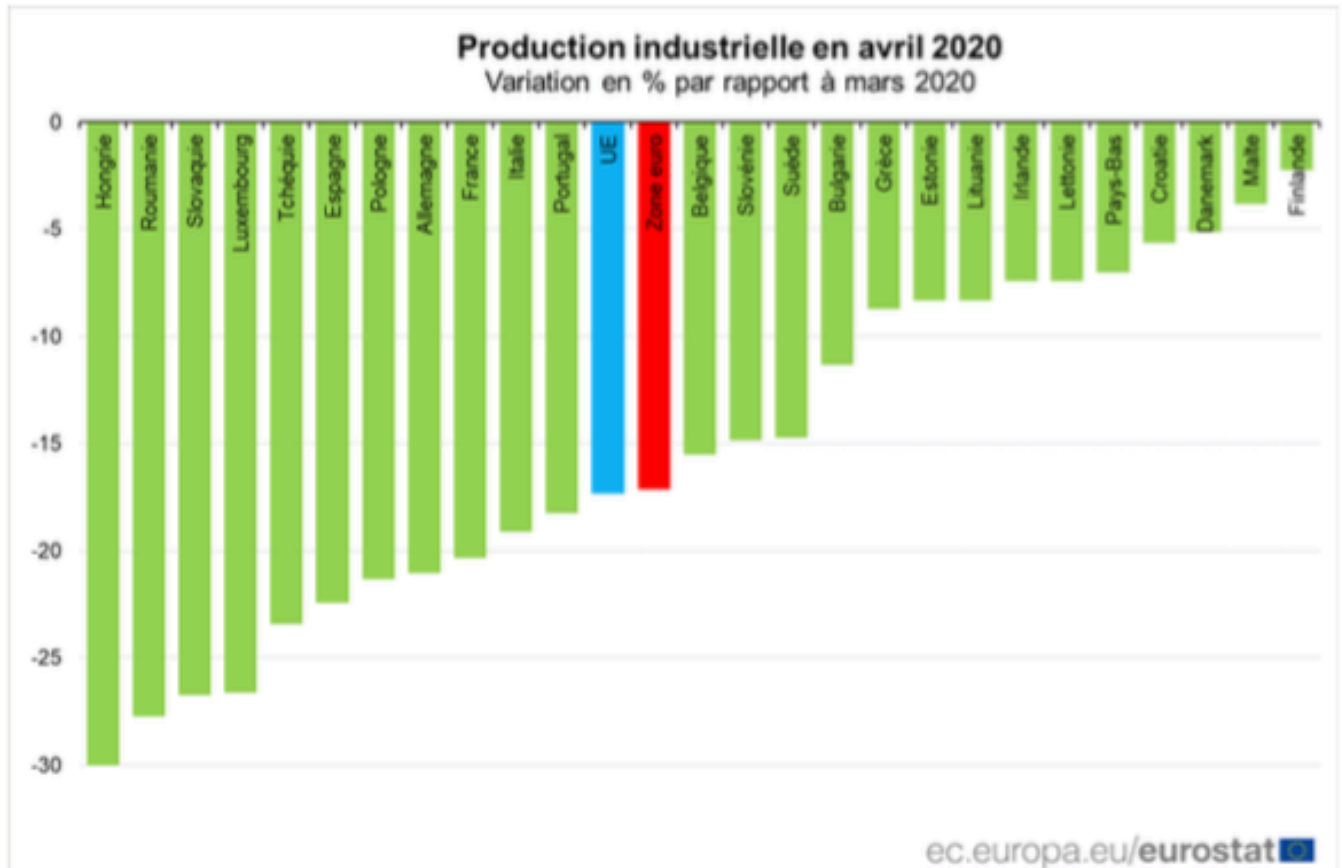
Ensemble du commerce de détail	Nov-19	Déc-19	Jan-20	Fév-20	Mar-20	Apr-20
Zone euro	2,5	1,9	2,2	2,6	-8,8	-19,6
UE	2,8	2,2	2,7	3,1	-7,6	-18,0
Belgique	2,6	0,1	1,3	3,4	-7,7	-14,1
Bulgarie	3,7	5,8	3,4	5,5	-14,6	-19,9
Tchéquie	3,9	4,1	4,8	3,5	-9,2	c
Danemark	-0,2	0,2	1,8	0,6	-3,7	-3,2
Allemagne	3,6	2,3	2,4	2,7	-1,5	-6,2
Estonie	4,4	3,2	3,3	8,1	2,9	-15,0
Irlande	2,3	5,8	3,5	0,8	3,4	-20,9
Grèce	3,7	-1,5	6,2	2,5	-3,1	c
Espagne	3,1	1,3	1,7	2,0	-13,3	-29,8
France	3,5	2,5	2,5	1,2	-13,5	-31,1
Croatie	3,9	4,0	5,1	3,3	-5,1	-24,0
Italie	-0,6	0,7	0,9	c	c	c
Chypre	6,7	5,6	5,8	7,2	-0,6	c
Lettonie	1,7	2,5	1,6	5,9	-0,4	-9,0
Lituanie	4,7	4,0	5,2	7,0	-5,3	-17,9
Luxembourg	4,1	2,6	4,7	5,0	-13,3	-24,7
Hongrie	7,2	6,2	7,6	11,2	3,5	-10,2
Malte	4,8	7,0	3,7	6,7	-0,1	-24,8
Pays-Bas	0,9	3,8	1,9	3,0	0,1	-5,8
Autriche	2,0	0,7	1,4	2,4	-10,6	-18,1
Pologne	5,9	4,1	8,3	7,0	-0,4	-9,9
Portugal	4,7	2,7	4,4	9,5	-5,2	-22,0
Roumanie	6,6	8,5	11,1	11,3	3,3	-19,5
Slovénie	-3,3	-5,7	-0,9	-4,5	-13,8	-22,6
Slovaquie	-4,0	-2,5	-1,0	3,9	-3,5	-14,3
Finlande	1,4	0,2	2,7	4,1	-0,3	-0,5
Suède	1,0	1,9	2,8	3,1	-0,2	-3,4
Royaume-Uni	-0,9	2,7	2,5	1,8	-4,1	-22,5
Norvège	0,7	-0,7	-1,7	2,0	1,3	3,8
Suisse	1,2	1,0	0,2	1,0	-5,7	-20,0

* Données corrigées des effets de calendrier

c Données confidentielles

Concernant le commerce international, Eurostat donne les informations suivantes : « En avril 2020, les mesures du confinement liées au Covid-19 largement mises en place par les États membres ont continué à avoir un impact significatif sur le commerce international de biens. Selon les premières estimations, les exportations de biens de la zone euro vers le reste du monde se sont établies à 136,6 milliards d'euros en avril 2020, en baisse de 29,3% par rapport à avril 2019 (193,3 mrd). Les importations depuis le reste du monde ont quant à elles été de 133,7 mrd d'euros, en baisse de 24,8% par rapport à avril 2019 (177,8 mrd). En conséquence, la zone euro a enregistré en avril 2020 un excédent de 2,9 mrd d'euros de son commerce international de biens avec le reste du monde, contre +15,5 mrd en avril 2019. Le commerce intra-zone euro s'est établi à 112,4 mrd d'euros en avril 2020, en baisse de 32,2% par rapport à avril 2019 ».

Eurostat publie aussi le schéma suivant sur l'évolution de la production industrielle entre mars et avril :

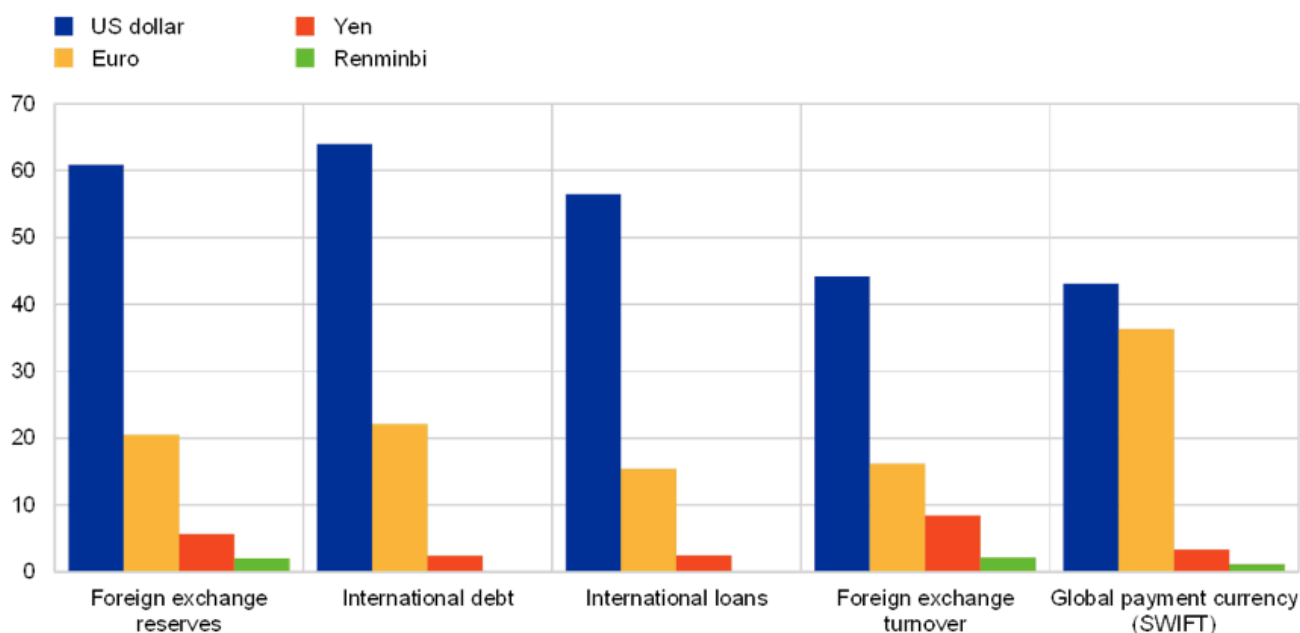


« En avril 2020, par rapport à mars 2020, dans la zone euro, la production a diminué de 28,9% pour les biens de consommation durables, de 26,6% pour les biens d'investissement, de 15,6% pour les biens intermédiaires, de 11,9% pour les biens de consommation non-durables et de 4,8% pour l'énergie ».

De son côté, la *Banque centrale européenne* (BCE) publie plusieurs documents intéressants. L'un donne la position de la monnaie unique européenne au sein du système monétaire international :

Snapshot of the international monetary system

(percentages)



Sources: BIS, IMF, SWIFT and ECB calculations.

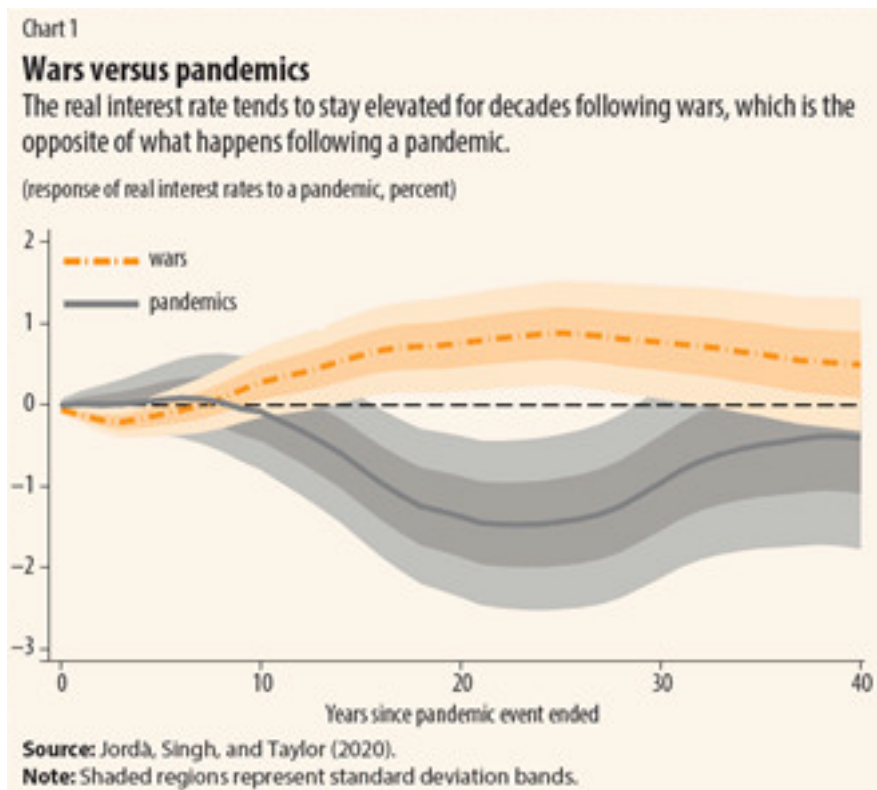
Note: The latest data are for the fourth quarter of 2019.

Certes, l'euro apparaît comme étant la 2^{ème} devise sur le plan mondial, mais, comme le disent les économistes Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, « l'euro n'a pas sur la scène financière internationale un poids supérieur à celui qu'avaient le Deutsche Mark et le Franc réunis quand il les remplaça en 1999 ». D'ailleurs, cette position de l'euro s'est paradoxalement effritée continûment depuis la crise de 2007-2008. Décidément, le dollar reste la devise-clé incontestée du SMI actuel. Les nombreuses incertitudes qui caractérisent l'économie mondiale depuis plusieurs années font du dollar une monnaie refuge, rôle qui est renforcé par le statut de prêteur international que joue la Fed.

Un autre document publié par la BCE concerne la situation des 7 pays hors zone euro qui sont candidats pour adopter la monnaie unique (Bulgarie, République tchèque, Croatie, Hongrie, Pologne, Roumanie, Suède) : aucun de ces pays ne satisfait aux critères de convergence à respecter.

• Le FMI, dans sa revue « *Finance et Développement* », publie un article des économistes O. Jorda, S.R. Singh et A.M. Taylor : « La longue gueule de bois économique des pandémies » ; ils fondent leur étude sur l'analyse des 15 plus graves pandémies depuis la peste noire de 1331-1353. Dès les premières lignes, on a la confirmation du titre (et du sous-titre : « L'histoire montre que les retombées économiques de Covid-19 pourraient être avec nous pendant des décennies ») : « Le bilan de la pandémie COVID-19 sur l'activité économique ces derniers mois n'est que le début de l'histoire. Bien que l'effondrement rapide et sans précédent de la production, du commerce et de l'emploi puisse s'inverser à mesure que la pandémie s'atténue, les données historiques suggèrent que les conséquences économiques à long terme pourraient persister pour une génération ou plus. (...) »

Les économistes parlent du taux d'intérêt naturel ou neutre comme du niveau d'équilibre qui permettrait à l'économie de croître à son rythme potentiel avec une inflation stable. À long terme, la demande et l'offre relatives de fonds prêtables par les épargnants et les emprunteurs déterminent le taux naturel. Le taux naturel est un baromètre économique important. Par exemple, à mesure que les populations deviennent plus frugales, l'offre relative d'épargne augmente ; lorsque le rythme de croissance sous-jacent diminue, l'investissement devient moins attractif - dans les deux cas, le taux naturel baisse pour rétablir l'équilibre. Comme le montre le graphique 1, les pandémies ont des effets durables sur les taux d'intérêt. À la suite d'une pandémie, la réponse du taux d'intérêt naturel est inclinée de près de 1,5 point de pourcentage environ 20 ans plus tard. En termes de perspective, cette baisse est comparable à ce que nous avons connu du milieu des années 80 à aujourd'hui. Nous constatons également qu'il faut 20 ans supplémentaires pour que le taux naturel revienne à son niveau d'origine.



[Note : la courbe pour les guerres est tournée vers le haut, contrairement à celles des pandémies : cela correspond au fait que lors des conflits armés la perte relative de capital par rapport au travail conduit les taux à s'élever et non à baisser].

(...) Les données présentées dans le graphique 1 sont conformes au modèle de croissance néoclassique bien connu. La perte de travail sans destruction parallèle de capital conduit à un rééquilibrage des rendements relatifs du travail et du capital. La baisse des taux d'intérêt qui en résulte peut également être amplifiée par l'augmentation de l'épargne des survivants d'une pandémie - ils peuvent simplement souhaiter reconstituer leur richesse ou être simplement plus économe par prudence. (...) Si le mécanisme néoclassique est correct, il y a une autre dimension où les effets des pandémies devraient être visibles. À mesure que le rapport travail-capital diminue, le taux naturel devrait baisser mais les salaires réels devraient augmenter. Le graphique 2 [non reproduit ici] montre la réponse du salaire réel aux pandémies ; il augmente progressivement de sorte que, après 40 ans, le salaire réel est supérieur d'environ 10%. Ce schéma est donc conforme à la logique du modèle de croissance néoclassique. (...)

Les pandémies sont suivies de périodes prolongées - sur plusieurs décennies - avec des taux d'intérêt réels déprimés. Cela peut refléter un manque d'investissement nécessaire (en raison d'un excédent de capital par unité de travail survivant), un désir accru d'épargner (par prudence, une plus grande incertitude ou un désir de reconstruire une richesse épuisée), ou les deux.

Si les tendances historiques que nous avons mises en évidence se manifestent de manière similaire dans le sillage de COVID-19, alors la stagnation séculaire (Summers 2014) serait une préoccupation pour la politique de stabilisation monétaire et budgétaire pour les deux prochaines décennies ou plus. Mais devrions-nous nous attendre à des baisses de 1,5% à 2% du taux naturel cette fois-ci ?

Il y a au moins trois facteurs qui atténueront probablement la baisse du taux naturel.

Premièrement, le nombre de morts de COVID-19 par rapport à la population totale pourrait être inférieur à celui de certaines des grandes pandémies du passé, parce que les soins médicaux modernes et les mesures de santé publique sont plus efficaces.

Deuxièmement, COVID-19 affecte principalement les personnes âgées, qui ne font plus partie de la population active et ont tendance à épargner relativement plus que les jeunes - une grande différence par rapport aux siècles passés, lorsque les gens avaient une espérance de vie plus courte.

Troisièmement, une expansion budgétaire anti-pandémique agressive stimulera davantage la dette publique, réduisant le taux d'épargne national et exerçant éventuellement une pression à la hausse sur les taux d'intérêt réels.

Au total, nous prévoyons toujours une période soutenue de taux d'intérêt réels bas (bien qu'atténués par les facteurs que nous avons évoqués). Des taux réels bas devraient alors offrir aux gouvernements un espace budgétaire bienvenu pour atténuer de manière agressive les conséquences de la pandémie ».

Le mercredi 10, le gouvernement français présente son 3^{ème} projet de loi de finances rectificative : « Face aux conséquences économiques et sociales de la crise du Coronavirus Covid-19, les dispositifs d'urgence en faveur des salariés et des entreprises sont prolongés. Leurs moyens sont renforcés pour atteindre au total :

- près de 31 milliards d'euros pour l'activité partielle,
- 8 milliards d'euros pour le fonds de solidarité pour les très petites entreprises (TPE).
- Fonds de solidarité pour les TPE, indépendants et micro-entrepreneurs : une aide pouvant aller jusqu'à 1 500 euros

Les dispositifs sont complétés par des plans de soutien d'urgence aux secteurs les plus touchés par la crise. Ces derniers représentent une mobilisation de ressources de 43,5 milliards d'euros au total, auxquels l'État et ses opérateurs contribuent fortement :

- le plan tourisme, qui permet la mobilisation de 18 milliards d'euros au profit du secteur,
- le plan de soutien au secteur automobile de 8 milliards d'euros,
- le plan de soutien au secteur aéronautique de 15 milliards d'euros,
- le plan en faveur du secteur des startups et entreprises technologiques, pour un montant total de 1,2 milliards d'euros dont 700 millions d'euros issus de fonds publics,
- le plan en faveur du secteur culturel, pour un total de 1,3 milliards d'euros.

Le PLFR-III porte les crédits de l'État pour la mise en œuvre de ces plans. (...)

La révision des perspectives de croissance et l'impact budgétaire des mesures d'urgence conduisent à revoir le déficit public à -11,4%, contre -9,1% en loi de finances rectificative (LFR2). Ces résultats soulignent l'importance de l'effort consenti par l'État au soutien : des entreprises, des secteurs industriels stratégiques, des emplois, des citoyens les plus vulnérables. (...) ».

Le jeudi 11, le Président de l'Eurogroupe, Mario Centeno, publie le communiqué de presse de la réunion qui vient de se tenir en vidéoconférence. Rien d'important n'en ressort puisque les ministres des finances de la zone euro ont traité successivement de trois sujets : la coordination de leurs différents plans de relance, la situation de la Grèce et l'Union bancaire.

Le vendredi 12, lors de son rapport semestriel au Congrès sur la situation économique et la politique monétaire, le Président de la Fed, Jerome Powell, dit s'attendre à une forte baisse de l'activité économique pour le trimestre en cours et estime que les entreprises et les ménages pourraient souffrir au niveau de leurs finances de « fragilités persistantes » après le choc de la pandémie ; et que la reprise prendra du temps. Deux jours auparavant, J. Powell avait informé des décisions de politique monétaire prises par le Comité : pas de modification des taux directeurs et maintien des dispositifs pour soutenir l'activité ; donc la politique monétaire de la Fed est inchangée ; J. Powell la considère comme adaptée à la situation.

Dans son édition des 14-15 juin, Le Monde publie sur deux pages 4 articles qui traitent tous de la question envisagée dans nos pages depuis maintenant assez longtemps, la question de la dette européenne liée à la crise sanitaire-économique actuelle.

• Le premier article, « Pour une annulation des créances détenues par la Banque centrale européenne », est signé de B. Bridonneau, N. Dufrene, G. Giraud, A. Grandjean, A. Lalucq et L. Scialom.

En voici des extraits :

« (...) Ce qui rend ambitieux "EU Next Generation", le plan de relance proposé par la Commission européenne, tient moins à son montant (750 milliards d'euros) qu'à son schéma de financement. La Commission propose en effet d'émettre une dette au nom de l'Union européenne (UE). Est-ce un tout premier pas vers une mutualisation budgétaire qui réduirait le risque des dettes publiques de chaque État-membre en le partageant ? Il faut l'espérer, car sans partage du risque souverain, certaines dettes nationales seront jugées insoutenables. Reste que le chemin vers l'union budgétaire sera d'autant plus long et tortueux qu'il exige aussi une Union politique et fiscale... En attendant, les États membres doivent trouver des marges de manœuvre financières qui leur permettent d'investir. C'est à cela que servirait une annulation de tout ou partie des dettes détenues par la BCE. (...) Précisons d'emblée

qu'il est ici question de l'annulation des dettes publiques rachetées depuis 2015 par la BCE, soit 2 320 milliards d'euros pour l'ensemble de l'UE, dont 457 milliards d'euros pour la France, à fin mai 2020. Et non pas d'annuler les titres de dette publique détenus par les banques, les assurances ou les fonds de pension, ce qui déstabiliserait le système financier et appauvrirait les épargnants. Une banque centrale, rappelons-le, n'est ni un créancier ordinaire ni un débiteur ordinaire. Si elle annulait une créance qu'elle détient, aucun fardeau ne serait transféré sur quiconque puisque son passif n'est exigible par personne (ce qui n'est évidemment pas le cas d'une banque commerciale). Il n'y a pas ici de "mystification" ni de "tour de magie monétaire", seulement une réalité monétaire et comptable qu'aucun spécialiste ne conteste. En cas d'annulation, les États n'auraient plus à rembourser le principal (une dette ne se réduit pas à sa charge d'intérêts, surtout lorsque ceux-ci sont nuls !). Ils pourraient alors se réendetter pour un même montant afin d'investir dans des activités socialement et écologiquement utiles, au lieu de faire "rouler" la dette ad nauseam. (...) Ce que nous proposons ne relève pas de l'"économie vaudoue", mais d'une vision de la monnaie libre, aux antipodes de la morale sacrificielle du "demain, il faudra bien payer", faite pour justifier des politiques d'austérité aussi injustes qu'inefficaces ».

Notons malgré tout que si le risque inflationniste de la politique monétaire très expansive de la BCE devenait probable, il faudrait sans doute le contrecarrer par une politique d'austérité salariale. Ce risque inflationniste serait probable si la baisse de la productivité que va entraîner pour les entreprises la crise économique conduisait celles-ci à la compenser par une élévation de leurs prix de vente, surtout si la reprise de la demande est vigoureuse.

Soulignons que l'un des auteurs de cet article, Laurence Scialom, professeur d'économie à l'université Paris-Nanterre, donne aussi ce samedi 13 un entretien à « Alternatives économiques » : « (...) On a choisi depuis une quarantaine d'années des règles qui dépolitisent totalement la monnaie, mais chassez-la par la porte et elle reviendra toujours par la fenêtre en période de crise. On le voit à l'occasion de cette pandémie : la BCE a joué un rôle de premier plan pour faire face au choc sur l'économie. (...) Il est donc important de multiplier les débats publics et de faire preuve de pédagogie pour expliquer des mécanismes qui, en réalité, sont intelligibles pour tout un chacun.

L'émergence d'un contre-pouvoir citoyen est donc indispensable pour que les questions monétaires et financières n'échappent plus au débat public. (...) La monnaie, en tant qu'institution sociale mériterait d'être repolitisée, et sa gestion démocratisée. Aujourd'hui, la banque centrale décide seule ce qu'elle fait. À l'heure où la transition écologique est un impératif si l'on veut que la Terre reste vivable pour les générations futures, il est grand temps que la banque centrale réoriente son portefeuille vers des actifs plus verts et contribue à la transition de la finance vers les objectifs des accords de Paris. (...) Après-guerre, la question des secteurs ou activités à financer par création monétaire était débattue démocratiquement avec les syndicats et le patronat. Désormais, cela relève d'une gestion laissée à la main d'experts sans délibération véritable. Il y a un vide démocratique dans la sphère monétaire. (...) Nous devons replacer la création monétaire au cœur du débat démocratique, quitte à réviser des traités qui ont été signés à une époque où les défis économiques n'avaient rien à voir avec ceux d'aujourd'hui. (...) La confiance dans une monnaie est en général liée à la confiance en l'État qui l'émet. Or, en Europe, on a une monnaie dite "centrale" qui est émise en commun à l'échelle de la zone euro, par la BCE, mais nous n'avons pas d'État fédéral. Notre monnaie bancaire, c'est-à-dire l'essentiel de la monnaie créée dans l'économie, est émise par des banques qui sont quant à elles sous la houlette des gouvernements, allemands, italiens, autrichiens, etc. selon le pays de la maison-mère. En clair, on a fédéralisé la monnaie centrale et on a laissé la monnaie bancaire aux mains des États membres puisqu'il n'existe pas de mécanisme qui permette de gérer le renflouement des banques à l'échelle de la zone euro, ni de budget fédéral. Cela crée un cercle vicieux entre crise de la dette souveraine et fragilité bancaire. (...) ».

• Le deuxième article, « La dette n'est pas le souci, c'est la solution », est signé de Raul Sampognaro. Son point de vue propose une analyse complémentaire à celle de l'article précédent :

« (...) la dette n'est pas un problème économique par essence. La soutenabilité des finances publiques n'est pas remise en cause si la dette sert à accroître le potentiel productif. La dette qui finance des infrastructures publiques, le système éducatif, la recherche et l'innovation est une bonne dette. Mais il faut aller plus loin. (...) Aucun mécanisme privé de mutualisation des risques ne peut nous assurer contre une crise comme celle que nous vivons. En revanche, l'État dispose d'un horizon d'action long et stable. Il peut s'endetter dans des conditions plus favorables que n'importe quel agent privé. Ceci

permet d'étaler un choc sur plusieurs décennies. L'État joue alors un rôle d'assureur en dernier ressort. S'il ne le fait pas pleinement, la déflagration mettra à mal la stabilité de nos sociétés. L'endettement sert usuellement à l'investissement. L'endettement public doit maintenant jouer un rôle d'assurance et amortir les effets dévastateurs de chocs incontrôlés. D'aucuns rétorqueront : que faire si les taux d'intérêt augmentent ? Cette question est légitime. Une hausse rapide des taux souverains pourrait déclencher une spirale auto-entretenu de hausse de la charge des intérêts qui dégraderait le déficit et la dette. Mais aujourd'hui, ce risque est négligeable en France comme dans la majorité des économies avancées. (...) Pour des raisons d'efficacité, il est nécessaire de réduire le poids des mécanismes de marché dans la fixation des taux d'intérêt souverains. La banque centrale doit pouvoir jouer librement son rôle de prêteur en dernier ressort. Modifier la réglementation financière permettrait d'orienter l'épargne privée vers des projets utiles et à risque maîtrisé. La dette publique n'est pas un problème, mais un pilier de la solution. Offrir un niveau abondant de titres publics dans la situation actuelle relève donc tout simplement de la bonne gestion ».

• Le troisième article, « Bruxelles doit soutenir et non piéger », est signé par J.-M. Naulot. L'auteur concentre son analyse sur le plan de relance prévu par la Commission en pointant des incertitudes de trois ordres : financier, juridique et institutionnel, et conclut : « Ne serait-il pas prudent de lever dès le départ ces ambiguïtés ? Ce n'est pas jouer les esprits chagrins que de poser de telles questions financières, juridiques et institutionnelles. Nos concitoyens sont en droit d'obtenir des réponses claires, surtout dans une période où le mur de la dette ne cesse de s'élever. Compte tenu des montants en jeu, la transparence doit être complète ».

• Le quatrième et dernier article, « Un goût de fédéralisme ? » est signé de Sébastien Maillard, l'actuel directeur de l'Institut Jacques Delors. Le lecteur fidèle des lignes de cet historique et des réflexions personnelles qui l'émaillent ne sera pas surpris que l'on partage à la fois l'espoir et les doutes de S. Maillard :

« “Rien n'arrête une idée dont le temps est venu“, prévenait Victor Hugo. L'idée de permettre à l'Union européenne (UE) de s'endetter à la place des États, pour répondre à leurs nouveaux et pressants défis, voit son heure arriver. Ursula von der Leyen, la présidente de la Commission européenne, a mis sur la table une ambitieuse proposition, celle d'un grand emprunt européen levé sur les marchés au nom des Vingt-Sept pour financer les dépenses des États qui doivent remuscler et verdifier leurs économies. Pour rembourser plus tard cet emprunt, la Commission suggère plusieurs projets de taxation qui attribueraient à l'UE de nouvelles recettes propres, c'est-à-dire indépendantes des contributions des États.

Si l'ensemble répand un parfum fédéraliste, nous ne faisons pas les “États-Unis d'Europe“, n'en déplaise au grand Hugo qui forgea l'expression. Le compromis qui sortira des dures négociations lancées par le sommet européen du 19 juin n'aura pas la radicalité des projets fédéralistes ni l'ampleur d'un stabilisateur automatique qu'enseigne la théorie économique. Les négociations impliqueront 27 exécutifs, puis 27 parlements nationaux (sans compter les assemblées régionales) pour la ratification, ainsi que le Parlement européen. Autant de lieux de décisions qui peuvent transformer la négociation en embrouillamini, au risque d'édulcorer l'idée initiale. La conjoncture politique présente toutefois quelques solides éléments porteurs pour soutenir l'élan. (...) Robert Schuman pressait ainsi les ministres européens : “Vous n'êtes pas en train de négocier. Vous êtes en train de trouver une solution“ ».

Dans son Adresse aux Français, le dimanche 14 au soir, le Président Macron, deux passages retiennent l'attention :

Dans la premier, E. Macron évoque le rôle de l'Europe dans « l'après-Covid » : « (...) Ce plan de reconstruction se fera avec l'Europe qui, après des débuts timides, s'est hissée à la hauteur du moment. L'accord franco-allemand autour d'un endettement conjoint et d'un plan d'investissement pour redresser l'économie du continent est un tournant historique. En empruntant pour la première fois ensemble, avec la chancelière d'Allemagne, nous proposons aux autres États européens de dire “nous“ plutôt qu'une addition de “je“. C'est le résultat d'un travail acharné, initié par la France, et que nous menons depuis trois ans. Ce peut être là, une étape inédite de notre aventure européenne et la consolidation d'une Europe indépendante qui se donne les moyens d'affirmer son identité, sa culture, sa singularité face à la Chine, aux États-Unis et dans le désordre mondial que nous

connaissons. Une Europe plus forte, plus solidaire, plus souveraine. C'est le combat que je mènerai en votre nom dès le conseil européen de juillet et dans les deux années à venir. (...) ».

Ce passage confirme les positions déjà prises par le Président français et rappelle à juste titre ce que j'ai nommé ici « la proposition Macron-Merkel ». Par contre, je ne comprends pas pourquoi E. Macron évoque le Conseil européen de juillet alors qu'il y a préalablement celui du 19 juin prochain, qui s'avère également très important.

Le deuxième passage de l'allocution d'E. Macon concerne l'organisation du pouvoir politique : « (...) il me reviendra avec vous de bâtir de nouveaux équilibres dans les pouvoirs et les responsabilités. C'est le troisième axe que je vois à cette nouvelle étape. J'en ai la conviction profonde : l'organisation de l'État et de notre action doit profondément changer. Tout ne peut pas être décidé si souvent à Paris.

Face à l'épidémie, les citoyens, les entreprises, les syndicats, les associations, les collectivités locales, les agents de l'État dans les territoires ont su faire preuve d'ingéniosité, d'efficacité, de solidarité.

Faisons-leur davantage confiance. Libérons la créativité et l'énergie du terrain.

C'est pourquoi je veux ouvrir pour notre pays une page nouvelle donnant des libertés et des responsabilités inédites à ceux qui agissent au plus près de nos vies, libertés et responsabilités pour nos hôpitaux, nos universités, nos entrepreneurs, nos maires et beaucoup d'autres acteurs essentiels. (...) ».

Ce passage exprime selon moi une petite révolution dans les conceptions d'E. Macron sur l'organisation politique de la France. Lui, au départ très « jupitérien », défendant plutôt une vue centralisée et verticale du pouvoir, semble prêt, à partir des leçons à tirer de la crise sanitaire-économique, à mettre un peu de « girondinisme » dans son « jacobinisme » originel ; à condition de ne pas confondre décentralisation et déconcentration. Cela serait dans doute très profitable à la France, non seulement pour l'amélioration de son fonctionnement administrativo-technocratique et pour que notre démocratie soit plus vivante, mais aussi pour que notre pays soit mieux préparé à l'évolution fédéraliste que pourrait prendre la relance européenne. Poussée à l'extrême, la régionalisation pourrait avoir pour conséquence de poser la question fédérative non pas en termes de « fédération de nations » mais en termes de « fédération de régions » (voir dans ce document la référence faite à l'article d'Ulrike Guérot, en date du 23 décembre 2017).

Le mardi 16, la Commission européenne lance un grand examen de la politique commerciale de l'Union.

« L'objectif de la Commission est de parvenir à un consensus sur la nouvelle direction à donner à la politique commerciale européenne à moyen terme pour répondre à divers nouveaux défis qui se posent au niveau mondial et en tenant compte des enseignements tirés de la crise du coronavirus.

Une Union européenne forte a besoin d'une politique commerciale et d'investissement solide pour soutenir la relance économique, créer des emplois de qualité, protéger les entreprises européennes contre les pratiques déloyales dans l'Union et en dehors de celle-ci, et assurer la cohérence avec les priorités plus larges dans les domaines de la durabilité, du changement climatique, de l'économie numérique et de la sécurité ».

Le mercredi 17, la Commission européenne adopte un livre blanc sur les subventions étrangères au sein du marché unique. Voici le début du communiqué :

« La Commission européenne a adopté un livre blanc sur les effets de distorsion causés par les subventions étrangères au sein du marché unique. Elle souhaite maintenant recueillir des avis et des contributions de toutes les parties prenantes sur les options présentées dans le livre blanc. La consultation publique, qui sera ouverte jusqu'au 23 septembre 2020, l'aidera à préparer des propositions législatives appropriées dans ce domaine.

Margrethe Vestager, vice-présidente exécutive chargée de la politique de concurrence et du groupe "Une Europe adaptée à l'ère du numérique", a déclaré : "L'économie européenne est ouverte et étroitement liée au reste du monde. C'est un atout, mais nous devons rester vigilants. C'est pourquoi

nous avons besoin d'outils adaptés pour garantir que les subventions étrangères ne faussent pas notre marché, de la même façon que nous le faisons avec les subventions nationales. Le livre blanc publié aujourd'hui lance une discussion importante sur la manière de faire face aux effets causés par les subventions étrangères. Le marché unique est essentiel à la prospérité de l'Europe et il ne fonctionne bien qu'en présence de conditions de concurrence équitables“.

Thierry Breton, commissaire chargé du marché intérieur, a déclaré : *“Avec le livre blanc adopté aujourd'hui, nous présentons un aspect essentiel de notre vision de la nouvelle stratégie industrielle de l'Europe fondée sur la concurrence, des marchés ouverts et un marché unique fort. L'égalité des conditions de concurrence au sein du marché unique est au cœur de cette initiative. Elle aidera nos entreprises à exercer leurs activités et à affronter la concurrence mondiale, favorisant ainsi l'autonomie stratégique ouverte de l'UE. Conformément à notre corpus réglementaire, nous devons empêcher les subventions étrangères de fausser les procédures de passation de marchés et veiller à ce que les entreprises bénéficient d'un accès équitable aux marchés publics“.*

Phil Hogan, commissaire chargé du commerce, a déclaré : *“L'UE figure parmi les économies les plus ouvertes du monde, ce qui attire des niveaux d'investissement élevés de la part de nos partenaires commerciaux. Toutefois, notre ouverture est de plus en plus remise en question par des pratiques commerciales étrangères, y compris les subventions, qui faussent les conditions de concurrence équitables pour les entreprises de l'UE. Outre d'autres instruments disponibles au niveau de l'UE, tels que le filtrage des investissements directs étrangers et les mesures de défense commerciale, le livre blanc complète avec à-propos la boîte à outils pour notre autonomie stratégique ouverte“.*

Les règles de concurrence, les instruments de défense commerciale et les règles en matière de marchés publics de l'UE jouent un rôle important pour garantir des conditions équitables aux entreprises au sein du marché unique.

Les subventions accordées par les États membres ont toujours été soumises aux règles de l'UE en matière d'aides d'État afin d'éviter les distorsions. Les subventions octroyées par des autorités de pays tiers à des entreprises dans l'UE semblent avoir une incidence négative croissante sur la concurrence au sein du marché unique, mais elles ne relèvent pas du contrôle des aides d'État de l'UE. Il existe un nombre croissant de cas dans lesquels les subventions étrangères semblent avoir facilité l'acquisition d'entreprises de l'UE ou faussé les décisions d'investissement, les opérations de marché ou les politiques tarifaires de leurs bénéficiaires, ou la soumission d'offres dans une procédure de passation de marchés publics, au détriment des entreprises non subventionnées.

Par ailleurs, les règles de défense commerciale existantes ne concernent que les exportations de marchandises en provenance de pays tiers et ne permettent donc pas de remédier à toutes les distorsions dues à des subventions étrangères octroyées par des pays tiers. Il semble y avoir un vide réglementaire lorsque les subventions étrangères prennent la forme de flux financiers facilitant l'acquisition d'entreprises de l'UE ou lorsqu'elles soutiennent directement l'activité d'une entreprise dans l'UE ou facilitent la soumission d'offres dans une procédure de passation de marchés publics.

C'est pourquoi le livre blanc propose des solutions et appelle à mettre en place de nouveaux instruments pour combler ce vide réglementaire. Dans ce contexte, il propose plusieurs approches. Les trois premières options (appelées “modules“) visent à remédier aux effets de distorsion générés par les subventions étrangères : i) dans le marché unique en général (module 1), ii) lors d'acquisitions d'entreprises de l'UE (module 2) et iii) lors des procédures de passation de marchés publics de l'UE (module 3). Ces modules peuvent être appliqués en combinaison plutôt qu'individuellement. Le livre blanc définit également une approche générale concernant les subventions étrangères dans le cadre du financement de l'UE. (...) ».

Comme le dit Thierry Breton par ailleurs, « il faut arrêter d'être naïfs ». Rappelons que cette initiative de la Commission fait suite à sa communication de mars 2019 qui qualifiait la Chine de « rivale systémique » et qui prévoyait de « remédier pleinement aux effets de distorsion de la propriété étatique étrangère et du financement étatique dans le marché intérieur ». Soulignons aussi que la position de la Commission est facilitée par le revirement de l'Allemagne en la matière : alors que jusqu'à maintenant l'Allemagne (en excédent commercial avec la Chine...) considérait que tout ce qui pouvait restreindre le commerce était du protectionnisme déguisé, le 18 mai, Angela Merkel a profité de l'accord franco-allemand sur le fonds de relance pour dire que « On essaiera de créer des champions européens. Dans le passé, on a peut-être appliqué un droit de la concurrence qui était

quand même assez centré sur le droit de la concurrence au sein de l'Union européenne et on s'est aperçu entre-temps que la Corée du Sud, la Chine, les États-Unis, etc. pariaient, quant à eux, sur des champions mondiaux. [...] Nous devons avoir le courage de créer des champions au niveau mondial et c'est ce que nous allons faire. »

Le jeudi 18, L'Institut Rousseau fait paraître un éditorial de son directeur Nicolas Dufrêne sur les relations entre la BCE et les grandes banques commerciales. Ses explications sont claires et sa thèse convaincante :

« La relation entre la banque centrale et les banques commerciales est une illustration marquante des dérives du capitalisme financier. Derrière des noms rébarbatifs comme les TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*), il se passe en réalité des choses qui en disent long sur le monde dans lequel on vit. Il faut en effet savoir que la banque centrale vient d'accorder, ce jeudi 18 juin 2020, plus de 1 308 milliards d'euros de prêts à taux négatifs aux banques, c'est-à-dire qu'elle va les payer pour emprunter (13 milliards d'euros de dons aux banques dès cette année). Les TLTRO permettent en effet aux banques privées de gagner beaucoup d'argent en ne faisant rien d'autre que d'emprunter auprès de la banque centrale, et cela sous la seule condition d'accorder des prêts aux agents économiques (tâche dont on aurait naïvement pu penser que c'était leur cœur de métier). En outre, ces prêts sont désormais majoritairement garantis par l'État (pour plus de 100 milliards d'euros en France au 18 juin), et donc sans risque pour les banques. Se faire payer pour emprunter de l'argent tout en étant sûr de se faire rembourser par de l'argent public en cas de défaut de l'emprunteur, c'est magique, n'est-ce pas ? (...) Depuis la première série de TLTRO en 2014, il y a eu une seconde série, appelée « TLTRO II », en mars 2016, et nous sommes désormais dans la troisième vague, initiée en mars 2019 et renforcée avec la crise du Covid-19. Il est d'ailleurs à peu près certain qu'il y aura, à l'avenir, des TLTRO IV, V, VI et bien davantage encore. Pourquoi ? Parce qu'il s'agit désormais d'un instrument de politique monétaire bien installé qui permet aux banques de rembourser leurs premiers emprunts TLTRO par de nouveaux emprunts TLTRO, et cela tout en rajoutant une couche supplémentaire d'emprunts rémunérateurs à chaque tour. Un financement perpétuel sous forme de cadeaux régulièrement renouvelés. Ainsi, les banques avaient emprunté 421 milliards pour le TLTRO II puis ont récemment rajouté 389 milliards d'euros avec le TLTRO "Bridge", mis en place par la BCE depuis la mi-mars, dans l'attente du TLTRO III. Et comme la bourse repart, les banques ont finalement emprunté encore davantage : ce coup-ci on compte 1 308 milliards de TLTRO III, ce sera encore bien plus dans le futur. (...) Dans le monde des économistes orthodoxes, personne ou presque ne s'inquiète de la "crédibilité" de l'action de la banque centrale, du risque d'inflation sur les marchés financiers (c'est-à-dire de bulles financières que ce type d'action ne manquera pas d'engendrer), ou bien de l'impact sur les fonds propres de la banque centrale (qui pour le coup est absolument certain contrairement aux opérations d'annulation de dettes publiques détenues par la banque centrale). En 2008, nous avons été choqués de la socialisation des pertes et la privatisation des profits sans rien faire, sinon des réformes cosmétiques. Nous avons désormais fait mieux en passant dans une phase de couverture intégrale des pertes et de fabrication artificielle des profits grâce à une banque centrale dont l'indépendance farouche vis-à-vis des États n'a d'égale que sa complaisance et sa dépendance à l'égard du système financier privé. (...) ».

Ce même jour, dans un blog de l'OFCE, J. Creel, M. Holzner, F. Saraceno, A. Watt et J. Wittwer résument la proposition qu'ils font de l'utilisation du Fonds de relance proposé par la Commission européenne, car, constatent-ils, « le financement a fait l'objet de nombreux débats, mais peu de choses ont été dites sur le type de projets concrets auxquels l'UE devrait consacrer le Fonds de relance ». Ce résumé tient dans la figure suivante :

Figure 1. Architecture du programme européen de relance post Covid-19 |



Note : le pilier européen (2021-2030) inclut : le programme Health4EU, avec des coûts pour l'agence européenne de santé publique estimés à €20 milliards par an, auxquels s'ajoutent €20 milliards par an de soutien aux infrastructures de santé à destination des États membres ne disposant pas de marges de manœuvre budgétaires suffisantes pour engager ces investissements (ces 20 milliards correspondent aux deux cinquièmes des besoins d'investissement dans le secteur de la santé tels qu'identifiés par la Commission européenne ; nous faisons l'hypothèse que les trois cinquièmes restants seront directement financés par les États membres disposant de marges de manœuvre suffisantes) ; Ultra Rapid Train (ou la « Route de la Soie » européenne, avec les mêmes coûts), 1^{ère} tranche sur 10 ans correspondant à la moitié du coût total estimé à €1 100 milliards ; Réseau électrique 100% renouvelable : 1^{ère} tranche sur 10 ans correspondant à la moitié du coût total estimé à €520 milliards ; et enfin, €290 milliards de soutien aux politiques des États membres pour atténuer le risque climatique.

Source: [Présentation](#) des auteurs.

Ce même mercredi 17, le journal Le Monde publie un entretien accordé par Fabio Panetta, membre du Directoire de la BCE. À la question du journaliste Éric Albert sur l'annulation des dettes des États possédées par la BCE, F. Panetta se montre catégorique : « Le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne est clair : l'article 123 interdit le financement monétaire. Si nous achetons des obligations souveraines et décidons de ne pas demander leur remboursement, ce serait du financement monétaire. Ce n'est pas autorisé. Je connais le débat qu'il y a en France d'annuler les dettes mais ce n'est pas une option possible pour la BCE. Et il n'y a pas que les contraintes légales. Les citoyens risqueraient de perdre confiance dans la monnaie, comme on peut le voir dans certains pays émergents, où il faut prendre une brouette pour transporter les billets nécessaires à payer. Ça se terminerait en désastre financier. Ce n'est pas comme ça qu'on crée de la prospérité et c'est pour ça que les traités interdisent le nancement monétaire ». Par ailleurs, F. Panetta insiste sur l'urgence de mettre en application le plan de relance prévu par la Commission européenne : « Plus on attend, plus le choc va mettre à mal des entreprises saines qui ont juste besoin de liquidités. Plus on attend, et plus il sera cher d'intervenir ».

L'économiste Jean Pisani-Ferry (Le Monde des 21-22) pense lui aussi qu'il y a urgence. Il aborde aussi la question de la postérité éventuelle de l'initiative exceptionnelle que constitue le plan de la Commission. Voici sa réponse : « À Berlin, Olaf Scholz, le vice-chancelier social-démocrate, a parlé de "moment hamiltonien", en référence au marchandage par lequel Alexander Hamilton, le premier secrétaire au Trésor américain, a imposé, en 1790, la reprise par l'Union de la dette des États fédérés, en échange du transfert de la capitale de New York à Washington : une initiative financière radicale, qui est regardée comme fondatrice de l'État fédéral. La comparaison rencontre vite ses limites. Il

n'est pas question de mutualiser les dettes passées, et il n'est pas prévu que ce budget de crise débouche sur un accroissement permanent des moyens de l'Union. Les "frugaux" ne signeront d'ailleurs que si des garanties leur sont données sur ces deux points. Un précédent aura toutefois été créé : demain, après-demain, on pourra, en cas de besoin, ressusciter cette "capacité budgétaire" qui manquait à l'Europe pour combattre les grandes crises. Et il est fort probable que, pour assurer le remboursement de la dette qui va être levée, l'Union s'entende sur de nouvelles ressources communes : par exemple, une taxe carbone aux frontières ou, malgré le blocage américain, un impôt sur les profits des multinationales. En définitive, beaucoup dépendra de la qualité de ce qui va être accompli dans les deux ans à venir. Si le plan de relance débouche sur des dépenses utiles d'intérêt commun, s'il contribue au redressement des économies en difficulté et s'il s'accompagne d'une cohésion accrue des États, il formera certainement la base d'initiatives futures. S'il arrive trop tard, s'il laisse le souvenir de chicanes bureaucratiques et de marchandages politiques, il marquera négativement les esprits et sera sans lendemain ».

Sur la question qu'il envisage, comme sur celle du traitement des dettes publiques, on note la grande prudence de J. Pisani-Ferry, et donc son manque d'ambition pour l'avenir de la zone euro.

Le jeudi 18, deux auteurs importants expriment leur point de vue sur la crise actuelle.

Le premier est D. Strauss-Kahn (DSK), dans le journal Les Echos.

Sur l'ampleur de la crise, « DSK » estime qu'elle sera bien plus importante qu'en 2007-2008 et qu'il faudra par conséquent prendre des mesures tout à fait exceptionnelles. « Nous en avons un exemple sous les yeux avec la récente initiative franco-allemande consistant à lancer un emprunt européen, ce qui induit une vraie forme de mutualisation des dettes entre États membres. Il s'agit d'un pas historique pour la zone euro. Le plan de relance de 750 milliards d'euros proposé par la Commission le 27 mai dernier est une autre avancée majeure, notamment parce qu'il introduit l'idée que l'Union européenne doit se doter de ressources propres. Nous assistons là à l'ébauche d'une fiscalité européenne, qui est elle-même un pas décisif pour aboutir un jour à une intégration. Ces deux percées conceptuelles, si elles sont suivies d'effet, sont à la hauteur de l'enjeu, qui est tout simplement celui de la survie de la zone euro.

Les prévisions de la Commission de Bruxelles pour 2020 montrent que la grave récession qui se profile en raison de l'épidémie risque en effet de provoquer une dislocation de la zone. Pourquoi ? Tout simplement parce qu'elle menace d'aggraver jusqu'à un point de non-retour ce qui est sa fragilité historique, à savoir la divergence entre ce qu'on appelle les économies du cœur - Allemagne en tête - et celles de la périphérie (Italie, Espagne, Grèce), la France se situant à la frontière entre les deux. On sait que la crise sera beaucoup plus difficile à surmonter pour les pays de la périphérie, parce qu'elle frappe des économies déjà fragiles. Cette divergence des économies n'a cessé de s'accroître, et l'instauration d'une monnaie unique, contrairement à ce que l'on pensait, n'y a rien changé. Notamment parce que l'on a imposé au sein de la zone euro des politiques économiques exagérément contraignantes et particulièrement difficiles à supporter pour certains pays du Sud. L'orthodoxie financière préconisée par l'Allemagne était sans doute une bonne solution pour l'Allemagne. Elle correspond au niveau de développement et de complexité économique de ce pays. Mais ce n'était pas le cas pour d'autres nations, notamment celles du sud de l'Europe. L'erreur est de ne pas avoir tenu compte des situations différentes de certains pays. On aurait pu les gérer grâce à davantage de solidarité, qui serait passée par exemple par des transferts financiers. On ne l'a pas - ou peu - fait. C'est peut-être cette erreur que nous sommes en train de réparer aujourd'hui. Si l'on souhaite vraiment en sortir, il faut, me semble-t-il, en finir avec cette sorte de mode qui s'est créée, consistant à dire que tous ces pays du Sud ne sont pas sérieux, qu'on ne peut leur faire confiance. Ce credo est tellement entré dans l'inconscient collectif qu'il est devenu une sorte de vérité. Or ce point de vue est tout à fait erroné. (...) Il existe un outil particulièrement adapté aux circonstances exceptionnelles que nous vivons. Il a déjà été utilisé à plusieurs reprises dans l'histoire, au Royaume-Uni, en 1752, ou encore lors de la guerre de Sécession aux États-Unis : ce sont les bons perpétuels que l'on peut aussi appeler la "rente perpétuelle". L'intérêt de ce mécanisme est que le capital emprunté n'est jamais remboursé. Seules les charges d'intérêt le sont, de façon perpétuelle. On pourrait donc mutualiser ces remboursements entre les États de la zone euro. Combien cela coûterait-il ? Pas grand-chose, à l'échelle du budget européen. Si l'on admet, ce qui est mon sentiment, que la zone euro a besoin de

2.000 milliards d'euros pour traverser la récession et faire face aux investissements d'avenir comme la transition écologique ou la sécurité sanitaire, une telle rente perpétuelle, au taux de 0,5 %, représenterait une charge d'intérêt de 10 milliards d'euros chaque année. C'est largement absorbable pour un budget européen, qui représente déjà 150 milliards d'euros par an. C'est même moins coûteux, pour les États, que l'effort budgétaire supplémentaire que chacun devra accomplir, en l'absence d'un tel mécanisme, pour sauver la zone euro. Cela a été peu relevé, mais le ministre des Finances allemand, Olaf Scholz, lui-même a évoqué cette piste il y a deux semaines. C'est un pas important.

Mais pourquoi ne demande-t-on pas tout simplement à la Banque centrale européenne d'élargir son programme de rachat d'obligations souveraines émises par les États ?

Vous avez raison, sur le plan économique, on arriverait au même résultat. Mais le prix à payer ne serait pas du tout le même pour les États. Ils devraient s'endetter de façon encore plus massive qu'aujourd'hui pour faire racheter leurs dettes par la BCE. En conséquence, leur ratio d'endettement par rapport à leur PIB se détériorerait considérablement, ce qui aurait un impact désastreux sur les opinions publiques et auprès des agences de notation, donc des marchés. Autre effet pervers, peut-être encore plus grave, les pays ayant les économies les plus solides seraient en meilleure situation que les autres pour emprunter davantage, ce qui accentuerait encore la divergence des économies des États membres au sein de la zone euro. (...) ».

Comme on l'a déjà mentionné ici, on peut faire des rapprochements entre les querelles entre médecins à propos du Covid-19 et celles des économistes à propos de la dette publique. Sur ce sujet, on a déjà vu les divergences de points de vue entre les économistes qui considèrent, comme DSK, que l'on peut réduire le poids de la dette publique de plusieurs façons, par sa transformation en dette perpétuelle notamment, et ceux qui crient au scandale de l'argent soi-disant « magique ». Dans un entretien accordé le 26 mai à La Dépêche du Midi, le gouverneur de la Banque de France, F. Villeroy de Galhau affirme péremptoirement : « Cet argent correspond malheureusement à des pertes sans précédent de nos économies. En 2020, on estime ces pertes d'activité à au moins 1000 milliards d'euros pour la seule zone euro. La contrepartie de cette intervention nécessaire, c'est une dette publique qui augmente, et il n'y a pas de solution miracle : cette dette, nous ne pourrions ni l'annuler ni la transformer en dette perpétuelle. C'est notre travail à tous qui nous permettra de la rembourser, en nous donnant le temps long de la durée ». Alors, qui a raison, de l'ancien ministre de l'économie et des finances et de son ancien directeur de cabinet ?

On peut sans doute deviner que j'opte sans trop hésiter pour l'économiste plutôt que pour le banquier central. Mais je n'ai pas vraiment de mérite : il faut savoir décoder la corrélation étroite entre l'évolution du stock d'obligations étatiques détenues par la BCE et l'évolution de la base monétaire de la même BCE. On constate en effet qu'il y a une parfaite concomitance entre les deux évolutions. Jusqu'en 2015, le stock d'obligations publiques détenues par la BCE se situe autour de 100 - 150 milliards d'euros et sa base monétaire reste en-dessous de 1000 milliards d'euros, deux valeurs relativement basses ; et après 2015, les deux stocks décollent ensemble : celui des obligations publiques passent en ce moment à 2250 environ et celui de la base monétaire à 3800 environ. On peut en conclure que, malgré les dénégations des uns et des autres, la BCE réalise bien depuis 2015 une monétisation de dettes publiques, et que la crise actuelle va accélérer.

Profitions de cette réflexion sur la monétisation des dettes publiques par la Banque centrale (et la BCE n'est pas la seule) pour faire une observation sur le changement considérable de comportement des banquiers centraux depuis quelque temps : non seulement ils contrôlent les taux d'intérêt « courts », comme depuis toujours, mais ils ont ajouté à leur panoplie le contrôle des taux d'intérêt longs (au travers du « yield Curve Control » -YCC- voir ce qu'on en dit ici en date du 24 février), celui des spreads de crédit (avec l'achat d'obligations privées) et celui des primes de risque souverain (avec l'achat d'obligations étatiques). En contrôlant tout cela, on en arrive à se demander si les Banques centrales n'administrent pas la totalité de la vie non seulement monétaire mais également financière ; ce qui fait dire à certains que les marchés financiers sont sortis de l'économie de marché !

Étant donné les circonstances, il serait sans doute utile de poursuivre durablement la stratégie du YCC pour que les conditions financières soient favorables au redressement de l'investissement et à la réduction des taux d'endettement.

Le second auteur est Jacques Attali, interrogé par Antoine Jouanjan pour Crossefire KM.

J. Attali fait d'abord une critique radicale de la manière dont l'UE et la France ont réagi face à la crise sanitaire « en ne regardant que le modèle chinois et pas le modèle coréen. (...) Si on avait suivi la voie coréenne, cette catastrophe ne serait pas arrivée ».

À propos de cette critique, et pour ce qui concerne la France, notons que des enquêtes judiciaires et parlementaires sont lancées pour faire toute la lumière sur la stratégie mise en œuvre. Dans Le Monde du 24 juin, Richard Horton, rédacteur en chef du « Lancet », considère comme une faillite catastrophique de la part du gouvernement français la manière dont il a traité les informations au départ de la crise et n'hésite pas à affirmer que « les Français doivent demander pourquoi le gouvernement n'a pas protégé les près de 30 000 vies qui ont été perdues. Ces personnes devraient être en vie ? Pourquoi les gens ne sont-ils pas davantage en colère à ce sujet ? Qui demande des comptes au gouvernement ? ».

Ensuite, J. Attali insiste comme DSK sur la gravité de la crise : « c'est une crise politique économique, sociale, écologique, démocratique et financière gigantesque qui pourrait être encore plus grave qu'elle ne l'ait aujourd'hui si nous faisons face à une deuxième vague de cette pandémie et qui est déjà extrêmement grave. À l'échelle européenne la chute de la production est de l'ordre de 8 à 10 % sachant qu'en France elle est de l'ordre de 15%. On se trouve dans une situation qui est certainement la plus grave depuis les années 1930 en Europe avec une très grande difficulté à rebondir puisque l'on a perdu l'équivalent de près de dix ans de croissance. On est revenu dix ans en arrière peut-être même vingt ans pour la France. Ce qu'on oublie c'est que lorsque l'on perd 15% de la production totale, pour revenir au niveau initial, il faut que la croissance qui s'ensuit soit de 18% ou 19%. Il faudra extrêmement longtemps pour retrouver notre niveau de richesses à la veille de la crise. () C'est quelque chose qui est donc loin d'être simple et les moyens qui ont été mis en œuvre par l'Union Européenne sont de bonne nature mais sont extrêmement insuffisants ».

Selon un récent rapport de la « Conférence Gambetta », l'intervention publique économique allemande serait 7 fois supérieure à celle du gouvernement français.

Concernant les mesures à prendre pour répondre à cette crise, selon J. Attali, « la Banque centrale joue le rôle qu'elle doit jouer cependant ce n'est pas du tout ce qui est le plus urgent. Aujourd'hui l'urgence est ailleurs, elle est dans la mise en place d'une structure de nature budgétaire et non pas monétaire. Donc il faut créer absolument les conditions d'un renforcement du budget commun par les moyens qui sont envisagés c'est-à-dire le fonds d'investissement financé par l'Union européenne, par le budget de l'Union. Mais il est assez peu vraisemblable que l'on se donne les moyens suffisants ». Et J. Attali affirme par ailleurs que « les initiatives de la Commission et du couple franco-allemand visent à la formation d'une souveraineté européenne et non pas la mise en avant des différentes souverainetés nationales. C'est exactement le contraire, c'est ensemble que l'on doit chercher une souveraineté dans les secteurs de l'économie de la vie. (...) "L'État européen" est quelque chose qui est en devenir, qui n'est pas à la place des États européens, c'est en plus. Aujourd'hui on n'est pas loin d'avoir cet État au-dessus. (...) Il manque à l'Union européenne un budget plus grand et surtout une défense commune. Quand les Anglais se retirent, c'est très bien parce qu'ils sont plus un "État américain" qu'un acteur du destin européen. Quand les Américains décident de retirer leurs troupes d'Allemagne, c'est pour l'Europe une très bonne nouvelle car ça prouve aux Allemands que s'ils ne se prennent pas en main avec leurs partenaires européens, ils ne seront bientôt plus défendus. Si le retrait américain est désastreux à court et moyen terme, c'est une chance pour la construction européenne. (...) ».

Comme J. Attali, je pense que le Brexit et la décision récente de D. Trump donnent deux chances importantes pour permettre à l'UE et à la zone euro de faire de faire le pas décisif vers le fédéralisme budgétaire et vers l'Union politique.

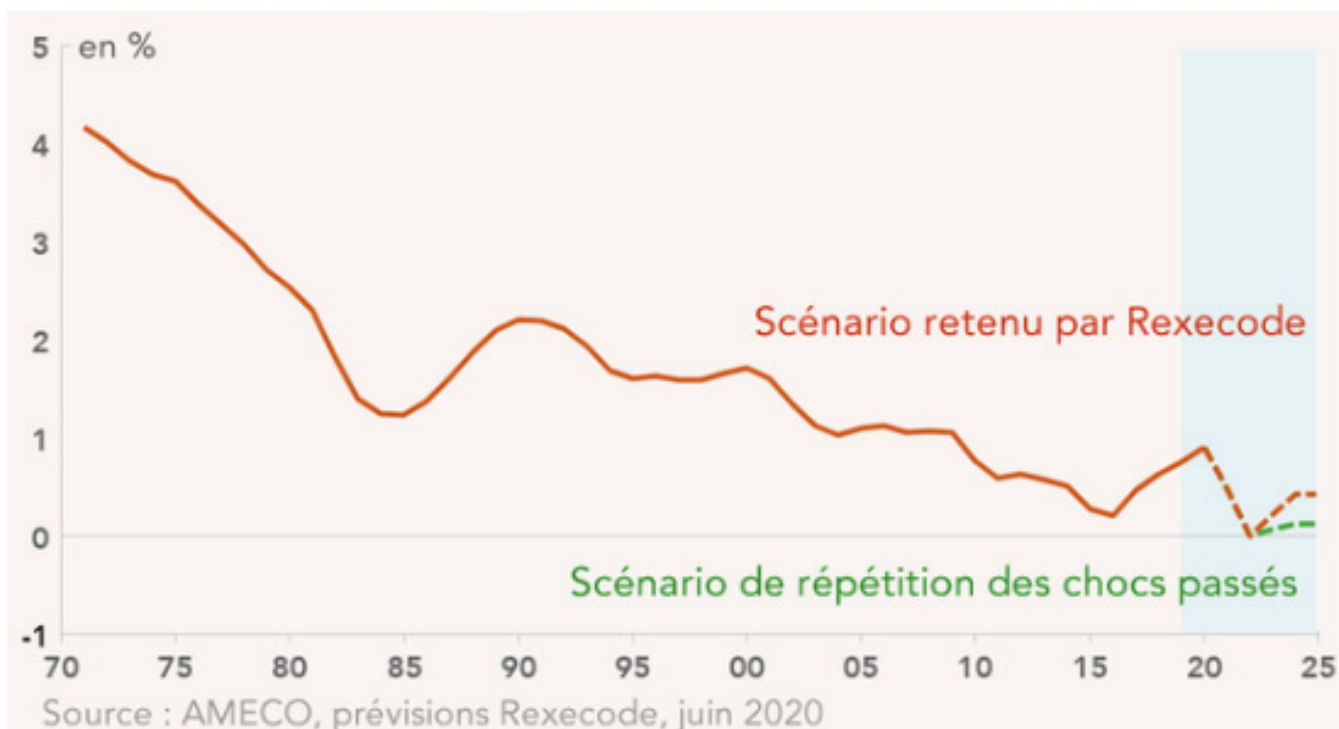
Vendredi 19, réunion du Conseil européen, à l'issue de laquelle son président, Charles Michel dit dans son communiqué : « (...) Le sujet principal était le CFP (cadre financier pluriannuel) et le fonds de relance. C'était la première occasion de discuter au niveau des dirigeants des propositions mises sur la table par la Commission, le CFP et le Fonds de relance. Ce fut l'occasion de constater que sur

différents points émerge un consensus, ce qui est très positif. Mais en même temps, nous ne sous-estimons pas les difficultés. Et sur différents sujets, nous observons qu'il est nécessaire de continuer à discuter. Cette vidéoconférence était importante et essentielle parce que les trois premières semaines après la publication des propositions de la Commission, nous avons eu l'occasion de consulter les États membres afin de clarifier l'interprétation de ces propositions. Maintenant, nous passons à une autre phase, nous allons négocier. Je me réjouis de la volonté de s'engager. Je suis totalement déterminé à entamer immédiatement de véritables négociations avec les États membres. Nous avons l'intention d'avoir un sommet en présentiel vers la mi-juillet à Bruxelles. Nous aurons l'occasion de nous concentrer sur quelques propositions concrètes. Avant ce sommet, je mettrai sur la table des propositions concrètes afin d'essayer de prendre une décision. Nous sommes conscients qu'il est essentiel de prendre une décision le plus tôt possible. (...) ».

Ce même vendredi 19, l'institut Rexecode fait paraître une note « Les récessions affaiblissent les croissances potentielles ».

« L'examen de 28 épisodes récessifs subis par huit pays avancés (France, Allemagne, Italie, Espagne, Royaume-Uni, États-Unis, Japon et Canada) depuis les années 1970, montre que la croissance potentielle a été affaiblie lors de 23 épisodes, avec une perte moyenne de croissance de 0,9 point par an. Dans le cas de la France, si l'économie devait suivre le même comportement qu'après les récessions de 1993 et 2009, la croissance potentielle pourrait tomber à 0,4%. Elle serait alors quasiment nulle par habitant ».

France - Variation du PIB potentiel par habitant lissée sur deux ans



La baisse de la croissance potentielle présente de réels risques :

- risque de progression faible du pouvoir d'achat - voire de sa réduction -, donc de la demande, avec en plus des tensions sociales ;
- risque de chômage structurel accru ;
- risque de réduire difficilement les taux d'endettement ;
- risque de limitation des investissements malgré la dépréciation accrue du capital productif ;
- risque de réduire difficilement les taux d'endettement ;
- risque de limitation des investissements ;
- risque de progression très faible des rentrées fiscales et, par conséquent, risque d'avoir des difficultés à augmenter les dépenses publiques alors que les circonstances y poussent. Les crises « sanitaire-économique » et écologique obligent en effet tout à la fois à soutenir l'activité économique, à réduire au maximum les risques sociaux, à orienter les investissements vers la transition écologique et vers le renforcement des services publics (biens collectifs, biens tutélaires, « communs ») ; surtout que les populations, en assistant à la valse des milliards, ont acquis la

L'EURO

conviction que les États avaient changé de philosophie par rapport aux dogmes budgétaires... parce qu'ils comptent in fine sur la BCE pour les solvabiliser.

De surcroît, tous ces risques font que la baisse de la croissance potentielle s'auto-entretient.

Le mardi 23, « [marketeconomics.com](https://www.marketeconomics.com) » publie ses « Indices PMI Flash Markit ».

Concernant la zone euro, pour l'activité globale, l'indice passe de 31,9 en mai à 47,5 en juin (le plus haut de 4 mois). Pour les services, il passe de 30,5 à 47,3, pour la production manufacturière de 35,6 à 48,2 et pour l'industrie manufacturière de 39,4 points à 46,9 points.

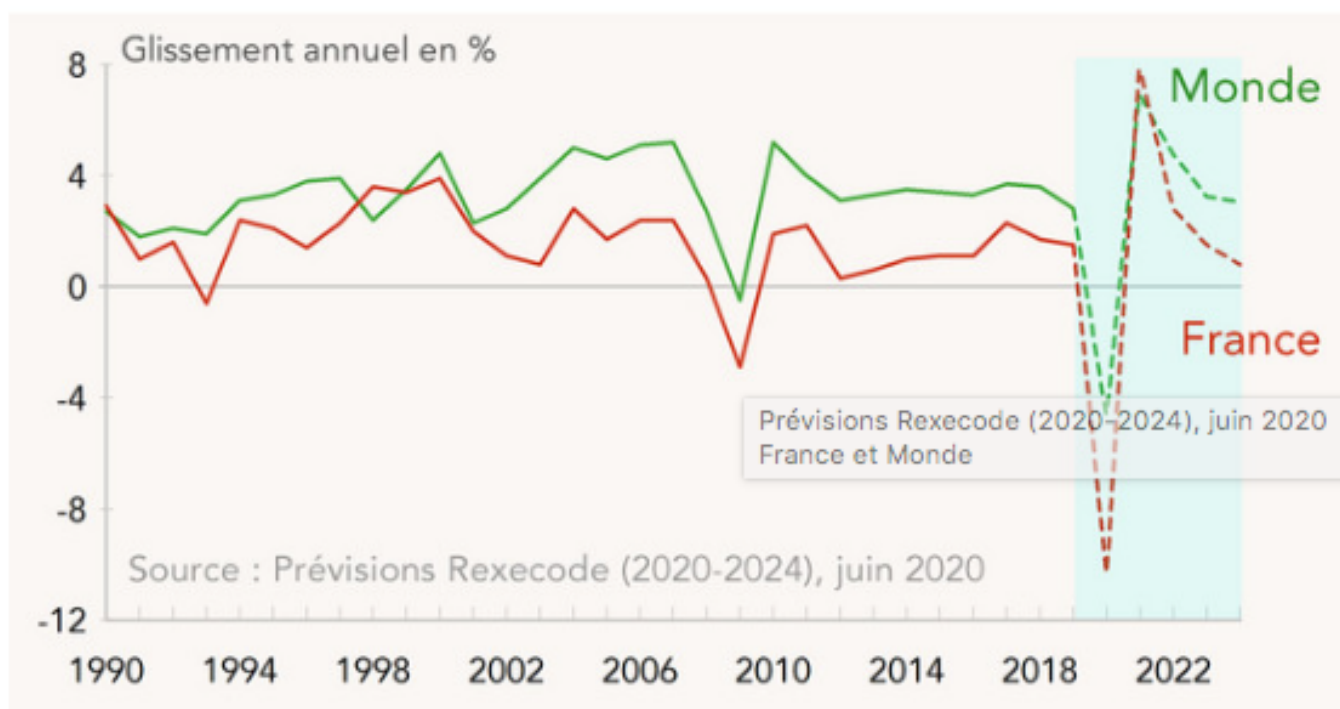
Pour la France, ces quatre indices passent respectivement de 32,1 à 51,3, de 31,1 à 50,3, de 36,3 à 55,5 et de 40,6 à 52,1 : on remarque donc que ces indicateurs mensuels de tendances économiques sont particulièrement encourageants pour la France puisque pour elle ils passent tous au-dessus du seuil de 50.

Notons que le jeudi 25, Ifo Institute publiera son propre indice sur le climat des affaires en Allemagne, ce qui est important pour toute la zone euro : cet indice est passé de 74,2 en avril à 79,5 points en mai : les anticipations des entreprises allemandes pour les prochains mois se sont donc améliorées.

Ce même mardi 23, Rexecode publie ses « Perspectives économiques mondiales 2020-2024 après la chute et le rebond, jusqu'où ira l'onde de choc du cortonavirus ? ».

L'article s'ouvre sur le schéma suivant :

Croissance du PIB en volume



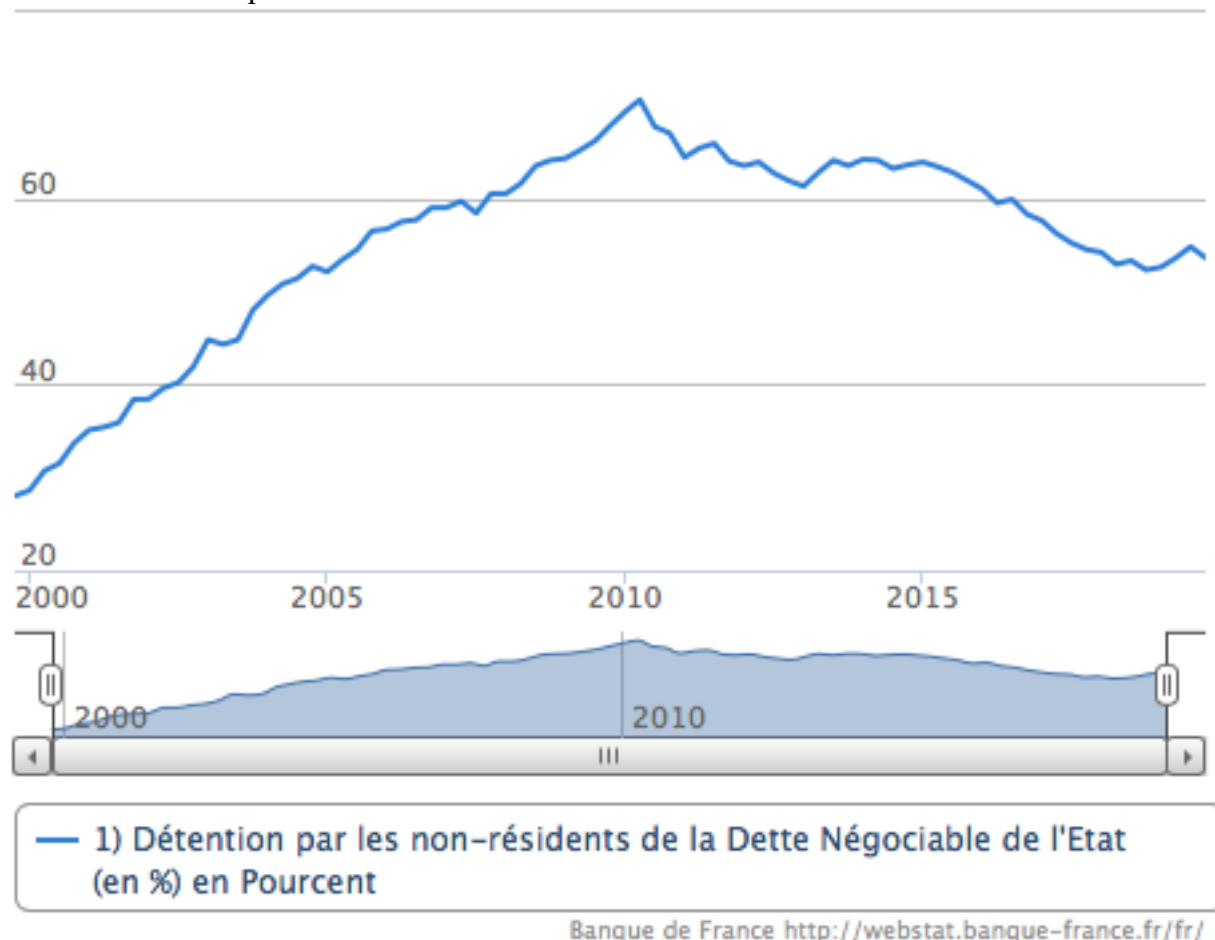
Le mercredi 24, Le Monde publie un « deux pages » sur « Comment vivre avec la dette ? ».

Pour introduire cette question qui prend avec la crise une dimension toute particulière (on dépassera sans doute les 120 % du PIB fin 2020), Audrey Tonnelier reprend les propos qu'avait tenus E. Macron en avril 2018 : « Vous savez, il n'y a pas d'argent magique. Un pays qui va vers les 100% de dette publique (...) ce sont vos enfants qui paieront ». On ne dira jamais assez en quoi est fautive cette idéologie de la gestion étatique « en bon père de famille » ; de plus, le « quoi qu'il en coûte » pour empêcher la crise actuelle de devenir une totale catastrophe donne au propos précédent un goût bizarre. En tous les cas, les plans d'urgence et de relance montrent d'une certaine façon que la discipline budgétaire à laquelle les pouvoirs publics nous ont constamment astreints est du domaine du dogme. D'ailleurs, P. Moscovici, le tout nouveau Président de la Cour des Comptes, reconnaît qu'une dette à 120% n'est « pas en soi une catastrophe ». Le professeur d'économie

L'EURO

Philippe Martin, actuellement Président délégué du Conseil d'analyse économique, organisme indépendant placé auprès du Premier ministre, considère qu'« il faut accepter qu'on vive pendant longtemps avec une dette élevée. Entre le risque économique, qu'on ne soutienne pas suffisamment l'outil industriel français et l'emploi, et le risque budgétaire, d'une hausse forte de la dette, le second est nettement moins important que le premier ».

À propos de la dette négociable de l'État français, le schéma suivant montre l'évolution de la part de cette dette détenue par les non-résidents :



source Banque de France

Ce même mercredi 24, on apprend que la BCE a transmis au Président de la Bundesbank les documents pour établir le caractère proportionné de ses programmes d'achats d'actifs, documents qui seront présentés au Parlement et au gouvernement allemands comme l'exige la Cour de Karlsruhe.

Également mercredi 24, le FMI propose une mise à jour pessimiste des « Perspectives de l'économie mondiale » : « Selon les projections, le PIB mondial devrait se contracter de 4,9 % en 2020, c'est-à-dire de 1,9 points de pourcentage de plus que ce qui était prévu dans les Perspectives de l'économie mondiale (PEM) d'avril 2020. La pandémie de COVID-19 a eu un impact négatif plus important que prévu sur l'activité au cours du premier semestre 2020, et la reprise devrait être plus progressive que ce à quoi on s'attendait. En 2021, la croissance mondiale devrait atteindre 5,4 %. Globalement, le PIB de 2021 devrait donc se retrouver quelque 61/2 points de pourcentage au-dessous du niveau envisagé par les projections établies en janvier 2020, avant la pandémie de COVID-19. L'impact négatif sur les ménages à bas revenus est particulièrement sévère, et pourrait compromettre les progrès considérables qui ont été accomplis en matière de réduction de l'extrême pauvreté dans le monde depuis les années 90 ».

Nous extrayons de cette mise à jour un graphique et deux tableaux :

Graphique 1. PIB mondial trimestriel

(2019 : T1 = 100)



Source : estimations des services du FMI.

Tableau 1. Perspectives de l'économie mondiale : aperçu des projections

(Variation en pourcentage, sauf indication contraire)

	Sur un an						T4 sur T4 2/		
	2018	2019	Projections		Écart par rapport aux projections des PEM d'avril 2020 1/		2019	Projections	
			2020	2021	2020	2021		2020	2021
Production mondiale	3,6	2,9	-4,9	5,4	-1,9	-0,4	2,8	-3,5	4,6
Pays avancés	2,2	1,7	-8,0	4,8	-1,9	0,3	1,5	-7,2	5,1
États-Unis	2,9	2,3	-8,0	4,5	-2,1	-0,2	2,3	-8,2	5,4
Zone euro	1,9	1,3	-10,2	6,0	-2,7	1,3	1,0	-8,6	5,8
Allemagne	1,5	0,6	-7,8	5,4	-0,8	0,2	0,4	-6,7	5,5
France	1,8	1,5	-12,5	7,3	-5,3	2,8	0,9	-8,9	4,2
Italie	0,8	0,3	-12,8	6,3	-3,7	1,5	0,1	-10,9	5,5
Espagne	2,4	2,0	-12,8	6,3	-4,8	2,0	1,8	-11,4	6,3
Japon	0,3	0,1	-5,8	2,4	-0,6	-0,6	-0,1	-1,8	0,0
Royaume-Uni	1,3	1,4	-10,2	6,3	-3,7	2,3	1,1	-9,0	6,9
Canada	2,0	1,7	-8,4	4,9	-2,2	0,7	1,5	-7,5	4,6
Autres pays avancés 3/	2,7	1,7	-4,8	4,2	-0,2	-0,3	1,9	-5,1	5,5
Pays émergents et pays en développement	4,5	3,7	-3,0	5,9	-2,0	-0,7	3,9	-0,5	4,2
Pays émergents et pays en développement d'Asie	6,3	5,5	-0,8	7,4	-1,8	-1,1	5,0	2,4	3,9
Chine	6,7	6,1	1,0	8,2	-0,2	-1,0	6,0	4,4	4,3
Inde 4/	6,1	4,2	-4,5	6,0	-6,4	-1,4	3,1	0,2	1,2
ASEAN-5 5/	5,3	4,9	-2,0	6,2	-1,4	-1,6	4,6	-1,4	6,1
Pays émergents et pays en développement d'Europe	3,2	2,1	-5,8	4,3	-0,6	0,1	3,4	-7,0	6,6
Russie	2,5	1,3	-6,6	4,1	-1,1	0,6	2,2	-7,5	5,6
Amérique latine et Caraïbes	1,1	0,1	-9,4	3,7	-4,2	0,3	-0,2	-9,0	4,1
Brésil	1,3	1,1	-9,1	3,6	-3,8	0,7	1,6	-9,3	4,5
Mexique	2,2	-0,3	-10,5	3,3	-3,9	0,3	-0,8	-10,1	4,8
Moyen-Orient et Asie centrale	1,8	1,0	-4,7	3,3	-1,9	-0,7	...	...	...
Arabie saoudite	2,4	0,3	-6,8	3,1	-4,5	0,2	-0,3	-4,4	4,1
Afrique subsaharienne	3,2	3,1	-3,2	3,4	-1,6	-0,7	...	...	...
Nigéria	1,9	2,2	-5,4	2,6	-2,0	0,2	...	...	...
Afrique du Sud	0,8	0,2	-8,0	3,5	-2,2	-0,5	-0,6	-2,1	-2,8
<i>Pour mémoire</i>									
Pays en développement à faible revenu	5,1	5,2	-1,0	5,2	-1,4	-0,4	...	...	...
Croissance mondiale calculée sur la base des taux de change du marché	3,1	2,4	-6,1	5,3	-1,9	-0,1	2,3	-4,9	4,8
Volume du commerce mondial (biens et services) 6/	3,8	0,9	-11,9	8,0	-0,9	-0,4	...	...	...
Pays avancés	3,4	1,5	-13,4	7,2	-1,3	-0,2	...	...	...
Pays émergents et pays en développement	4,5	0,1	-9,4	9,4	-0,5	-0,7	...	...	...

On constate que le FMI prévoit en cette fin juin pour la France une récession encore plus importante qu'en avril : -5,3 points en moins, qui est la baisse la plus forte estimée pour les pays avancés.

Tableau 1 de l'annexe. Solde budgétaire et dette brute des administrations publiques, 2018-21 : solde global et dette brute

(En pourcentage du PIB)

	Solde budgétaire global						Dette brute					
	2018	2019	Projections actuelles		Écart par rapport aux projections des PEM d'avril		2018	2019	Projections actuelles		Écart par rapport aux projections des PEM d'avril	
			2020	2021	2020	2021			2020	2021		
Monde	-3,1	-3,9	-13,9	-8,2	-4,0	-2,0	81,2	82,8	101,5	103,2	5,1	6,6
Groupe des Vingt (G-20)	-3,7	-4,5	-15,4	-9,1	-4,6	-2,2	88,6	90,4	111,2	113,3	5,7	7,5
Pays avancés	-2,7	-3,3	-16,6	-8,3	-6,0	-2,8	104,0	105,2	131,2	132,3	8,8	10,4
Pays avancés du G-20	-3,3	-4,0	-18,0	-9,1	-6,5	-3,0	111,6	113,2	141,4	142,9	9,6	11,5
États-Unis ^{1, 3}	-5,8	-6,3	-23,8	-12,4	-8,4	-3,7	106,9	108,7	141,4	146,1	10,4	14,2
Zone euro	-0,5	-0,6	-11,7	-5,3	-4,2	-1,7	85,8	84,1	105,1	103,0	7,7	7,4
Allemagne	1,9	1,5	-10,7	-3,1	-5,2	-1,9	61,9	59,8	77,2	75,0	8,6	9,3
France	-2,3	-3,0	-13,6	-7,1	-4,5	-0,8	98,1	98,1	125,7	123,8	10,2	7,4
Italie	-2,2	-1,6	-12,7	-7,0	-4,4	-3,5	134,8	134,8	166,1	161,9	10,6	11,4
Espagne ²	-2,5	-2,8	-13,9	-8,3	-4,4	-1,6	97,6	95,5	123,8	124,1	10,4	9,5
Japon	-2,5	-3,3	-14,7	-6,1	-7,6	-4,1	236,6	238,0	268,0	265,4	16,0	17,8
Royaume-Uni	-2,2	-2,1	-12,7	-6,7	-4,4	-1,3	85,7	85,4	101,6	100,5	5,9	4,7
Canada ³	-0,4	-0,3	-12,6	-5,8	-0,8	-1,9	89,7	88,6	109,3	108,8	-0,3	0,3
Australie	-1,2	-3,9	-8,6	-8,4	1,1	-1,0	41,5	45,0	56,8	64,3	-2,5	0,3
Corée	2,6	0,4	-3,6	-2,4	-1,7	-0,8	40,0	41,9	49,5	53,4	3,2	4,3

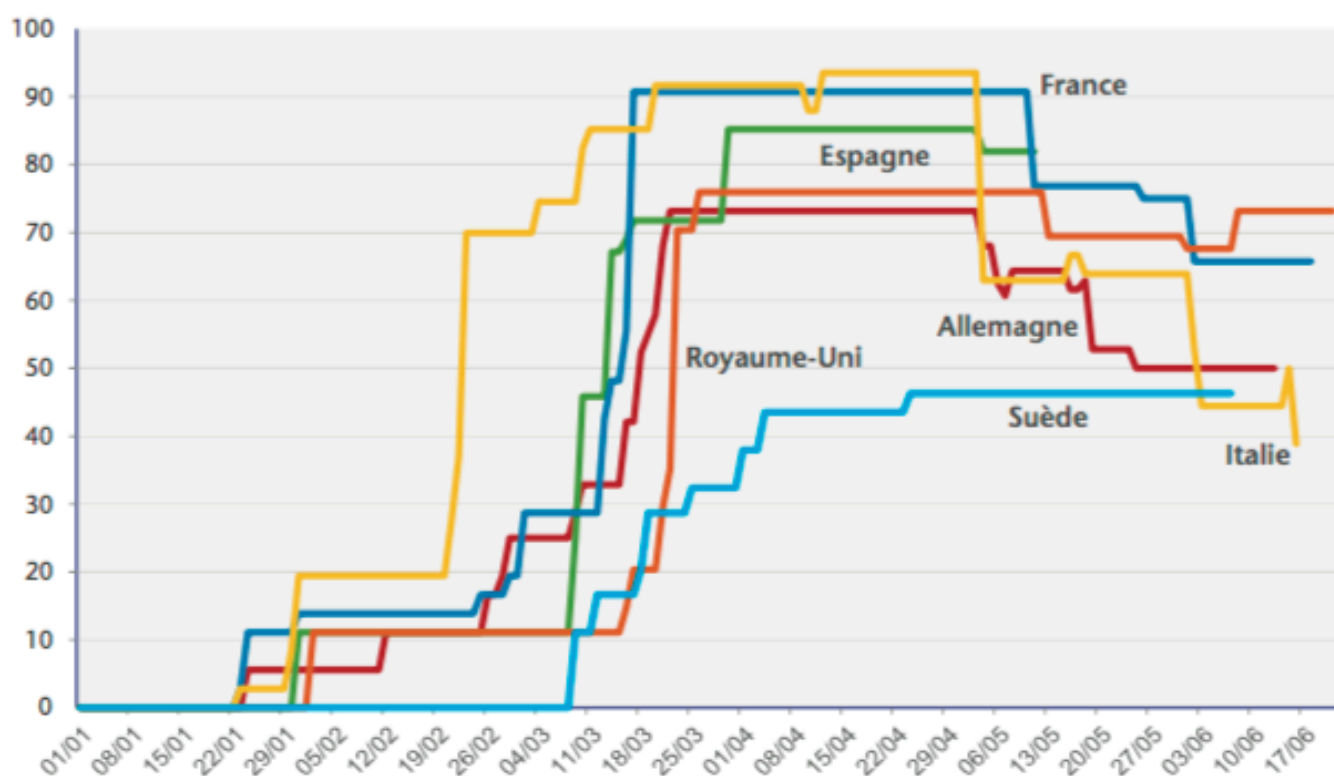
Le FMI publiera le lendemain, le jeudi 25, une mise à jour de son rapport sur la stabilité financière dans le monde. Le FMI souligne les risques qu'entraîne le net « décalage entre les marchés financiers et l'évolution de l'économie réelle. Cette vulnérabilité risque de compromettre la reprise en cas de diminution de la propension au risque des investisseurs. (...) Les valorisations semblent excessives sur bon nombre de marchés boursiers et de marchés d'obligations de société. D'après les modèles des services du FMI, la différence entre prix du marché et valeurs fondamentales se rapproche de sommets historiques sur la plupart des marchés boursiers et obligataires de pays avancés, le contraire étant vrai pour les actions dans certains pays émergents. Un certain nombre de facteurs pourrait

déclencher une réévaluation des actifs à risque, ce qui ajouterait des tensions financières à une récession économique déjà sans précédent. Par exemple, la récession pourrait être plus profonde et plus longue que les investisseurs ne le prévoient actuellement. Une deuxième flambée du virus pourrait survenir, forçant le retour des mesures d'endiguement. Les attentes des marchés quant à l'ampleur et à la durée du soutien des banques centrales aux marchés financiers pourraient s'avérer trop optimistes, ce qui amènerait les investisseurs à réévaluer leur appétit pour le risque et à en réévaluer le prix. Une résurgence récente des tensions commerciales pourrait éroder la confiance des marchés, compromettant ainsi la reprise. Enfin, une généralisation des tensions sociales à travers le monde en réaction à la hausse des inégalités économiques pourrait causer une inversion de la confiance des investisseurs. La pandémie pourrait cristalliser d'autres vulnérabilités financières qui se sont accumulées au cours des 10 dernières années. (...).

Vendredi 26, l'OFCE publie un « Policy brief » (n°75) pour évaluer à cette date l'impact économique de la pandémie et des mesures de confinement et du déconfinement en France (Magali Dauvin, Bruno Ducoudré, Éric Heyer, Pierre Madec, Mathieu Plane, Raul Sampognaro, Xavier Timbeau, 2020, « Évaluation au 26 juin 2020 de l'impact économique de la pandémie de COVID-19 et des mesures du confinement et du déconfinement en France »).

On en extrait quelques graphiques, tableaux et schémas :

Graphique 1. Indice de rigueur de la réponse du gouvernement en Europe



Source : T.Hale, S.Webster, A.Petherick, T.Phillips et B.Kira (2020). Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

« La France est un des pays ayant mis en œuvre les mesures de confinement et de distanciation physique les plus strictes en Europe. Depuis le 11 mai 2020 elle a engagé un déconfinement progressif, comme la plupart des autres pays européens à l'exception du Royaume-Uni, qui maintiendra en place des mesures strictes jusqu'à début juillet, et de la Suède, qui s'est distinguée dès le déclenchement de la pandémie par l'absence de confinement (graphique 1). Les fermetures des commerces non essentiels ont été progressivement levées, même si certains secteurs restent contraints. La réouverture des restaurants dans les zones où le virus circule peu, décidée à partir du 2 juin 2020 a marqué un jalon important dans le processus de normalisation. Cette tendance a été amplifiée avec le passage de toute la France métropolitaine en zone verte à partir du 15 juin. La réouverture de l'ensemble des écoles et des collèges depuis le 22 juin 2020 constitue une deuxième étape. Enfin, l'ouverture des frontières à partir du 15 juin pour la circulation à l'intérieur de l'espace

Schengen et à partir du début du mois de juillet pour les pays hors Schengen où le virus est sous contrôle devrait conditionner la reprise pendant l'été ».

Tableau 1. Impact du confinement sur le PIB français

	Période	Durée	Perte d'activité par semaine	Contribution annuelle à la dégradation du PIB
Confinement strict	17 mars au 10 mai	8 semaines (-2 jours)	32 %	5 %
Déconfinement phase I	11 mai au 31 mai	3 semaines	14 %	0,8 %
Déconfinement phase II	1 ^{er} juin au 5 juillet	5 semaines	8 %	0,8 %

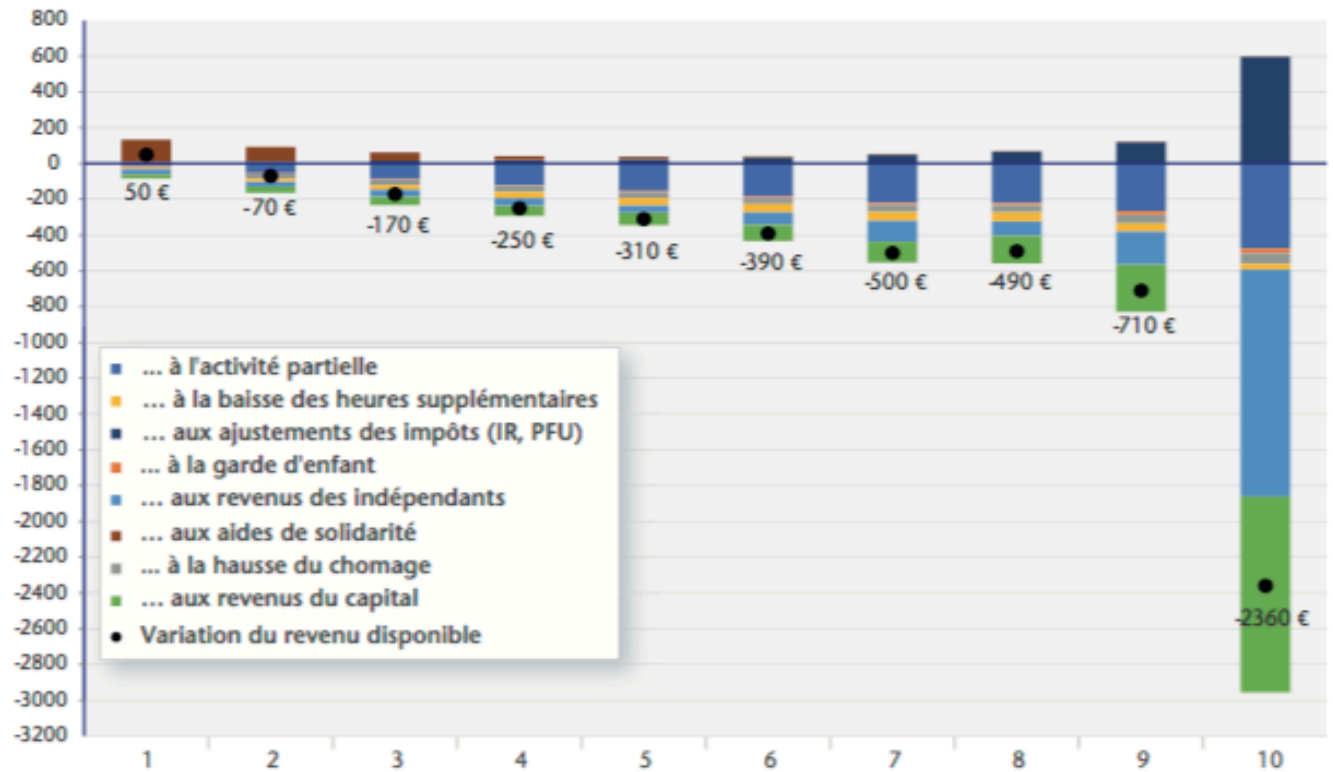
Source : Calculs OFCE.

Tableau 2. Impact du déconfinement (par semaine de confinement) par branche agrégée

Variation de la VA au prix de base			
Période	Confinement	Déconfinement	Déconfinement
	8 semaines	11 mai au 01 juin	02 juin au 05 juillet
Agriculture	-15	-2	-1
Industrie	-34	-15	-11
Construction	-80	-28	-9
Services marchands	-27	-13	-8
Services non marchands	-25	-9	-8
Ensemble de l'économie Prix de base	-30	-13	-8
PIB	-32	-14	-8

Sources : calculs OFCE.

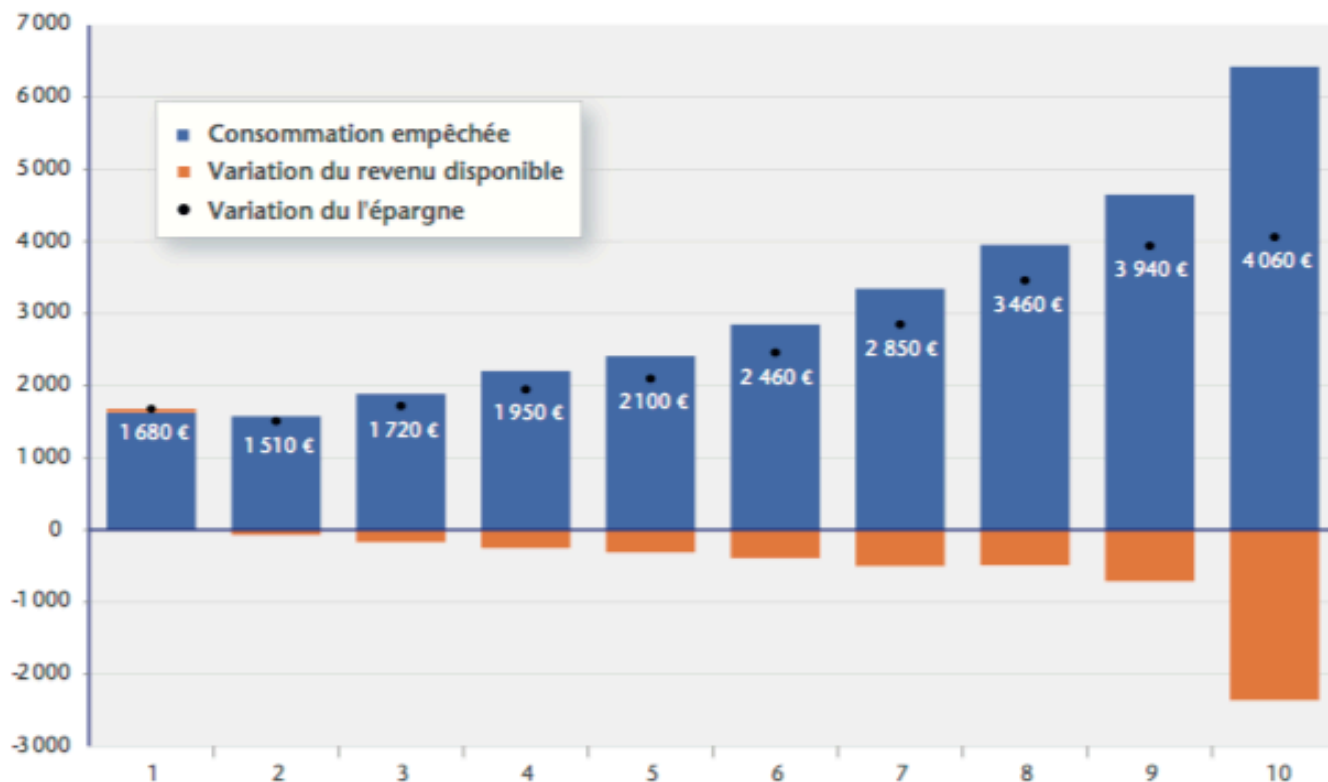
Graphique 5. Variation du revenu disponible des ménages liée.... (en euros par ménage)



Sources : Budget des familles, 2011 ; ERSF, 2016 ; Comptabilité nationale, 2019, Insee ; calculs des auteurs.

« Le graphique 5 présente, par décile de niveau de vie, les variations de revenu enregistrées entre le 11 mai et le 5 juillet en euros par ménage. En moyenne, les 10 % de ménages les plus modestes ont vu leur revenu disponible soutenu par le versement des aides exceptionnelles aux familles et aux jeunes et ont été semble-t-il moins touchés par la dégradation du marché du travail étant pour beaucoup déjà écartés du marché du travail avant la crise. Les ménages du centre de la distribution ont vu leur revenu baisser sous les effets cumulés de l'augmentation du chômage et du recours massif à l'activité partielle. Les 10 % de ménages les plus aisés qui concentrent à la fois de nombreux actifs non-salariés et une part importante des revenus du capital ont quant à eux subi les baisses massives de ces deux catégories de revenus. Dans notre estimation, nous supposons que les revenus du capital, issus de la distribution de dividendes évoluent comme l'EBE des entreprises »

Graphique 7. Variation de l'épargne par décile de niveau de vie entre le 17 mars et le 5 juillet 2020 (en euros par ménage)



Sources : Budget des familles, 2011 ; ERSF, 2016 ; Comptabilité nationale, 2019, Insee ; calculs des auteurs.

« La question de l'utilisation de cette épargne accumulée est centrale pour élaborer un scénario de reprise à court et moyen terme. (...) ».

Les 28-29 juin, publication par Le Monde d'un entretien donné par la chancelière Angela Merkel à plusieurs journaux du réseau Europa. Rappelons que l'Allemagne va prendre dans quelques jours (le 1^{er} juillet) la direction tournante de l'UE.

On lit notamment dans cet entretien :

« Etant donné que différents pays sont touchés à des degrés divers par la pandémie, la clé de répartition ne peut pas être la même que pour un budget européen ordinaire. J'espère que tous accepteront cet argument. Pour les pays qui ont déjà un niveau d'endettement total très élevé, des aides non remboursables ont plus de sens que des crédits supplémentaires. Je m'efforce de convaincre les pays qui, jusqu'à présent, ont accepté d'accorder des prêts, mais refusé l'idée d'aides non remboursables. (...) »

Dans ce genre de crise, on attend de chacun qu'il fasse ce qui est nécessaire. Le nécessaire, dans ce cas, est quelque chose d'extraordinaire. L'Allemagne avait un faible taux d'endettement et peut se permettre, dans cette situation exceptionnelle, de contracter de nouvelles dettes. Il est également très important pour nous de maintenir le programme dans le cadre des traités européens. Nous avons trouvé le moyen d'y parvenir. Ce faisant, bien sûr, nous agissons aussi dans notre propre intérêt. Il est dans l'intérêt de l'Allemagne que nous ayons un marché unique fort, que l'Union européenne devienne de plus en plus unie et qu'elle ne s'effondre pas. Ce qui est bon pour l'Europe était et demeure bon pour nous. (...) »

Je vois le fonds comme une réponse particulière à une situation particulière. Si nous voulions apporter des changements fondamentaux à la gestion financière de l'UE, ou si nous voulions lui donner le droit de prélever des impôts, par exemple, nous devrions changer les traités. Cela modifierait l'équilibre des compétences et du contrôle. Cette question sera certainement examinée dans les prochaines années, mais il convient de le faire avec prudence. Dans la situation actuelle, cependant, nous ne pourrions pas attendre une modification des traités : nous devons réagir rapidement à la pandémie. (...) ».

Il est pour le moins curieux de constater que Le Monde ne publie pas une question et la réponse qu'y donne A. Merkel. Pourtant, elle est particulièrement importante parce qu'elle est très instructive sur la conception d'A. Merkel sur l'avenir de l'UE. La question est : « La législation européenne enfreint-elle désormais la législation nationale - ou vice versa ? Le système juridique européen n'a-t-il pas finalement besoin d'avoir plus de poids que les systèmes nationaux par principe ? » Et dans la réponse, A. Merkel dit clairement : « Sans aucun doute, le droit européen a priorité sur le droit national - mais cela ne nous dit pas où commence et se termine le domaine du droit européen. L'essence de l'Union européenne réside dans le transfert de compétences des États membres. À la frontière entre les domaines de compétence du droit national et du droit européen, des frictions peuvent se produire si le niveau européen définit ses limites de manière plus large que, par exemple, le Parlement allemand. C'est ce que nous constatons dans le cas de la BCE. Si la Cour constitutionnelle constate qu'une frontière a été franchie, elle se rend devant la Cour de justice européenne et demande un réexamen. Jusqu'à présent, tous les désaccords ont été réglés. Maintenant, nous avons un conflit. Telle est la nature de la bête, car un État-nation pourra toujours revendiquer des pouvoirs particuliers à moins que tous les pouvoirs ne soient transférés aux institutions européennes, ce qui ne va sûrement pas se produire ».

Cette réponse mérite d'être méditée ; sa dernière phrase déçoit forcément tous ceux qui rêvent d'une Europe fédérale.

Lundi 29, A. Merkel reçoit E. Macron au château de Meseberg, comme deux ans auparavant quand ils ont dit leur volonté de doter la zone euro d'un embryon de budget commun. Aujourd'hui, c'est pour parler de la mise en œuvre effective du plan de relance de 750 milliards d'euros dans un contexte de contestation par les États-membres « frugaux ». Il faut compter sur la position médiatrice de la chancelière allemande pour faire de sa présidence une réussite pour l'Europe.

Voici un extrait de la conférence de presse faite par le Président français à la suite de la réunion : « (...) Nous sommes arrivés à un moment de vérité pour l'Europe. Avec cet engagement franco-allemand résolu, celui du 18 mai dernier, nous pouvons faire de ce moment de vérité un moment de succès. Nous sommes à 2 jours du début de la présidence allemande du Conseil de l'Union européenne et un an après la fin de votre présidence commencera début 2022, comme vous l'avez dit, la présidence française. Le calendrier lui-même montre combien nos volontés, nos destins sont entremêlés. Et c'est ce dont nous avons commencé à parler et ce sur quoi nous allons poursuivre ensemble. Comment faire de cet accord franco-allemand un succès pour l'Europe et pour une Europe plus solidaire et plus souveraine ? D'abord en faisant tout, avec le président Charles MICHEL et la présidente Ursula VON DER LEYEN, avec l'ensemble de nos partenaires, pour obtenir un accord budgétaire au mois de juillet sur un cadre financier commun 2021-2027 et sur le plan de relance. Je ferai très simple. Il faut que nous arrivions à consolider ce que nous avons ensemble décidé : un emprunt commun, au moins 500 milliards de subventions budgétaires et vers les régions les plus touchées. Nous l'avons écrit noir sur blanc avec la chancelière, c'est notre priorité absolue. (...) L'autre enjeu central c'est notre souveraineté, climatique justement, numérique vous l'avez rappelé, alimentaire, sanitaire, industrielle et sécuritaire. Et la crise, je crois pouvoir le dire, a accéléré la prise de conscience collective car elle a révélé nos fragilités, parfois nos dépendances. Comment accepter à l'avenir que des médicaments de base ou demain des vaccins contre le Covid et d'autres maladies soient produits dans leur immense majorité hors d'Europe ? (...) C'est ce modèle européen que nous devons réformer, protéger et promouvoir. Parler de modèles ne veut pas dire que tout est parfait, que nous sommes exemplaires ou infaillibles mais il y a une identité européenne et il doit donc y avoir une souveraineté européenne et la crise l'a montré. (...) ».

En cette fin juin, le ministère de l'économie récapitule les mesures de soutien aux entreprises qu'il a prises depuis mi-mars :

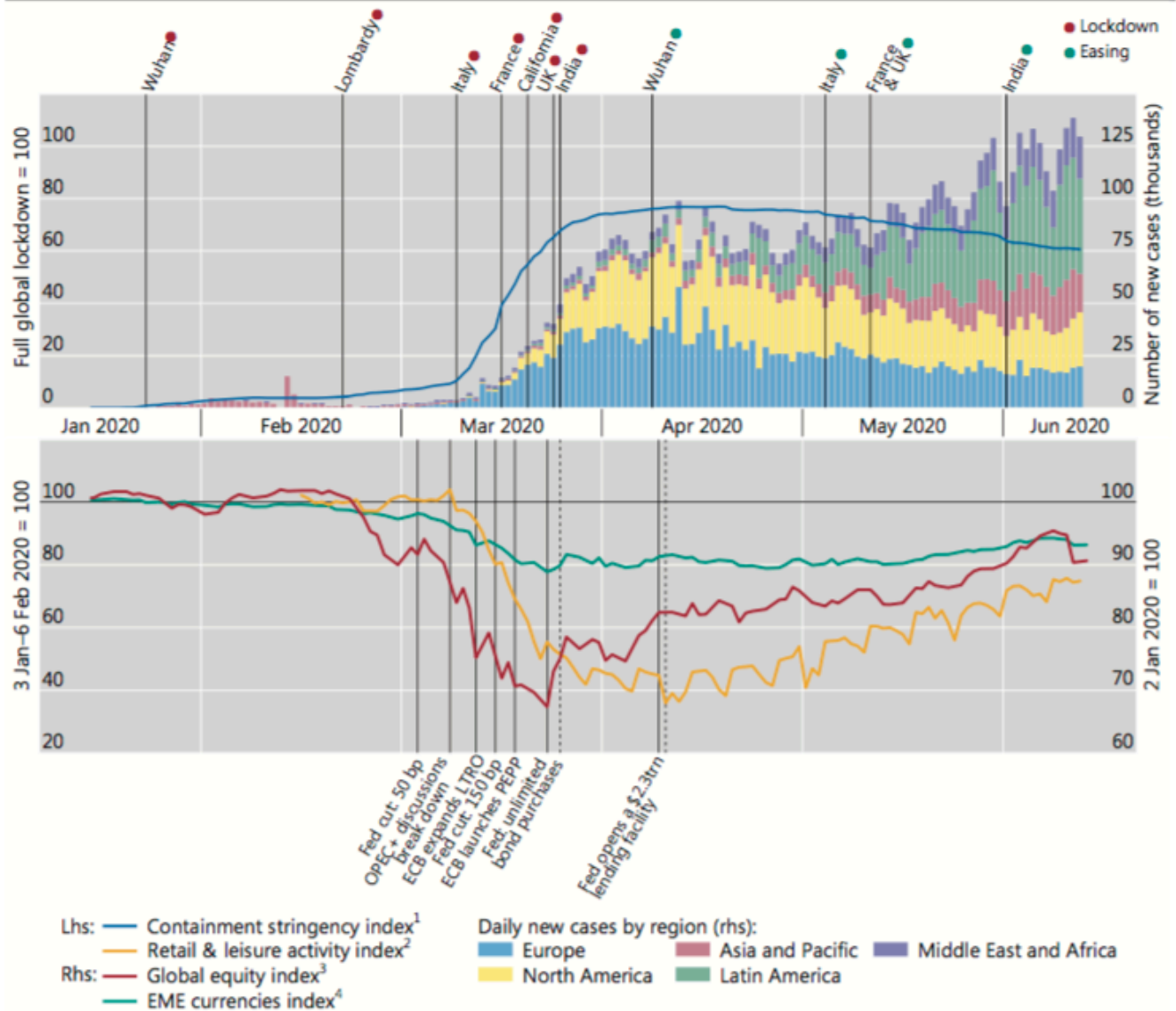
1. Des délais de paiement d'échéances sociales et/ou fiscales (URSSAF, impôts directs) ;
2. Dans les situations les plus difficiles, des remises d'impôts directs pouvant être décidées dans le cadre d'un examen individualisé des demandes ;
3. Le report du paiement des loyers, des factures d'eau, de gaz et d'électricité pour les plus petites entreprises en difficulté ;

L'EURO

4. Une aide allant jusqu'à 1 500 euros pour les très petites entreprises, les indépendants, les professions libérales et les micro-entrepreneurs les plus touchés grâce au fonds de solidarité financé par l'État et les Régions ;
 5. La mobilisation de l'État à hauteur de 300 milliards d'euros pour garantir des lignes de trésorerie bancaires dont les entreprises pourraient avoir besoin à cause de l'épidémie ;
 6. Un soutien de l'État et de la Banque de France (médiation du crédit) pour négocier avec sa banque un rééchelonnement des crédits bancaires ;
 7. Le maintien de l'emploi dans les entreprises par le dispositif de chômage partiel simplifié et renforcé ;
 8. L'appui au traitement d'un conflit avec des clients ou fournisseurs par le Médiateur des entreprises ;
 9. Un plan de soutien aux entreprises françaises exportatrices
- À ces mesures d'urgence s'ajoutent des mesures de soutien sectorielles (commerce de proximité, artisanat et indépendants, livre, BTP, tourisme, aéronautique, automobile, entreprises technologiques).

Le vendredi 26, l'euro cote 1,1218 \$ après avoir coté 1,1284 le 5, 1,1260 le 12 et 1,1176 le 19.

En ce mois de juin paraît le rapport annuel de la Banque des règlements internationaux (BRI), dont on reproduit cette sorte de calendrier mondial de la crise sanitaire :



LTRO = long-term refinancing operations; PEPP = pandemic emergency purchase programme.

The vertical dashed lines indicate, respectively, 25 March 2020 (US: \$2trn fiscal package) and 10 April 2020 (EU: €500bn rescue package).

¹ Simple average of containment stringency index for countries with more than 1,000 cumulated Covid-19 cases. Country-level indices calculated from eight indicators of government response. ² Index shows mobility relative to baseline corresponding to median value of the same day of the week during 3 January–6 February 2020; simple average of the retail and leisure activity index across all countries covered by Google Covid-19 Community Mobility Reports. ³ MSCI all-country world equity index (in US dollars). ⁴ Federal Reserve Emerging Market Economies Dollar Index. An increase indicates a depreciation of the US dollar.

Sources: Federal Reserve Bank of St Louis, FRED; Johns Hopkins University; Oxford University, Blavatnik School of Government; Datastream; Google Covid-19 Community Mobility Reports; BIS calculations.

- Note :
- ◀ Containment stringency index = indice de rigueur de confinement
 - ◀ = Moyenne simple de l'indice de rigueur de confinement pour les pays comptant plus de 1 000 cas de Covid-19 cumulés. Indices au niveau des pays calculés à partir de huit indicateurs de la réponse du gouvernement.
 - ◀ Retail & leisure activity index = indice des activités commerciales et de loisirs
 - ◀ L'indice montre la mobilité par rapport à la ligne de base correspondant à la valeur médiane du même jour de la semaine du 3 janvier au 6 février 2020 ; moyenne simple de l'indice des activités de vente au détail et de loisirs dans tous les pays couverts par les rapports sur la mobilité communautaire de Google Covid-19.
 - ◀ Global equity index = indice boursier Mondial
 - ◀ = Indice boursier mondial MSCI tous pays (en dollars américains)
 - ◀ EME currencies index = indice des devises des économie émergentes

L'EURO

= Indice du dollar des économies de marché émergentes de la Réserve fédérale. Une augmentation indique une dépréciation du dollar américain.

The vertical dashed lines indicate, respectively, 25 March 2020 (US: \$2trn fiscal package) and 10 April 2020 (EU: €500bn rescue package) = Les lignes verticales en pointillés indiquent respectivement le 25 mars 2020 (US: paquet budgétaire de 2 milliards de dollars) et le 10 avril 2020 (UE: plan de sauvetage de 500 milliards d'euros).

• Juillet 2020 ->

L'Allemagne prend pour 6 mois la présidence du Conseil de l'UE.

Le mercredi 1^{er}, Olivier Passet, directeur de la recherche à Xerfi, produit une vidéo qui fait remarquablement le point en établissant une sorte de bilan d'étape sur la situation actuelle de la zone euro. Nous nous permettons d'en reproduire in extenso le contenu :

« La crise de la Covid est sans doute en train de changer en profondeur notre perception de l'euro et de l'UE. Elle a fait irruption en plein Brexit, alors même que la deuxième puissance de l'UE, pourtant dégagée du carcan de l'euro, assume et crédibilise l'option out. Alors que la zone euro a été vécue ces 15 dernières années comme un piège fatal pour certaines économies du Sud, leur interdisant de jouer la partition du rattrapage économique. Alors même que la photographie des trajectoires de récupération 11 ans après 2008 continue à porter les cicatrices de la crise, avec le Sud à la traîne, l'Italie et la Grèce notamment, avec un noyau dur, en moteur très poussif, et des paradis fiscaux en porte-étendard du dumping fiscal comme seule issue favorable à l'appartenance à la zone euro. Elle intervient, enfin, alors que la crise précédente a surligné nos défaillances de pilotage : la rigueur a étiré les trajectoires de consolidation budgétaire, laissant penser que la plupart des pays seraient démunis en cas de prochaine crise. Et chacun a en mémoire aussi l'incapacité inquiétante des pays européens à se coordonner et à opérer des choix rapides, aggravant ainsi le choc initial et sa facture. La crise sanitaire semble raviver et aggraver toutes les fractures, les divergences et les incuries décisionnelles de la zone euro. Le Sud est à nouveau le maillon faible. La France, crise après crise, semble davantage happée par le Sud qu'arrimée au noyau dur rhénan. Et le désaccord qui entoure le grand plan de relance et de mutualisation des dettes exhibe une fois de plus la crispation récurrente entre les bons élèves du Nord et les assistés du Sud. Tout semble en place pour que la tragédie de 2008-2010 soit rejouée, portant le coup fatal à un édifice déjà branlant.

Toutes ces similitudes pourraient nous pousser à reprendre la rengaine, de l'implosion imminente de la zone euro. Ce serait pourtant une erreur, pour trois raisons majeures.

Une zone euro plus réactive : la zone euro a bel et bien appris de ses erreurs, en matière de réactivité d'abord. Le carcan budgétaire a implosé comme jamais pour assurer le sauvetage de l'économie réelle. Certes, les moyens mobilisés favorisent les pays déjà les mieux lotis, notamment l'Allemagne. Mais en matière de coordination efficace, c'est précisément ce qui est souhaitable. La facture budgétaire est d'autant moins lourde pour les pays sinistrés que les mieux dotés participent à hauteur de leurs moyens au soutien du marché intérieur. Et surtout, la BCE s'est immédiatement placée en position de prêteur en dernier ressort, rachetant sans limites les titres émis, au-delà des limites habituelles concernant les économies les plus vulnérables. Évitant de la sorte ce qui fut fatal en 2010 : la dramatique crise des spreads, qui avait failli conduire à une défaillance en chaîne des États, puis des banques et in fine de l'euro. Cette fois-ci, rien de tel. La BCE veille au grain, et décourage d'avance la spéculation : ni spreads, ni revalorisation de l'euro, comme en 2008. La vertu ne vire pas au poison pour l'économie réelle. Et aucun pays pris isolément n'aurait pu espérer affronter ce choc avec une assurance monétaire aussi puissante et une telle stabilité nominale.

L'Allemagne, hégémon bienveillant (par la force des choses) : Le clivage Nord-Sud est bien moins tranché qu'il n'y paraît. Pour la première fois, l'Allemagne joue son rôle d'hégémon bienveillant, en conformité avec son intérêt bien compris. Contrairement à 2008-2010, l'Allemagne ne peut plus jouer la carte du grand large, du redéploiement commercial extraeuropéen. Toutes les régions du monde sont sinistrées. Et le sauvetage de ses industries phares passe d'abord par le sauvetage du grand marché. Et par un vrai deal européen au plan environnemental, seule perspective de reconversion en mesure de recréer un horizon de croissance à son industrie. Une préoccupation qui permet d'opérer des transferts Nord-Sud via l'investissement, sans que le mot soit prononcé.

Trop de dettes sont adossées à l'euro : La crise crée enfin un ciment indélébile autour de l'euro. Moins du fait de ses effets positifs que de la capacité de nuisance renforcée d'une sortie. Les dettes adossées à l'euro sont telles aujourd'hui (ainsi que les risques associés), portées par les banques et la BCE, que ni débiteurs, ni créanciers ne peuvent envisager l'option exit sans coût majeur.

Bref, l'euro remanié ne résout pas tout. Mais face à une crise d'ampleur inégalée, son rôle bouclier est tel, notamment pour le Sud, que le procès en divergence qui lui est régulièrement adressé, fait difficilement le poids ».

O. Passet considère à juste titre qu'avec « l'euro remanié » le verre est un peu plus plein que vide mais il a également raison de dire que « l'euro remanié ne résout pas tout ». Cela revient à dire, comme nous l'avons déjà fait ici, que la crise « sanitaire-économique », qui, d'ailleurs, n'a pas encore montré toute son ampleur, met les dirigeants européens au pied du mur, et que donc, comme cela s'est souvent passé au cours de l'histoire de la construction européenne, cette crise peut être l'occasion pour eux de faire le pas décisif qui s'impose pour reconfigurer en profondeur la zone euro.

Le jeudi 2, motion très importante votée à main levée et avec une large majorité par les députés allemands en faveur de la BCE dans le conflit qui l'oppose à la Cour Constitutionnelle de leur pays ; ce qui permet à Yves Mersch, membre du directoire de la BCE de dire qu'il n'y a plus d'obstacle à ce que la Bundesbank poursuive ses achats et que par conséquent à ce que la BCE poursuive sa politique.

Alors que jusqu'à maintenant la chancelière pouvait apparaître comme en avance sur son Parlement, avec cette motion, le Parlement allemand rattrape la chancelière : si elle avait su que cette motion allait être votée, aurait-elle terminé de la même façon la réponse qu'elle a donnée à la question que Le Monde a « sqeezée » ? (voir plus haut en date des 28-29 juin).

Ce même jeudi 2, Angela Merkel et Ursula von der Leyen tiennent (l'une à Berlin, l'autre à Bruxelles) une conférence de presse commune. Elles montrent beaucoup de complicité, et sont totalement d'accord pour tout faire de façon à ce que le plan de relance de 750 milliards d'euros soit mis en place le plus vite possible car, selon l'une et l'autre, les choses pressent énormément : « chaque journée perdue signifie davantage de pertes d'emplois et de faillites d'entreprises ».

Le vendredi 3, en France, l'Élysée annonce la démission du gouvernement d'É. Philippe et, aussitôt, Jean Castex est nommé premier ministre.

La composition du gouvernement sera annoncée le lundi 6 juillet en fin de journée. Bruno Le Maire reste à Bercy en devenant ministre de l'économie, des finances et de la relance. Gérald Darmanin quitte Bercy pour aller Place Beauvau. Olivier Dussopt devient ministre délégué du budget et Amélie de Montchalin ministre de la Transformation et de la Fonction publique.

En ce début de mois de juillet, Eurostat publie plusieurs statistiques :

L'EURO

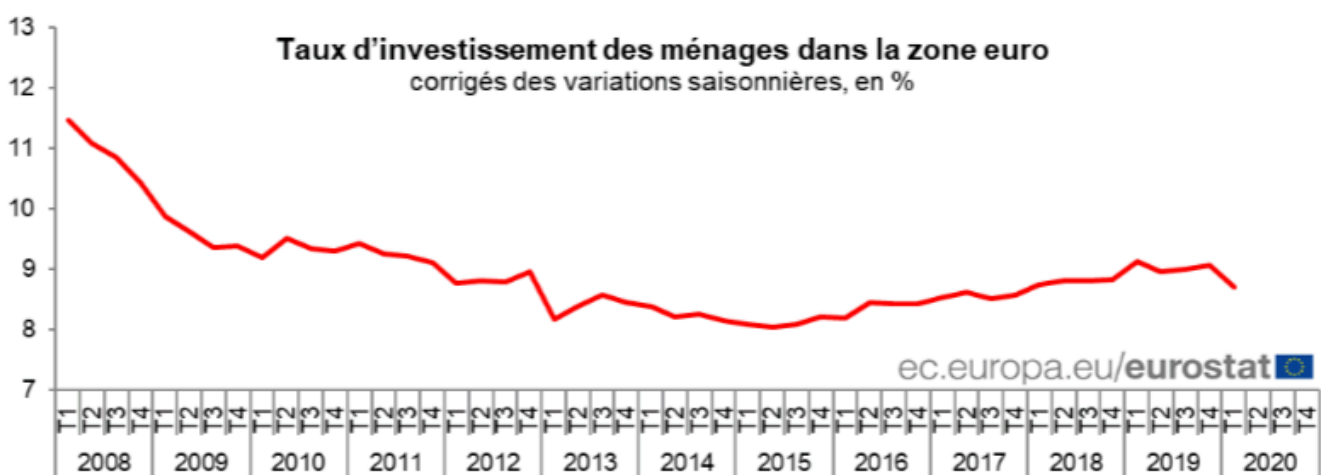
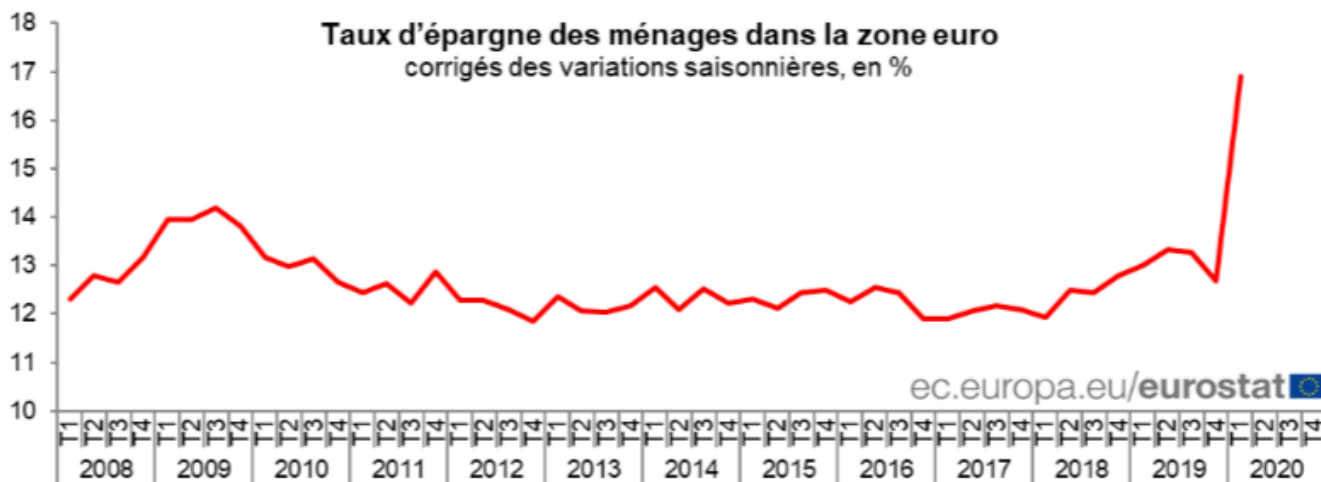
Solde du compte courant et du commerce de services – données nationales (intra-UE + extra-UE) données non corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (en mrd d'euros)

	Solde du compte courant					Solde du commerce des services				
	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020
Belgique	-1,2	-2,6	-0,1	-2,0	1,5	0,6	-0,8	-0,3	0,9	1,3
Bulgarie	0,2	0,5	1,6	0,1	0,4	0,4	0,8	2,0	0,6	0,4
Tchéquie	1,6	1,1	-2,4	-0,9	2,9	1,3	1,4	0,8	0,5	1,5
Danemark	2,1	6,9	7,6	7,6	3,7	0,1	0,7	1,6	0,4	-0,5
Allemagne	64,3	53,5	59,2	68,2	66,0	-1,7	-3,9	-12,7	-2,2	-1,1
Estonie	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,6	0,6	0,5	0,5
Irlande	11,0	-26,5	11,2	-28,4	-15,2	-1,2	-33,4	-0,3	-37,9	-29,3
Grèce	-3,7	-0,3	4,1	-2,6	-3,5	1,5	5,3	11,7	2,7	1,1
Espagne	-2,0	10,6	8,2	7,8	-0,9	10,2	18,1	21,5	13,0	8,5
France	-14,7	-3,9	-4,5	6,8	-17,9	2,9	5,7	7,7	5,3	-1,6
Croatie	-2,1	-0,5	4,6	-0,6	-1,5	0,2	2,1	6,6	1,1	0,4
Italie	3,9	12,8	16,5	19,7	6,5	-3,7	1,2	3,3	-2,9	-4,7
Chypre	-0,6	-0,3	0,0	-0,5	-0,9	0,5	1,4	1,6	1,2	0,4
Lettonie	0,3	-0,1	-0,3	0,0	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,5
Lituanie	0,3	0,1	0,5	1,2	0,8	1,0	1,2	1,3	1,3	1,2
Luxembourg	-2,1	0,2	0,2	4,5	1,0	5,9	6,1	5,8	5,9	5,8
Hongrie	-0,1	0,1	-0,6	-0,8	0,0	1,7	2,2	2,3	1,7	1,5
Malte	0,1	0,4	0,4	0,3	0,2	0,9	1,1	1,3	1,0	0,9
Pays-Bas	22,6	13,6	21,3	23,2	23,1	3,6	4,8	2,5	5,4	3,8
Autriche	4,9	-0,8	1,4	4,9	5,1	5,8	0,1	1,4	3,1	5,2
Pologne	1,4	-0,4	-0,8	1,9	4,5	6,0	6,3	6,2	6,7	6,2
Portugal	-0,7	-1,6	2,3	-0,2	-1,1	3,0	4,1	6,9	3,5	2,7
Roumanie	-1,1	-3,3	-3,6	-2,2	-0,9	1,8	2,3	2,1	2,6	2,3
Slovenie	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,6	0,7	0,9	0,8	0,6
Slovaquie	-0,2	-0,7	-1,2	-0,6	-0,9	0,2	0,4	0,4	0,1	0,3
Finlande	0,1	-3,8	0,8	1,9	-1,6	-0,8	-0,2	0,2	-0,4	-1,0
Suède	5,9	3,3	6,7	4,1	7,6	-0,1	-0,2	-0,1	0,7	0,2
Royaume-Uni	-40,2	-22,3	-31,3	-7,0	-23,3	30,4	32,1	24,2	33,7	31,6
Islande	0,3	0,1	0,5	0,4	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,2
Norvège	6,8	2,8	2,7	2,5	6,3	-1,5	-1,7	-1,5	-2,2	-0,7
Suisse	17,8	17,1	18,5	19,1	16,3	5,8	3,1	3,4	3,4	2,8
Monténégro	-0,3	-0,3	0,2	-0,3	-0,3	0,0	0,2	0,7	0,1	0,0
Macédoine du Nord	-0,2	0,0	0,2	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2
Albanie	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3
Serbie	-0,9	-0,7	-0,7	-1,0	-1,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Turquie	-0,4	0,4	7,3	0,4	-7,1	3,9	7,7	13,7	7,8	3,9
Bosnie-Herzégovine	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2
Kosovo*	-0,1	-0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,2	0,1	0,5	0,1	0,1

* Kosovo: conforme à la résolution 1244/1999 du Conseil de sécurité des Nations unies.

Source: Eurostat (données source: [top_eu6_q](#))





Lundi 6, publication dans la « Frankfurter Allgemeine Zeitung » d'un entretien de Wolfgang Schäuble, actuellement président du Bundestag. Dans cet entretien, W. Schäuble devient un réel défenseur de la souveraineté européenne.

Après les récentes déclarations et prises de position de la chancelière A. Merkel et après la motion votée par les députés allemands qui se prononcent en faveur de la BCE et à l'encontre de la Cour constitutionnelle, cet entretien exprime une très nette évolution de l'Allemagne sur l'avenir économique et même politique de l'Europe.

C'est une très bonne nouvelle ! Il faut espérer que les actes vont aller dans le sens de ces excellentes intentions.

Une tout autre lecture, iconoclaste et qui conforte un point de vue que j'ai depuis plusieurs années, peut être faite : les gouvernants allemands profitent d'une période qui leur est particulièrement favorable (supériorité depuis longtemps des performances économiques et aujourd'hui efficacité incontestée dans le traitement de la crise sanitaire) pour prendre en douceur la direction de la relance de l'idée européenne et par conséquent affirmer la prééminence de leur pays (lors d'une conférence en 2012, déjà conscient de la puissance allemande, je m'étais autorisé à dire que l'Allemagne réussirait sans doute à dominer l'Europe par l'économie à défaut d'avoir réussi à le faire par les armes). Au début du 1^{er} chapitre de la dernière partie de son livre sur les « Idées reçues sur l'Allemagne » (Éditions Cavalier bleu, octobre 2018), Claire Demesmay écrit : « Les vieux démons d'une Allemagne hégémonique sont de retour. (...) Si l'Allemagne pèse davantage sur le cours de l'UE que n'importe quel autre de ses partenaires, c'est d'abord en raison de son poids démographique, politique et économique. (...) De plus, depuis le grand élargissement européen de 2004, elle dispose sur le continent d'une centralité géographique. (...) Une fois passé le cap délicat [de la réunification], elle profita de l'introduction de l'euro (que pourtant elle n'avait pas demandé)

et d'un contexte international marqué par la globalisation et s'imposa en championne des exportations. (...) Le discours sur le diktat allemand n'a rien de nouveau et réapparaît d'autant plus aisément que les autres États européens sont en position de faiblesse, du moins que les équilibres au sein de l'UE évoluent au profit de Berlin. (...) En réalité, Berlin n'est pas à l'aise avec cette position de leadership, mal assumée. Tout en ayant tendance à se concevoir comme le gardien des règles européennes, il veut éviter de paraître dominant auprès de ses partenaires. (...) Dans ces conditions, les dirigeants craignent par-dessus tout le discours anti-allemand dénonçant un retour de l'hégémonie, tel qu'il est réapparu à la faveur de la crise ». Même si on s'éloigne de ce qu'appelait en 1985 Hans-Peter Schwarz, le célèbre biographe de Konrad Adenauer, « l'oubli de la puissance » pour qualifier une forme d'abdication des Allemands en la matière, l'Allemagne reste toujours très attentive à ne pas laisser penser qu'elle pourrait exercer sa suprématie sur le vieux continent, y compris à son corps défendant... Le même Hans-Peter Schwartz a écrit en 1994 un livre : « La puissance centrale en Europe ; le retour de l'Allemagne sur la scène mondiale ». Un an auparavant un autre historien, Gregor Schöllgen, écrivait : « L'Allemagne doit assumer son nouveau rôle de grande puissance européenne sans répéter, occulter et oublier les maladroites, les erreurs et les crimes de la première moitié du 20^{ème} siècle ».

Le journaliste suisse Frédéric Koller a écrit plusieurs papiers excellents sur le sujet dans le journal *Le Temps*. Dans un récent article (30/5/2020), il constate : « Il se passe quelque chose d'important en Allemagne ces jours-ci. La République fédérale est en passe d'endosser un rôle qu'elle s'était obstinément refusée à assumer depuis la réunification, et à vrai dire depuis la fin de la Seconde guerre mondiale : prendre le leadership européen. (...) Le basculement en cours s'articule autour du plan de relance économique européen et de son financement. Le principe d'une dette mutualisée entre les 27 États est désormais défendu par Berlin avec toutes les conséquences que cela implique en matière de gouvernance. Si ce scénario se concrétise, l'Europe fera un bond dans son intégration politique. Or ce n'est pas seulement Angela Merkel qui défend la nécessité de ce pas aujourd'hui, mais son parti, le plus grand d'Allemagne, les conservateurs de la CDU (les sociaux-démocrates y étant depuis longtemps favorables). Les déclarations de Wolfgang Schäuble, le week-end dernier, pour soutenir un plan franco-allemand de 500 milliards d'euros (et dont l'Allemagne sera le principal garant) écartaient les derniers doutes. Le parlement allemand, affirme son président et ancien tenant de l'orthodoxie budgétaire européenne, est derrière Merkel. Au nom de la solidarité européenne. C'est un tournant. (...) C'est aussi un moment de vertige. Voici une bonne quinzaine d'années que l'Allemagne fait figure de locomotive économique du continent, un rôle qui lui permettait de faire la différence à Bruxelles en matière de politique financière et budgétaire. Mais Berlin, pour d'excellentes raisons liées à son passé, s'était prudemment abstenu jusqu'ici de pousser l'avantage pour en faire un instrument politique. Ou c'était à son corps défendant, comme face à la Russie. Sur le plan de la défense, Berlin prend grand soin de laisser Paris aux avant-postes. En assumant à l'avenir pleinement son statut de grande puissance européenne, et les responsabilités qui vont avec, l'Allemagne prend le risque de bouleverser bon nombre d'équilibres, à commencer celui instauré avec la France, aussi boiteux soit-il.

L'EURO

Les pro-européens, qui en appelaient à cette solidarité allemande, ont de quoi se réjouir d'une dynamique qui pourrait redonner une voix à un continent et à son modèle social-libéral, une voix nécessaire, et qui répond aussi à un besoin hors de ses frontières pour faire contrepoids au duopole qui s'installe entre Pékin et Washington. Mais cette Allemagne, si elle n'y prend garde, ne tardera pas à éveiller tous les fantasmes liés à l'éternelle question allemande : celle d'une nation trop grande au cœur du continent pour ne pas être perçue comme menaçante. C'est au nom d'une Europe plus forte que l'Allemagne de Merkel s'affirme comme elle ne l'avait plus fait depuis un siècle. Demain, il faudra plus que jamais penser l'Union au-delà des logiques nationales, pour s'assurer que le continent ne replonge pas dans les travers de son histoire mouvementée ».

Quand on est européiste, et fédéraliste de surcroît, cette évolution emplît d'espoir ; mais en tant que Français, on ne peut s'empêcher de penser que la France, malgré de très beaux discours, a encore « loupé le coche » pour être aux avant-postes... C'est très dommage pour l'Europe, pour deux raisons principales : d'abord, dans ses positions et ses décisions, l'Allemagne reste trop soucieuse des réactions possibles des États-Unis, et ensuite, l'Allemagne reste encore trop sensible à l'orthodoxie que défendent les pays « frugaux », en particulier les Pays-Bas. Malgré des progrès incontestables, tout cela freine beaucoup les progrès de l'UE et de la zone euro. Ce défaut de la France s'explique par l'insuffisante qualité à la fois des politiques menées par les dirigeants français depuis de nombreuses années et de nos superstructures et infrastructures.

Jeudi 9, élection à la présidence de l'Eurogroupe de Paschal Donohoe pour succéder à Mario Centeno pendant 2 ans et demi. P. Donohoe est le ministre des finances, conservateur, d'Irlande. La France et l'Allemagne soutenaient l'espagnole Nadia Calvino, mais, à la faveur du retrait du candidat du Luxembourg, c'est le poids des pays du Nord qui a fait la différence. Cela dit, le nouveau président semble avoir beaucoup de qualités et a assuré que « en tant que président, je chercherai à jeter les ponts entre tous les membres de la zone euro et à dialoguer activement avec eux pour faire en sorte que nous adoptions une approche consensuelle concernant la relance de nos économies et de nos sociétés ». Notons tout de même que c'est P. Donohoe qui a été le fer de lance de l'opposition à l'idée d'une taxe européenne sur les géants du numérique, considérant que la question doit être traitée au niveau de l'OCDE, et qu'il est opposé à toute harmonisation fiscale entre les 27.

Dans son numéro de juillet-août 2020, la revue Challenges publie un article de l'économiste Jézabel Couppey-Soubeyran sur le thème de l'annulation des dettes publiques que détient la BCE, souvent abordé dans le présent document. Parce qu'il fait une bonne synthèse du sujet et qu'il répond point par point à ceux qui estiment que cette solution n'est pas sérieusement envisageable, nous nous permettons de le reproduire en totalité :

Pourquoi la BCE doit effacer les dettes publiques

La BCE ne peut continuer à acheter des dettes publiques pour maintenir les taux bas. Elle devra supprimer l'endettement lié à la crise sanitaire. Et cela ne créera pas d'inflation.

La crise sanitaire rend nécessaire des plans de relance massifs dont le financement repose sur l'endettement des Etats. Pour ceux de la zone euro, en l'absence de dette commune, chacun emprunte sur les marchés. Ces dettes seront-elles soutenables? Les taux sont au plus bas, mais une dette ne se réduit pas à ses intérêts, son principal compte aussi. Lorsque sont financées des dépenses d'investissement qui vont créer un surplus de revenus, la dette ne progresse pas plus vite que le revenu. Peu de chance que ce soit le cas, les plans actuels de soutien servent à combler des pertes. Au mieux, ils éviteront l'effondrement. Ils ne frayent pas un sentier de croissance. Certes, la Banque centrale européenne (BCE) a lancé un programme massif de rachats de dettes publiques qui permet aux Etats de contracter de nouveaux emprunts pour rembourser les échéances des anciens. Mais cette stratégie n'est pas tenable. La BCE ne poursuivra pas ces rachats *ad vitam aeternam*, au risque de rendre sa politique monétaire moins efficace – acheter des dettes publiques ne fait pas remonter l'inflation, jugée trop faible par Francfort – et même dangereuse en élevant l'instabilité des marchés. La BCE doit trouver des alternatives : annuler les dettes publiques qu'elle détient en est une. Les résistances à cette proposition sont puissantes. Mais les arguments qui les sous-tendent, très faibles. « *Interdit par les traités* », s'insurgent les pourfendeurs de l'annulation des dettes. Faux : le traité sur le



La stratégie de la BCE de rachats massifs des dettes publiques n'est pas tenable à long terme.

fonctionnement de l'Union interdit le financement direct des Etats, pas l'annulation de leur dette. « *Cela mettrait les marchés à feu et à sang.* » Non, car il ne s'agit pas d'annuler les dettes détenues par des créanciers privés, mais celles de la BCE, qui assumerait la perte, sans dommage pour son fonctionnement. « *Inflationniste.* » Erreur : une annulation de dette ne crée pas de monnaie. Nulle crainte d'y perdre en pouvoir d'achat, d'autant plus qu'il en résulterait pour les Etats une capacité accrue d'investissement. « *Indirectement coûteux pour les Etats* » car cela pèsera sur les bénéficiaires que la BCE leur reverse. Déjà, l'apport de liquidités aux banques à des taux très bas, avec des résultats décevants pour l'économie, coûte cher à la BCE. Qui s'en inquiète? Certainement pas ceux opposés à l'annulation de la dette. Leur seule vraie motivation est politique. Ne pas effacer la dette, c'est conserver un instrument de chantage à l'austérité, visant à imposer les réformes structurelles, et de soumission des Etats. ■

Le jeudi 9, la Fondation iFRAP publie un article documenté de Marion L'Hôte sur les dépenses de l'Europe entre 2021 et 2027 : <https://www.ifrap.org/europe-et-international/europe-2021-2027-vers-2000-milliards-de-depenses>.

Le vendredi 10, le Président du Conseil européen fait d'ultimes propositions avant le Conseil européen des 17-18. Notamment pour amadouer les « frugaux » dont les Pays-Bas qui est le pays qui fait le plus grand blocage puisqu'il veut absolument lier le plan de relance à des contreparties (réformes structurelles), Charles Michel les rassure sur les rabais dont ils bénéficient en tant que contributeurs nets, alors que d'autres pays, dont la France, veulent les remettre en cause et, idée défendue par les Pays-Bas, il propose de lier le fonds de relance au respect de l'État de droit. Inutile de dire que des pays de l'Est, en particulier la Hongrie, ont riposté en menaçant d'opposer un veto. Bref, le Conseil européen se présente sous des auspices peu favorables...

Tout bien réfléchi, la position des pays dits « frugaux » ou, bien moins aimablement, « radins » mérite d'être mieux comprise. Le fait que l'Allemagne se soit désolidarisée récemment de ce groupe pour rejoindre le point de vue défendu par la France n'est pas une preuve que les arguments des « frugaux » n'ont aucune valeur. Le « couple franco-allemand » s'est reconstitué principalement pour des raisons de circonstances : l'Allemagne a parfaitement compris qu'il fallait aider les pays du Sud pour sauver sa propre industrie et soutenir sa propre croissance et qu'il ne fallait pas courir le risque de voir la construction européenne anéantie par l'effondrement de l'Italie (et cela me laisse penser, hélas, que l'Allemagne n'a pas vraiment abandonné son dogme ordolibéral) Il faut admettre que le fait que la Commission donne des subventions à des États-membres en difficulté fait réaliser à l'UE un bond important en direction du fédéralisme ; ces subventions sont en effet ni plus ni moins des transferts et s'inscrivent d'ores et déjà dans une forme de fédéralisme budgétaire. Si tel est bien le cas, les enjeux sont considérables et les décisions à prendre engagent l'avenir pour longtemps, on peut alors comprendre que des États membres demandent que ces transferts représentent une proportion moins importante de l'ensemble du plan de relance, qu'ils fassent l'objet de conditionnalité et/ou de droits de regards pour les fonds octroyés et que les pays en difficulté fassent, si nécessaire, des réformes structurelles pour que les transferts ne se répètent pas systématiquement, et toujours dans le même sens et au profit des mêmes. Cela dit, la solidarité reste une nécessité absolue : il faut admettre aussi que la rigidité certes légaliste mais excessive de quelques-uns peut complètement ruiner des décennies d'efforts pour construire une Europe forte et solidaire. La situation actuelle pose, mais ce n'est pas nouveau, la question de l'unanimité ; mais remettre celle-ci en cause, sous prétexte des blocages qu'elle cause, aboutit à nuire à l'esprit de ce que doit être une communauté d'intérêts et de destin.

Ce même vendredi, la Bulgarie et la Croatie intègrent le MCEII, « l'anti-chambre de l'euro ».

Le vendredi 10 aussi, publication d'une note du Conseil d'Analyse Économique pour proposer « une stratégie économique face à la crise » à l'attention de l'exécutif (elle a été présentée le 26 juin au cabinet du ministre de l'économie et à celui du Président de la République le 8 juillet). Cette note est écrite par trois économistes : Philippe Martin, Jean Pisani-Ferry et Xavier Ragot (<http://www.cae-eco.fr/Une-strategie-economique-face-a-la-crise>).

La note débute par une analyse économique de la crise.

La première spécificité de la crise actuelle est qu'elle est un choc à la fois d'offre et de demande : un choc d'offre réduit la capacité de l'économie à produire des biens et des services, à prix donnés. Les mesures qui ont empêché les salariés de se rendre sur leurs lieux de travail ou qui ont conduit à des ruptures d'approvisionnement peuvent être considérées comme un choc d'offre. En revanche, un choc de demande réduit la capacité ou la volonté des consommateurs d'acheter des biens et des services. (...) La fermeture administrative de certains services est simultanément un choc d'offre (pour le consommateur) et un choc de demande (pour le producteur). Par ailleurs, le fait que les secteurs ne soient pas affectés de la même manière ouvre la possibilité que le choc d'offre se transforme en choc de demande, ce que des travaux récents appellent un choc d'offre keynésien. (...) Les estimations du PIB pour le premier trimestre 2020 et les enquêtes auprès des entreprises indiquent que le choc récessif a été particulièrement fort en France, plus que dans les autres pays européens. La chute du PIB serait de 5,3 % pour le premier trimestre, comparable à celle observée en Espagne et en Italie, mais plus du double de la récession allemande (- 2,2%).

Cette différence interroge, même s'il faut rester prudent compte tenu de l'incertitude des mesures. Notre analyse est qu'elle est surtout expliquée par la plus forte sévérité du confinement. (...) ».

Il est à noter que choc d'offre et choc de demande peuvent se marier pour le pire. D'abord, le choc d'offre initial peut se dérouler en plusieurs temps, immédiat parce que les entreprises sont obligées d'arrêter ou de ralentir leur production,

L'EURO

mais aussi à moyen et long termes parce qu'il y a perte de capital technique et humain, ce qui fait que le choc d'offre peut être durable. Donc, en prenant conscience que ce choc peut durer, les ménages risquent ensuite d'augmenter leur épargne et donc de réduire leur demande et leurs investissements en logements : un choc de la demande va alors renforcer le choc d'offre en une sorte de spirale. Cela signifie qu'une politique keynésienne traditionnelle de soutien de la demande peut s'avérer nécessaire.

La note indique ensuite les « objectifs centraux de politique économique pour la période à venir » :

- accompagner la reprise pour passer la période risquée de l'automne-hiver 2020 ;
- enrayer l'enclenchement d'un cercle vicieux entre dégradation des perspectives d'emploi, perte de confiance des ménages et affaiblissement de la demande ;
- empêcher que la commotion subie se traduise par une perte de substance économique porteuse d'effets permanents sur le potentiel économique ;
- répondre à la vulnérabilité des ménages les plus atteints par le choc et aux difficultés des jeunes entrants sur le marché du travail ;
- allonger l'horizon des acteurs économiques et promouvoir l'investissement en fixant de manière crédible les perspectives de l'après-crise : transition écologique, ré-outillage industriel et réinvestissement dans le service public.

Pour les dix-huit mois à venir, ces objectifs vont devoir continuer à primer sur le rééquilibrage des finances publiques – même s'ils devront bien entendu être poursuivis avec une exigence d'efficience dans l'usage de la ressource budgétaire ».

Pour réaliser ces objectifs, la Note donne plusieurs recommandations :

« Recommandation 1. Calibrer une réponse contingente de politique économique en vue de retrouver à horizon d'un an le niveau d'activité de la fin 2019 et résorber le déficit d'emploi d'ici la fin 2021 », en combinant offre et demande.

« Recommandation 2. Mettre en place rapidement un bouclier anti-faillites ciblé sur les secteurs et entreprises en difficulté ».

« Recommandation 3. Soutenir rapidement l'emploi *via* des aides forfaitaires pour les embauches concentrées sur les bas salaires et plus généreuses pour les jeunes ».

« Recommandation 4. Proposer aux jeunes qualifiés à partir de septembre 2020 un contrat temporaire avec l'Éducation nationale pour faire du tutorat auprès des jeunes élèves qui ont décroché pendant le confinement ».

« Recommandation 5. Soutenir le pouvoir d'achat des ménages modestes par des transferts ciblés et des bons d'achat de biens et services en accord avec la transition environnementale ».

« Recommandation 6. Mettre en œuvre un plan de relance de l'ordre de 2 points de PIB sur dix-huit mois (hors mesures de liquidité et aides européennes), qui pourra être augmenté en cas de fléchissement de la dynamique de redressement ».

« Recommandation 7. Réduire le taux d'actualisation en se basant sur les taux d'intérêt de marché pour évaluer les projets d'investissement dans la transition écologique ».

« Recommandation 8. Pour s'assurer contre le risque de remontée des taux, allonger la maturité de la dette française ».

En ce mois de juillet l'OFCE fait paraître un important « working paper » (le n°24) du Professeur Jean-Luc Gaffard : « Le libéralisme social demeure-t-il une alternative ? » (<https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/OFCEWP2020-24.pdf>).

Nous en reproduisons ci-après à la fois le résumé proposé par l'auteur et sa conclusion :

« Le néo-libéralisme actuel fait figure de résurgence de l'utopie du marché autorégulé. Ses effets destructeurs, aujourd'hui comme hier, sont à l'origine d'un retour du politique oscillant entre nationalisme et autoritarisme, d'un côté, libéralisme social de l'autre. Ce défi, identifié par Polanyi en son temps, nous rappelle qu'aucune société n'est possible sans pouvoir ni obligation. Suivant les néo-libéraux, pour qui le but souhaitable reste une économie de marché mondialisée qui serait débarrassée de tout pouvoir, il appartient paradoxalement, au pouvoir politique de mettre en œuvre les réformes nécessaires pour que les individus s'adaptent aussi vite que possible à cette donne. Cette recherche de flexibilité et d'adaptabilité tranche avec un libéralisme social qui fait dépendre la viabilité des changements inhérents au capitalisme de l'existence de mécanismes de stabilisation rendant les adaptations lentes et progressives : un libéralisme qui n'exclut ni le pouvoir, ni la

contrainte. La thèse que nous entendons défendre est que le libéralisme ne pourra survivre que sous sa forme de libéralisme social dont le trait distinctif est certes de faire place à une régulation macroéconomique, mais aussi, et plus généralement, de faire prévaloir des formes de coopération ou d'interaction sociale conciliant efficacité et équité, stabilité ou inertie et évolution. (...)

Rodrik (2011) faisait état de l'impossibilité de concilier mondialisation, souveraineté nationale et démocratie politique et considérait que l'on pouvait n'en concilier que deux au détriment du troisième. L'idée d'une gouvernance globale associant mondialisation et démocratie politique est utopique. Associer mondialisation et souveraineté nationale est à double détente : soit la conduite de l'État est confiée à des experts qui imposent des règles communes censées produire une situation optimale, soit un capitalisme autoritaire s'installe. Dans les deux cas, c'est bien au détriment de la démocratie qu'agissent les experts ou des dictateurs. Mais c'est aussi au détriment de la stabilité. L'option de subordonner la mondialisation à l'exercice de la démocratie et de la souveraineté nationale, de concevoir ainsi des souverainetés partagées reste la seule réellement acceptable du point de vue du bien commun. Cela ne suffit malheureusement pas à la rendre crédible dans un contexte où la déstabilisation interne des démocraties libérales va de pair avec la montée en puissance des États autoritaires ».

Le mercredi 15, la Cour de justice de l'UE (CJUE) inflige un camouflet à la Commission européenne puisqu'elle annule la décision que celle-ci avait prise pour imposer à Apple le reversement à l'Irlande des avantages fiscaux dont l'entreprise américaine a bénéficiés au moyen d'une optimisation fiscale jugée abusive. Il est à noter que l'Irlande elle-même s'était jointe à Apple pour demander cette annulation, parce que ce pays veut conserver les avantages qui lui procure sa politique de dumping fiscal. L'échec de la Commission, malgré la persévérance de la Commissaire M. Vestager, montre qu'il y a peut-être pour la Commission un problème de méthode mais qu'il y a surtout la question fondamentale depuis très longtemps de l'harmonisation fiscale (et également sociale d'ailleurs) : la solidarité européenne dont on parle beaucoup en ce moment à propos du plan de relance commence par là !

Le jeudi 16, réunion du Conseil des gouverneurs sur la politique monétaire. Aucune modification.

Le communiqué de presse indique :

« Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a pris les décisions de politique monétaire suivantes.

1) 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 - 0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

2) Le Conseil des gouverneurs poursuivra ses achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1 350 milliards d'euros. Ces achats contribuent à assouplir l'orientation globale de la politique monétaire et à compenser ainsi l'évolution à la baisse de la trajectoire projetée de l'inflation, en lien avec la pandémie. Les achats vont se poursuivre dans le temps, de façon souple, entre les différentes catégories d'actifs et juridictions. Le Conseil des gouverneurs pourra ainsi contrecarrer efficacement les risques pesant sur une transmission harmonieuse de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP au moins jusque fin juin 2021 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Le Conseil des gouverneurs réinvestira les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2022. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

3) Les achats nets en vertu du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) vont continuer à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, ainsi que les achats au titre de l'enveloppe supplémentaire temporaire à hauteur de 120 milliards d'euros, jusqu'à la fin de l'année. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE. Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

4) Le Conseil des gouverneurs continuera également à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, les volumes souscrits lors de la dernière opération de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ont été très élevés, ce qui soutient l'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises et aux ménages.

Le Conseil des gouverneurs reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie ».

Vendredi 17 et samedi 18, réunion du Conseil européen tant attendu pour décider du plan européen de relance.

Lundi 20, étant donné les désaccords entre les 27, ce conseil se prolonge le dimanche 19 et même ce lundi 20.

Mardi 21, au tout petit matin, vers 5h, **HOURRA !, un accord est enfin obtenu à Bruxelles après des discussions qui auront duré 90h : c'est le plus long Conseil de toute l'histoire de l'UE.**

Il s'agit d'une **date historique** pour essentiellement 3 raisons : d'abord, la solidarité a fonctionné et un pas important a été fait en direction du fédéralisme budgétaire et du fédéralisme tout court, ensuite, cette solidarité se traduit concrètement par un emprunt que fait la Commission en son propre nom, ce qui l'amènera à emprunter directement sur les marchés : il y a donc mutualisation de la dette liée à la crise du Covid et c'est la première fois que cela arrive (voir dans les Conclusions qui suivent le point A3 mais dont la portée est aussitôt réduite par les points suivants), enfin, le plan de relance est d'un montant considérable : 750 milliards d'euros. Sur cette somme, 390 milliards prennent la forme de subventions destinées aux régions et secteurs les plus touchés par la crise, ce qui n'est pas beaucoup moins que les 500 prévus au départ (voir le point A6) ...

À la lecture des conclusions de ce Conseil qui fera date, on comprend qu'il s'agit bien sûr d'un compromis, c'est-à-dire un ensemble de décisions qui permettent à chaque État membre de dire à la fois qu'il y gagne plus qu'il n'y perd, et cela est très important pour les gouvernements fondés sur des coalitions qui peuvent comporter des eurosceptiques voire des anti-européens. En contrepartie de leur acceptation de faire un pas vers du fédéralisme budgétaire et de se montrer solidaires, les « frugaux » (Pays-Bas, Danemark, Suède, Autriche et Finlande) ont obtenu que les sommes allouées donnent un droit de regard (et non d'un droit de veto comme ils le demandaient), que l'État de droit soit défendu et que leurs rabais soient augmentés ! L'Allemagne conserve son rabais (voir A30 et 152). Ainsi, sur les 7 prochaines années, les rabais progresseront de 46 à 53 milliards d'euros. À la demande expresse des Pays-Bas, les frais de collecte des droits de douane augmentent de 10% à 25%, ce qui va profiter aux pays ayant de grands ports... De leur côté, la Hongrie et la Pologne évitent qu'un régime de sanction soit prévu en cas de manquement à l'État de droit.

Comme le plan de relance abondera le budget communautaire 2021-2027 (d'un total de 1074 Mds d'euros – A23, point 3 de l'Annexe et dernier tableau, au lieu des 1100 et 1300 Mds demandés respectivement par la Commission et le Parlement européen) celui-ci a été quelque peu contraint : il ne représente que 2% du revenu brut de l'UE. Si la baisse des fonds de cohésion est compensée par les fonds de relance, il n'en est pas de même pour la PAC qui, concrètement, va voir son enveloppe diminuer de plus de 10%. D'autres postes du budget communautaire sont touchés : la santé, la recherche, la défense, Erasmus+, l'espace, ... D'ailleurs, le Parlement européen s'en émeut aussitôt et comme le dit son Président David Sassoli : « certaines coupes vont devoir être revues. Et c'est nous qui avons le dernier mot » ! Le vote devrait avoir lieu dans 2 mois environ.

Notons que les 240 Mds d'euros du MES ne sont pas utilisés, sans doute parce que les États membres peuvent emprunter sur les marchés à des conditions encore très avantageuses. D'ailleurs, ces conditions avantageuses pourraient dissuader les pays d'utiliser la ligne de crédit de 360 milliards dégagés dans le cadre du plan de relance européen. Soulignons que les prêts du MES correspondent déjà à une forme de dette mutualisée.

L'EURO

Notons aussi que le montant des subventions de 390 milliards (sur 3 ans) est à mettre en balance avec les 850 milliards de chute de l'investissement public et privé que pourrait connaître l'UE et que les subventions vont venir se substituer et non s'ajouter aux plans de relance nationaux : ainsi, les 40 milliards que la France va recevoir vont venir financer les 100 milliards du plan national de relance, ce qui réduit celui-ci en définitive à 60 (alors que celui de l'Allemagne sera de 130). Par ailleurs, si les ressources propres prévues ne viennent pas ou viennent très tardivement, il y aura alourdissement de la contribution de chaque État membre au budget communautaire. Ainsi, comme la contribution de la France (Brexit aidant) est de 17,3% du budget, elle pourrait être amenée à rembourser jusqu'à un peu moins de 70 milliards, c'est-à-dire beaucoup plus qu'elle n'a reçu !

Un point crucial doit être souligné : s'il y a bien un début de fédéralisme budgétaire avec la mutualisation de la dette que représente le financement que se procurera la Commission pour réaliser ce plan de relance de 750 Mds d'euros, les conclusions du Conseil nous laissent au milieu du gué dans la mesure où, pour le remboursement de ce financement, il est prévu que des impôts européens soient levés de telle façon à ce que les contribuables européens ne soient pas directement sollicités : voir A29 et les alinéas 145 et suivants. Mais, après les grandes difficultés rencontrées pour parvenir aujourd'hui à ce compromis, est-ce faire preuve de pessimisme ou de fatalisme que d'émettre de sérieux doutes sur la possibilité de parvenir à l'unanimité des États membres pour décider de « nouvelles ressources propres » ? Certes, les échéances prévues pour le remboursement vont jusqu'à fin 2058 (A3), mais le Parlement européen lui-même s'est ému lors de sa séance plénière du 8 juillet de cette question des « ressources propres » pour financer le plan de relance.

Rappelons aussi que ces conclusions doivent faire l'objet de ratification des différents parlements.

Au bout du compte, le plan européen de relance n'est pas encore vraiment réel et il repose la question de la démocratie européenne : alors que le Conseil européen lie complètement ce plan de relance au cadre financier pluriannuel, autrement dit au budget européen, le Parlement a un rôle décisif en matière de budget puisqu'il peut aussi bien le rejeter que l'adopter...

Remarques :

. Si on se souvient des effets désastreux sur l'équilibre extérieur de la France de la relance faite en 1981, il est intéressant de se pencher sur la notion de « propension marginale à importer » qui montre l'intensité de l'augmentation des importations que provoque une certaine augmentation de la demande intérieure. Selon des calculs de Natixis, cette propension marginale est de 0,45 pour la France (0,60 pour l'Allemagne, 0,36 pour l'Espagne, 0,44 pour l'Italie, 0,35 pour les États-Unis, 0,28 pour la Chine) : la relance recherchée au niveau mondial n'aura donc pas les mêmes effets sur toutes les économies, celles dont la propension marginale à importer est faible étant les plus avantagées.

. Si on se rappelle l'avantage que donne aux États-Unis le fait que leur monnaie nationale soit aussi monnaie de réserve internationale, parce que cela leur procure une rente de situation puisque cela leur permet d'investir bien au-delà de leur épargne en accumulant une dette extérieure à faible coût, ce début de fédéralisme économique de la zone euro peut permettre à l'euro de bénéficier lui aussi d'une telle rente. Plus précisément, les États-Unis bénéficient d'une rente de situation parce que les dettes émises en dollar sont très importantes, liquides et sûres (ce sont les fameux US Treasuries) : il faudrait donc que la dette émise par l'UE prenne les mêmes qualités pour que la zone euro bénéficie d'une rente semblable. C'est d'autant plus important que depuis 2015 environ, la demande internationale pour la dette en euros s'est plutôt réduite par rapport à la période précédente et qu'actuellement l'euro continue à ne représenter que 20% des réserves mondiales de change, contre plus de 60% pour le dollar...

. Le montant des subventions est passé des 500 milliards prévus à 390 pour vraisemblablement réduire la pression sur la BCE concernant son programme de rachats de titres parce qu'il y a des pays, notamment l'Italie, dont la situation en dépend beaucoup (c'est le problème des spreads) et que la politique monétaire très expansionniste de la BCE est exposée aux critiques telles que celle faite déjà maintes fois par la Cour de Karlsruhe.

Dans le milieu de journée sont publiées les conclusions officielles du Conseil (<https://www.consilium.europa.eu/media/45125/210720-euco-final-conclusions-fr.pdf>) :

« Conclusions – 17, 18, 19, 20 et 21 juillet 2020

« Alors que l'Europe est endeuillée par les pertes de vies humaines causées par la pandémie de COVID-19, le Conseil européen exprime sa plus profonde sympathie aux victimes et à leurs proches. Tandis que les Européens continuent de faire face à des défis extraordinaires et à une incertitude dans leur vie quotidienne, tous nos efforts continueront de viser à protéger les citoyens et à surmonter la crise.

La crise de la COVID-19 place l'Europe face à un défi d'une ampleur historique. L'UE et ses États membres ont dû adopter des mesures d'urgence pour préserver la santé des citoyens et empêcher un effondrement de l'économie. Nous sortons lentement de la crise sanitaire aiguë. Si la situation sanitaire requiert encore la plus grande vigilance, l'attention se déplace à présent vers l'atténuation des dommages socioéconomiques. Il faut à cette fin un effort sans précédent et une approche novatrice, qui favorisent la convergence, la résilience et la transformation au sein de l'Union européenne. À la demande des chefs d'État ou de gouvernement, la

Commission a présenté fin mai un très vaste ensemble de mesures associant le futur cadre financier pluriannuel (CFP) et un effort de relance spécifique dans le cadre de Next Generation EU.

Sur la base des larges consultations menées au niveau du président du Conseil européen et des travaux réalisés au sein du Conseil, les conclusions présentent une solution équilibrée qui tient compte des intérêts et des positions de tous les États membres. Il s'agit d'un ensemble ambitieux et complet de mesures associant le CFP classique et un effort de relance extraordinaire destiné à faire face aux effets d'une crise sans précédent dans le meilleur intérêt de l'UE.

Next Generation EU et le CFP vont de pair. Nous avons besoin d'un effort de relance pour répondre rapidement et efficacement à un défi temporaire, mais cet effort ne produira le résultat souhaité et ne sera durable que s'il présente un lien et est en harmonie avec le CFP traditionnel, qui façonne nos politiques budgétaires depuis 1988 et offre une perspective à long terme.

La première partie des présentes conclusions porte sur l'effort de relance, qui est substantiel, ciblé et limité dans le temps. Substantiel parce que les effets de la crise sont considérables. Ciblé parce qu'il doit viser les régions et les secteurs qui sont les plus touchés par la crise. Limité dans le temps parce que le CFP et les règles qui le régissent demeurent le cadre de base pour la planification et l'exécution du budget de l'Union. Les fonds supplémentaires générés par les emprunts contractés par l'UE seront versés sous la forme de subventions et de prêts par l'intermédiaire des instruments et des programmes du CFP, ce qui est un gage d'homogénéité et de cohérence. Next Generation EU et le CFP contribueront à transformer l'UE à travers ses grandes politiques, en particulier le pacte vert pour l'Europe, la révolution numérique et la résilience.

La seconde partie porte sur le CFP pour la période 2021-2027. L'approche est fondée sur la proposition de février, à laquelle ont été apportées des adaptations visant à répondre à la crise de la COVID-19 et à tenir compte des mesures prises dans le cadre de Next Generation EU.

I. NEXT GENERATION EU

A1. Le caractère exceptionnel de la situation économique et sociale due à la crise de la COVID-19 exige des mesures exceptionnelles de soutien à la relance et la résilience des économies des États membres.

A2. Le plan pour la relance en Europe appelle des investissements publics et privés massifs au niveau européen, afin d'engager l'Union résolument sur la voie d'une reprise durable et résiliente qui crée des emplois et qui répare les dommages immédiats causés par la pandémie de COVID-19, tout en soutenant les priorités écologiques et numériques de l'Union. Le CFP [cadre financier pluriannuel], renforcé par Next Generation EU, constituera l'instrument européen principal.

A3. Afin de doter l'Union des moyens nécessaires pour relever les défis posés par la pandémie de COVID-19, la Commission sera autorisée à emprunter des fonds au nom de l'Union sur les marchés des capitaux. Le produit sera transféré aux programmes de l'Union conformément à Next Generation EU.

A4. Étant donné que Next Generation EU est une réponse exceptionnelle à des circonstances temporaires mais extrêmes, le pouvoir d'emprunter conféré à la Commission est clairement limité en termes de volume, de durée et de portée.

A5. Pour Next Generation EU, la Commission est habilitée, dans la décision relative aux ressources propres, à emprunter des fonds sur les marchés des capitaux au nom de l'Union à hauteur d'un montant maximal de 750 milliards d'EUR aux prix de 2018 ; la nouvelle activité d'emprunt net cessera au plus tard à la fin de 2026. L'Union utilise les fonds empruntés sur les marchés des capitaux pour faire face aux conséquences de la crise de la COVID-19.

A6. Les fonds empruntés peuvent être utilisés pour des prêts à hauteur d'un montant maximal de 360 milliards d'EUR aux prix de 2018 et pour des dépenses à hauteur d'un montant maximal de 390 milliards d'EUR aux prix de 2018.

A7. Le remboursement est programmé, conformément au principe de bonne gestion financière, de manière à garantir la réduction constante et prévisible des engagements jusqu'au 31 décembre 2058. Les montants non utilisés pour payer des intérêts comme prévu serviront à des remboursements anticipés avant la fin du CFP 2021-2027, avec un montant minimal, et peuvent être augmentés au-delà de ce niveau, à condition que de nouvelles ressources propres aient été introduites.

A8. Les montants dus par l'Union au cours d'une année donnée pour le remboursement du principal ne dépassent pas 7,5 % du montant maximal de 390 milliards d'EUR prévu pour des dépenses.

A9. Les montants des plafonds des ressources propres sont temporairement relevés de 0,6 point de pourcentage à la seule fin de couvrir l'ensemble des engagements de l'Union découlant de ses emprunts

L'EURO

destinés à faire face aux conséquences de la crise de la COVID-19, jusqu'à ce que tous ces engagements aient cessé d'exister, et au plus tard jusqu'au 31 décembre 2058.

A10. La décision du Conseil relative au système des ressources propres de l'Union européenne précisera, en ce qui concerne le financement de Next Generation EU, les cas dans lesquels la Commission peut demander provisoirement aux États membres davantage de ressources que leur part relative respective, sans augmenter les engagements finaux des États membres, et fixera les conditions applicables. Elle prévoira que toute contribution de ce type sera compensée sans tarder conformément au cadre juridique applicable au budget de l'UE et donc sur la base des clés RNB applicables respectives, sans préjudice d'autres ressources propres et d'autres recettes.

Avant de demander de telles ressources, la Commission répondra à ces besoins au moyen d'une gestion de trésorerie active et, si nécessaire, en recourant à un financement à court terme via les marchés des capitaux dans le cadre de sa stratégie de financement diversifiée dans les limites fixées par la décision relative aux ressources propres. Uniquement dans le cas où de telles mesures ne généreraient pas les liquidités nécessaires, la Commission pourrait demander provisoirement aux États membres davantage de ressources à titre de dernière réserve. Le montant des ressources supplémentaires qui peuvent être demandées annuellement aux États membres dans de telles circonstances est fixé au pro rata et, en tout état de cause, limité à leur part du plafond des ressources propres temporairement relevé, soit 0,6 % du RNB des États membres.

A11. Les montants au titre de Next Generation EU affectés à des dépenses dans le cadre du budget constituent des recettes affectées externes. L'autorité budgétaire exerce un contrôle politique, qui doit être défini par un accord entre le Parlement européen, le Conseil et la Commission.

A12. Comme le soutien à la relance doit être déployé rapidement, il importe de mettre en place les conditions propices à la mise en œuvre rapide des projets d'investissement, en particulier dans le domaine des infrastructures. La Commission est invitée à présenter, avant le Conseil européen d'octobre, des propositions sur les moyens d'accélérer et de faciliter les procédures dans les États membres.

A13. Les engagements juridiques d'un programme tel que complété par Next Generation EU sont pris d'ici au 31 décembre 2023. Les paiements correspondants seront effectués au plus tard le 31 décembre 2026.

A14. Les montants au titre de Next Generation EU destinés aux différents programmes sont les suivants :

Facilité pour la reprise et la résilience:	672,5 milliards d'EUR
dont prêts:	360 milliards d'EUR
dont subventions:	312,5 milliards d'EUR
REACT-EU:	47,5 milliards d'EUR
Horizon Europe:	5 milliards d'EUR
InvestEU:	5,6 milliards d'EUR
Développement rural:	7,5 milliards d'EUR
Fonds pour une transition juste (FTJ):	10 milliards d'EUR
RescEU:	1,9 milliard d'EUR
Total:	750 milliards d'EUR

Facilité pour la reprise et la résilience

A15. 70 % des subventions fournies par la facilité pour la reprise et la résilience sont engagés au cours des années 2021 et 2022. Les 30 % restants sont intégralement engagés d'ici la fin de 2023. En principe, le volume maximal des prêts pour chaque État membre n'excédera pas 6,8 % de son RNB.

A16. La clé de répartition des engagements au titre de la facilité pour la reprise et la résilience pour les années 2021-2022 est établie conformément à la proposition de la Commission. Dans la clé de répartition pour l'année 2023, le critère du chômage au cours de la période 2015-2019 est remplacé, en proportions égales, par le critère de la perte de PIB réel observée au cours de l'année 2020 et le

critère de la perte cumulée de PIB réel observée au cours de la période 2020-2021, qui seront chiffrés au plus tard le 30 juin 2022.

A17. Le préfinancement pour la facilité pour la reprise et la résilience sera payé en 2021 et devrait être de 10 %.

A18. Les États membres élaborent des plans nationaux pour la reprise et la résilience établissant leur programme de réforme et d'investissement pour les années 2021-2023. Ces plans seront réexaminés et adaptés si nécessaire en 2022 pour tenir compte de l'allocation définitive des fonds pour 2023.

A19. Les plans pour la reprise et la résilience sont évalués par la Commission dans les deux mois qui suivent leur présentation. Les critères de cohérence avec les recommandations par pays, ainsi que de renforcement du potentiel de croissance, de la création d'emplois et de la résilience économique et sociale de l'État membre, doivent obtenir le score le plus élevé de l'évaluation. Une contribution effective à la transition verte et numérique constitue également une condition préalable à une évaluation positive.

L'évaluation des plans pour la reprise et la résilience est approuvée par le Conseil statuant à la majorité qualifiée sur proposition de la Commission, au moyen d'un acte d'exécution que le Conseil s'efforce d'adopter dans les quatre semaines suivant la présentation de la proposition.

L'évaluation positive des demandes de paiement sera subordonnée au respect satisfaisant des objectifs intermédiaires et finaux correspondants.

La Commission sollicite l'avis du Comité économique et financier quant au respect satisfaisant des objectifs intermédiaires et finaux correspondants. Le Comité économique et financier s'efforce de parvenir à un consensus. Si, exceptionnellement, un ou plusieurs États membres considèrent qu'il existe des écarts importants par rapport au respect satisfaisant des objectifs intermédiaires et finaux correspondants, ils peuvent demander au président du Conseil européen de saisir le prochain Conseil européen de la question.

La Commission adopte une décision concernant l'évaluation du respect satisfaisant des objectifs intermédiaires et finaux correspondants et l'approbation des paiements conformément à la procédure d'examen.

Si le Conseil européen a été saisi de la question, aucune décision de la Commission concernant le respect satisfaisant des objectifs intermédiaires et finaux correspondants et l'approbation des paiements ne sera prise jusqu'à ce que le Conseil européen suivant ait débattu de la question de manière exhaustive. Ce processus, en principe, ne dure pas plus de trois mois après que la Commission a sollicité l'avis du Comité économique et financier. Ce processus sera conforme à l'article 17 du TUE et à l'article 317 du TFUE.

A20. Nonobstant les règles relatives au plafonnement et à la redistribution, des dotations supplémentaires s'appliquent; pour soutenir les secteurs les plus importants qui seront déterminants pour jeter les bases d'une reprise saine à la suite de la crise de la COVID-19 dans certains États membres, REACT-EU prévoira les dotations supplémentaires suivantes: Luxembourg (100 millions d'EUR); Malte (50 millions d'EUR).

Objectif climatique

A21. L'action pour le climat sera intégrée dans les politiques et programmes financés au titre du CFP et de Next Generation EU. Un objectif climatique global de 30 % s'appliquera au montant total des dépenses au titre du CFP et de Next Generation EU et se traduira par des objectifs appropriés dans la législation sectorielle. Ceux-ci respectent l'objectif de neutralité climatique de l'UE à l'horizon 2050 et contribuent à la réalisation des nouveaux objectifs climatiques de l'Union à l'horizon 2030, qui seront mis à jour d'ici la fin de l'année. En règle générale, toutes les dépenses de l'UE devraient concorder avec les objectifs de l'accord de Paris.

II. CFP 2021-2027

A22. Le projet de conclusions du Conseil européen de février 2020 (doc. 5846/20) constitue la base du compromis global. Ce projet reflétait les travaux menés pendant de nombreux mois. Compte tenu de la crise de la COVID-19 et des mesures prises dans le cadre de Next Generation EU, un certain nombre de changements ont été apportés, qui apparaissent dans l'annexe.

A23. Le montant global destiné aux engagements s'élève à 1 074,3 milliards d'EUR. Ce chiffre est légèrement inférieur à celui de février. Il est à placer dans le contexte de l'ambitieux effort pour la relance en Europe, qui est exposé dans la première partie du présent document.

A24. Les intérêts financiers de l'Union sont protégés conformément aux principes généraux inscrits dans les traités de l'Union, en particulier les valeurs énoncées à l'article 2 du TUE.

L'EURO

Le Conseil européen souligne l'importance que revêt la protection des intérêts financiers de l'Union. Le Conseil européen souligne l'importance que revêt le respect de l'état de droit.

A25. La dotation financière pour RescEU sera de 1,1 milliard d'EUR. Celle du programme Santé sera portée à 1,7 milliard d'EUR, conformément à la proposition de la Commission visant à faire face à la crise de la COVID-19.

A26. Les instruments spéciaux en dehors des plafonds sont majorés de 5 milliards d'EUR. Ce montant de 5 milliards d'EUR sera affecté à la création d'une réserve spéciale d'ajustement au Brexit pour faire face aux conséquences imprévues et préjudiciables dans les États membres et les secteurs les plus durement touchés.

A27. La proposition de février a introduit un certain nombre de mesures de flexibilité accrue dans les domaines de la cohésion et de l'agriculture. Compte tenu des effets de la crise de la COVID-19, un deuxième "paquet flexibilité" est ajouté en ce qui concerne les règles de mise en œuvre dans le cadre de la politique de cohésion et de la PAC, ainsi que la concentration thématique du soutien au titre du FEDER.

A28. En ce qui concerne les ressources propres de l'UE, le plafond alloué à l'Union pour couvrir les crédits de paiement annuels est fixé à 1,40 % de la somme des RNB de tous les États membres ; le montant total des crédits d'engagement annuels ne dépasse pas 1,46 % de la somme des RNB de tous les États membres.

A29. Au cours des prochaines années, l'Union s'efforcera de réformer le système des ressources propres et d'introduire de nouvelles ressources propres. Dans un premier temps, une nouvelle ressource propre fondée sur les déchets plastiques non recyclés sera établie et appliquée à partir du 1^{er} janvier 2021. Au cours du premier semestre de 2021, à titre de base pour des ressources propres supplémentaires, la Commission présentera des propositions relatives à un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières et à une redevance numérique, en vue de leur introduction au plus tard le 1^{er} janvier 2023. Dans le même esprit, la Commission présentera une proposition relative à un système révisé d'échange de quotas d'émission, éventuellement étendu à l'aviation et au transport maritime. Enfin, l'Union s'efforcera, au cours du prochain CFP, de mettre en place d'autres ressources propres, qui pourraient inclure une taxe sur les transactions financières. Le produit des nouvelles ressources propres introduites après 2021 sera utilisé pour le remboursement anticipé des emprunts contractés dans le cadre de Next Generation EU.

A30. Pour la période 2021-2027, des corrections forfaitaires réduiront la contribution annuelle fondée sur le RNB du Danemark, de l'Allemagne, des Pays-Bas, de l'Autriche et de la Suède. Les États membres concernés bénéficient d'une réduction brute de leur contribution annuelle fondée sur le RNB. Ces réductions brutes sont financées par tous les États membres en fonction de leur RNB.

III. TRANSITION

A31. Aucune modification ne sera apportée au CFP 2014-2020. Les deux initiatives d'investissement en réaction au coronavirus restent des éléments importants de notre riposte à court terme face à la crise.

Compte tenu de la situation exceptionnelle, les actions pertinentes engagées à partir du 1^{er} février 2020 devraient pouvoir bénéficier d'un financement au titre de REACT-EU et de la Facilité pour la reprise et la résilience, à condition qu'elles poursuivent des objectifs des programmes respectifs.

IV. PROCHAINES ETAPES

A32. Le Conseil est invité à entamer des négociations avec le Parlement européen en vue de mener à bonne fin les travaux sur l'ensemble des actes juridiques conformément à la base juridique pertinente, et ce de manière exceptionnellement urgente si l'on veut que l'UE puisse faire face à la crise.

A33. Dès que la décision relative aux ressources propres aura été adoptée, les États membres procéderont à son approbation dans les meilleurs délais, conformément à leurs règles constitutionnelles respectives.

ANNEXE

1. QUESTIONS HORIZONTALES

1. Le nouveau cadre financier pluriannuel (CFP) s'étendra sur sept années, de 2021 à 2027. Le budget permettra à l'Union européenne de faire face aux défis actuels et futurs et de réaliser ses priorités politiques, à la lumière de la feuille de route de Bratislava, ainsi que des déclarations de Rome et de Sibiu et du programme stratégique 2019-2024. Le CFP, renforcé par "Next Generation EU", constituera en outre le principal instrument de mise

en œuvre du plan de relance visant à faire face aux conséquences socioéconomiques de la pandémie de COVID-19.

2. La structure du CFP pour la période 2021-2027 sera la suivante :

- - rubrique 1 "Marché unique, innovation et numérique" ;
- - rubrique 2 "Cohésion, résilience et valeurs", qui comportera une sous-rubrique consacrée à la cohésion économique, sociale et territoriale et une sous-rubrique consacrée à la résilience et aux valeurs ;
- - rubrique 3 "Ressources naturelles et environnement", qui comportera un sous-plafond pour les dépenses liées au marché et les paiements directs ;
- - rubrique 4 "Migration et gestion des frontières" ;
- - rubrique 5 "Sécurité et défense" ;
- - rubrique 6 "Voisinage et monde" ;
- - rubrique 7 "Administration publique européenne", qui comportera un sous-plafond pour les dépenses administratives des institutions.

Le regroupement des dépenses en rubriques et en pôles d'action doit permettre de refléter les priorités politiques de l'Union et d'offrir une marge de manœuvre suffisante en vue d'une affectation efficace des ressources. Par ailleurs, la réduction du nombre de programmes vise à garantir la cohérence et à promouvoir des synergies. Le cadre global reflétera la simplification voulue, entraînera une réduction des formalités administratives pour les bénéficiaires et les autorités de gestion, et favorisera l'égalité des chances en veillant à ce que les activités et les actions relevant des programmes et des instruments concernés intègrent la dimension de l'égalité entre les hommes et les femmes et contribuent à l'égalité entre les hommes et les femmes.

3. Le montant maximal total des dépenses pour l'UE à 27 pour la période 2021-2027 est de 1 074 300 millions d'EUR en crédits d'engagement, qui incluent l'intégration du Fonds européen de développement, et de 1 061 058 millions d'EUR en crédits de paiement. Les crédits d'engagement sont ventilés comme indiqué ci-après. Les mêmes montants sont également repris dans le tableau figurant à l'annexe de la présente annexe, qui indique en outre les prévisions concernant les crédits de paiement. Tous les montants sont établis sur la base des prix constants de 2018. Des ajustements techniques automatiques auront lieu annuellement pour tenir compte de l'inflation, en utilisant un déflateur fixe de 2 %.

Les chiffres seront également présentés en prix courants en utilisant le déflateur retenu.

4. La Banque européenne d'investissement (BEI) devrait disposer du capital nécessaire pour mettre en œuvre les politiques de l'Union. Le Conseil des gouverneurs de la BEI est invité à examiner l'adéquation du capital de la BEI compte tenu des instruments prévus dans le CFP et Next Generation EU ainsi que de la contribution de la Banque aux ambitions de l'Union en matière de lutte contre le changement climatique et de transformation numérique de l'économie européenne. Sur la base de cet examen, le Conseil des gouverneurs, statuant à l'unanimité, décide de l'ampleur et des modalités d'une éventuelle augmentation de capital avant la fin de 2020.

5. Le Conseil sollicitera l'approbation du Parlement européen, conformément à l'article 312, paragraphe 2, du TFUE, qui prévoit que le Conseil adopte le règlement fixant le CFP après approbation du Parlement européen.

6. Le CFP ne fait pas l'objet d'un réexamen à mi-parcours.

7. Le RAL (reste à liquider) est un sous-produit inévitable de la programmation pluriannuelle et des crédits dissociés. Le RAL devrait toutefois s'élever à plus de 308 000 millions d'EUR en prix courants au terme du cadre financier pour la période 2014-2020, en conséquence de quoi les paiements de l'actuel CFP constitueront un montant significatif des paiements globaux au cours des premières années du prochain CFP. Afin de garantir un niveau et un profil prévisibles ainsi qu'une évolution ordonnée des paiements, plusieurs mesures sont prises, telles que la simplification de l'exécution et la fixation de taux de préfinancement et de règles de dégageant appropriés, ainsi que l'adoption dans les temps de la législation sectorielle pour le CFP 2021-2027.

8. Conformément au principe d'unité budgétaire, le CFP inclura en règle générale tous les postes financés par l'UE. Toutefois, étant donné leurs spécificités, tous les instruments spéciaux seront placés en dehors des plafonds du CFP pour les crédits d'engagement et de paiement ou constitueront des postes extrabudgétaires. L'Union doit pouvoir faire face à des circonstances exceptionnelles, qu'elles soient internes ou externes, et être en mesure de s'attaquer à de nouvelles priorités au regard de l'évolution rapide de la situation à la suite de la pandémie de COVID-19. Dans le même temps, la nécessité de prévoir une flexibilité doit être mise en balance avec le principe de discipline budgétaire et de transparence des dépenses de l'UE, en respectant le caractère contraignant des plafonds du CFP.

9. En règle générale, la durée des programmes sectoriels du CFP devrait être alignée sur la période couverte par celui-ci, à savoir 2021-2027.

10. Afin de respecter les compétences des différentes institutions ainsi que la jurisprudence pertinente de la Cour de justice de l'Union européenne, les actes délégués se limitent aux éléments non essentiels des différents actes législatifs.

11. Les textes législatifs pertinents doivent maintenant être adoptés dans les meilleurs délais, selon les procédures prévues par le traité et dans le respect du rôle des différentes institutions. Sur la base des niveaux des engagements figurant dans cet accord, le Conseil et le Parlement européen sont invités à parvenir à temps à un accord sur le financement approprié de chacun des instruments, programmes et fonds proposés financés au titre du CFP.

12. Rappelant les contacts réguliers qui ont eu lieu avec le Parlement européen, notamment en marge des sessions du Conseil des affaires générales, le Conseil européen invite la présidence à faire avancer les discussions avec le Parlement européen.

13. La Commission est invitée à fournir toute son assistance et tout son soutien pour faciliter le processus de prise de décision.

14. Des marges appropriées seront fixées à l'intérieur des rubriques. Dans certains programmes, il est établi un mécanisme thématique qui sera programmé selon les besoins; d'autres programmes prévoient des fonds non alloués similaires, à titre de flexibilité intégrée.

15. L'écart possible par rapport aux montants de référence pour les programmes pluriannuels n'excède pas 15 % du montant pour toute la durée du programme.

Les États membres peuvent demander, sur une base volontaire, au cours du processus de programmation, au début de la période et pendant la mise en œuvre, le transfert de :

i. jusqu'à 5 % de la dotation nationale initiale provenant de tout fonds visé dans le règlement portant dispositions communes relevant de la gestion partagée, vers tout instrument relevant de la gestion directe ou indirecte au bénéfice de l'État membre concerné ou vers tout autre fonds visé dans le règlement portant dispositions communes relevant de la gestion partagée, à l'exception des transferts qui ne sont possibles qu'au titre du point ii, et

ii. jusqu'à 20 % de la dotation financière initiale du FEDER, du FC et du FSE+ vers le FEDER, le FC et le FSE+ dans le cadre de la dotation d'un État membre au titre de l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance"; pour la République tchèque, ce pourcentage atteindra jusqu'à 25 %.

16. Conformément à l'effort global de consolidation, les instruments financiers et les garanties budgétaires sont davantage rationalisés, notamment en ce qui concerne InvestEU et dans le cadre de l'instrument de voisinage, de coopération au développement et de coopération internationale (IVCDCI), respectant ainsi le principe voulant que l'utilisation de ces instruments soit strictement limitée aux cas de défaillance manifeste du marché et d'insuffisance en matière d'investissement. Il convient, tout en ayant conscience des possibilités offertes par ce type de financement, de suivre de près les engagements financiers découlant d'instruments financiers, de garanties budgétaires et d'une assistance financière.

17. Il conviendrait de mettre davantage en valeur le rôle que joue le budget de l'UE pour soutenir la mise en œuvre effective des objectifs stratégiques à l'échelle de l'UE, notamment en renforçant le lien entre le budget de l'UE et le Semestre européen, y compris en facilitant la mise en œuvre du socle européen des droits sociaux, ainsi que dans les domaines des migrations, de l'environnement et du changement climatique, et de l'égalité entre les hommes et les femmes ainsi que des droits et de l'égalité des chances pour tous.

18. Compte tenu de l'importance de la lutte contre le changement climatique conformément aux engagements pris par l'Union en vue de mettre en œuvre l'accord de Paris et les objectifs de développement durable des Nations unies, les programmes et instruments devraient contribuer à l'intégration de la lutte contre le changement climatique dans toutes les politiques et à la réalisation de la valeur cible globale d'une affectation d'au moins 30 % du montant total des dépenses à charge du budget de l'Union et des dépenses au titre de Next Generation EU à des mesures en faveur d'objectifs climatiques. Les dépenses de l'UE devraient concorder avec les objectifs de l'accord de Paris et le principe de "ne pas nuire" du pacte vert pour l'Europe. Une méthode efficace de suivi des dépenses liées au climat et de leur exécution, y compris l'établissement de rapports et des mesures pertinentes en cas de progrès insuffisants, devrait garantir que le prochain CFP dans son ensemble contribue à la mise en œuvre de l'accord de Paris. La Commission présente chaque année un rapport sur les dépenses liées au climat. Afin de tenir compte des conséquences sociales et économiques de l'objectif consistant à parvenir à la neutralité climatique à l'horizon 2050 ainsi que du nouvel objectif climatique de l'Union à l'horizon 2030, il sera créé un mécanisme pour une transition juste comprenant un fonds pour une transition juste.

19. Il faut garantir une approche globale en matière de migrations qui associe un contrôle plus effectif des frontières extérieures de l'UE, une action extérieure accrue et les aspects intérieurs, conformément aux principes et valeurs de l'UE. Cela se fera de manière plus coordonnée dans les programmes relevant des rubriques concernées, avec notamment une mobilisation rapide des fonds, en tenant compte des besoins liés aux flux migratoires. À cette fin, d'importants volets spécifiques seront utilisés pour traiter les questions liées à la dimension extérieure des migrations dans les rubriques 4, 5 et 6.

L'EURO

20. L'égalité entre les femmes et les hommes, ainsi que les droits et l'égalité des chances pour tous, et l'intégration de ces objectifs dans les autres domaines d'action devraient être pris en compte et promus à tous les stades de l'élaboration, de la mise en œuvre et du suivi des programmes concernés.

21. Les programmes de l'Union devraient être ouverts aux pays de l'EEE, aux pays en voie d'adhésion, aux pays candidats et aux candidats potentiels, ainsi qu'aux partenaires couverts par la politique européenne de voisinage, conformément aux principes et aux modalités et conditions applicables à leur participation aux programmes de l'Union établis dans les accords-cadres respectifs et les décisions et autres instruments arrêtés au titre de ces accords. La participation d'autres pays tiers devrait être subordonnée à un accord définissant les conditions applicables à la participation du pays tiers concerné à un programme. Un tel accord devrait garantir un juste équilibre entre la contribution du pays tiers participant aux programmes de l'Union et les avantages qu'il en retire, ne conférer aucun pouvoir de décision concernant ces programmes et contenir des règles visant à protéger les intérêts financiers de l'Union.

21. Les intérêts financiers de l'Union sont protégés conformément aux principes généraux inscrits dans les traités de l'Union, en particulier les valeurs énoncées à l'article 2 du TUE.

Le Conseil européen souligne l'importance que revêt la protection des intérêts financiers de l'Union. Le Conseil européen souligne l'importance que revêt le respect de l'état de droit.

23. Compte tenu de ce qui précède, un régime de conditionnalité visant à protéger le budget et Next Generation EU sera introduit. Dans ce contexte, la Commission proposera des mesures en cas de manquement, qui seront adoptées par le Conseil statuant à la majorité qualifiée.

Le Conseil européen reviendra rapidement sur la question.

24. La Commission est invitée à présenter de nouvelles mesures afin de protéger le budget de l'UE et Next Generation EU contre les fraudes et les irrégularités, et notamment des mesures visant à assurer la collecte et la comparabilité des informations relatives aux bénéficiaires finaux de fonds de l'UE à des fins de contrôle et d'audit, à prévoir dans les actes de base concernés. La lutte contre la fraude nécessite une forte participation de la Cour des comptes européenne, de l'OLAF, d'Eurojust, d'Europol et, le cas échéant, du Parquet européen, ainsi que des autorités compétentes des États membres.

2. PARTIE I : DÉPENSES

RUBRIQUE 1 - MARCHÉ UNIQUE, INNOVATION ET NUMÉRIQUE

25. Le marché unique, l'innovation et le numérique constituent un domaine dans lequel l'action de l'UE apporte une valeur ajoutée importante. Les programmes relevant de cette rubrique sont susceptibles dans une large mesure de contribuer aux priorités de Bratislava et de Rome, notamment en ce qui concerne la promotion de la recherche, l'innovation et la transition numérique, les investissements stratégiques européens, l'action en faveur du marché unique et la compétitivité des entreprises et des PME. Lorsque des fonds sont alloués au titre de la présente rubrique, une priorité particulière est accordée à un renforcement substantiel et progressif de l'effort déployé par l'UE dans le domaine de la recherche et de l'innovation. Dans le même temps, il convient d'assurer une complémentarité entre les programmes relevant de cette rubrique, notamment dans le domaine du numérique.

26. Le niveau des engagements pour cette rubrique ne dépassera pas 132 781 millions d'EUR :

RUBRIQUE 1 - MARCHÉ UNIQUE, INNOVATION ET NUMÉRIQUE						
(en Mio EUR, prix de 2018)						
2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
19 721	19 666	19 133	18 633	18 518	18 646	18 473

Projets à grande échelle

27. Cette rubrique continuera à soutenir des projets à grande échelle dans le cadre du nouveau programme spatial européen ainsi que le projet de réacteur thermonucléaire expérimental international (ITER) :

- i. l'enveloppe financière destinée à la mise en œuvre du projet ITER pour la période 2021-2027 sera de 5 000 millions d'EUR au maximum;

- ii. l'enveloppe financière destinée à la mise en œuvre du programme spatial pour la période 2021-2027 sera de 13 202 millions d'EUR au maximum, dont 8 000 millions d'EUR seront consacrés à Galileo et 4 810 millions d'EUR à Copernicus.

Horizon Europe

28. Il est nécessaire de renforcer et de développer l'excellence de la base scientifique et d'innovation de l'Union. L'effort déployé dans le domaine de la recherche, du développement et de l'innovation sera donc fondé sur l'excellence. Le programme Horizon Europe aide les pays bénéficiant de l'élargissement à accroître leur participation au programme. Dans le même temps, il convient de continuer à remédier à l'écart de participation et à la fracture de l'innovation au moyen de différentes mesures et initiatives, telles que des incitations pour les consortiums contribuant à combler cet écart. Cela garantira, grâce aussi à un ensemble unique de règles, l'efficacité et l'efficacités de la future politique européenne de la recherche, qui offrira également aux PME et aux nouveaux venus de meilleures possibilités de participation aux programmes. De meilleurs liens entre les instituts de recherche et d'innovation de toute l'Europe seront facilités en vue d'un renforcement de la collaboration en matière de recherche dans l'ensemble de l'Union. Une attention particulière sera accordée à la coordination des activités financées dans le cadre du programme Horizon Europe avec les activités soutenues par d'autres programmes de l'Union, notamment dans le cadre de la politique de cohésion. Dans ce contexte, des synergies importantes seront nécessaires entre Horizon Europe et les fonds structurels afin de "partager l'excellence" et de renforcer ainsi la capacité régionale en matière de recherche et d'innovation ainsi que la capacité de l'ensemble des régions à développer des pôles d'excellence.

29. L'enveloppe financière destinée à la mise en œuvre du programme Horizon Europe pour la période 2021-2027 sera de 75 900 millions d'EUR.

InvestEU

30. Le Fonds InvestEU agira en tant que mécanisme unique de soutien à l'investissement en faveur de l'action intérieure de l'UE et remplacera tous les instruments financiers existants. Son objectif général est de soutenir les objectifs stratégiques de l'Union en mobilisant au sein de l'UE des investissements publics et privés qui répondent au critère d'additionnalité, afin de remédier aux défaillances du marché et aux insuffisances en matière d'investissement qui font obstacle à la réalisation des objectifs de l'UE en matière de durabilité, de compétitivité et de croissance inclusive. Des dispositions claires dans les actes de base concernés préciseront les différentes interactions financières entre les programmes de dépenses applicables et le Fonds InvestEU. La dotation du Fonds InvestEU pour la période 2021-2027 s'élève à 2 800 millions d'EUR, qui seront complétés par des fonds récupérés provenant des instruments antérieurs à 2021. Un dispositif spécifique pour une transition juste sera mis en place dans le cadre du programme InvestEU en tant que deuxième pilier du mécanisme pour une transition juste.

Mécanisme pour l'interconnexion en Europe

31. Pour parvenir à une croissance intelligente, durable et inclusive et stimuler la création d'emplois, l'Union a besoin d'infrastructures modernes et hautement performantes qui contribuent à l'interconnexion et à l'intégration de l'Union et de toutes ses régions dans les secteurs des transports, de l'énergie et du numérique. Ces connexions sont indispensables à la libre circulation des personnes, des biens, des capitaux et des services. Les réseaux transeuropéens facilitent les connexions transfrontières, comme Rail Baltica, favorisent une plus grande cohésion économique, sociale et territoriale et contribuent à une économie sociale de marché plus compétitive et à la lutte contre le changement climatique en tenant compte des engagements en matière de décarbonation. Tous les États membres devraient être traités de la même manière, et les désavantages résultant de vulnérabilités géographiques permanentes devraient être dûment pris en considération.

32. L'enveloppe financière destinée à la mise en œuvre du mécanisme pour l'interconnexion en Europe (MIE) pour la période 2021-2027 sera de 28 396 millions d'EUR. Ce montant sera réparti entre les secteurs comme suit :

a) transports : 21 384 millions d'EUR,

• dont 10 000 millions d'EUR seront transférés du Fonds de cohésion pour être dépensés conformément au règlement MIE :

o 30 % sont mis à disposition sur la base d'un degré élevé de concurrence entre les États membres admissibles au bénéfice du Fonds de cohésion et 70 % respectent les dotations nationales au titre du Fonds de cohésion jusqu'en 2023 et, par la suite, se basent sur une concurrence totale entre les États membres admissibles au bénéfice du Fonds de cohésion;

• dont 1 384 millions d'EUR serviront à achever les grandes liaisons ferroviaires transfrontières manquantes entre les pays de la cohésion afin de contribuer au fonctionnement du marché unique. Les règles de cofinancement du transfert du Fonds de cohésion au MIE s'appliquent ;

b) énergie : 5 180 millions d'EUR;

c) numérique : 1 832 millions d'EUR.

Programme pour une Europe numérique

33. Le programme pour une Europe numérique investira dans les capacités numériques stratégiques essentielles, telles que les capacités de calcul à haute performance, l'intelligence artificielle et la cybersécurité de l'UE. Il complétera d'autres instruments, notamment Horizon Europe et le MIE, pour soutenir la transition numérique en Europe. L'enveloppe financière destinée à la mise en œuvre du programme pour une Europe numérique pour la période 2021- 2027 sera de 6 761 millions d'EUR.

RUBRIQUE 2 - COHÉSION, RÉSILIENCE ET VALEURS

34. Cette rubrique a pour objectif d'apporter une valeur ajoutée européenne en favorisant la convergence, en soutenant l'investissement, la création d'emplois et la croissance, en contribuant à réduire les disparités économiques, sociales et territoriales au sein des États membres et dans l'ensemble de l'Europe et en concrétisant les programmes de Bratislava et de Rome. Elle investit dans le développement régional, la cohésion et la résilience, ainsi que dans le capital humain, la cohésion sociale et les valeurs. Cette rubrique jouera un rôle fondamental pour contribuer à une croissance durable et à une cohésion sociale et pour promouvoir les valeurs communes.

35. Les crédits d'engagement pour cette rubrique ne dépasseront pas 377 768 millions d'EUR, dont 330 235 millions d'EUR seront alloués à la sous-rubrique 2a, "Cohésion économique, sociale et territoriale", et 47 533 millions d'EUR seront alloués à la sous-rubrique 2b, "Résilience et valeurs":

COHÉSION, RÉSILIENCE ET VALEURS						
(en millions d'euros, prix de 2018)						
2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
49 741	51 101	52 194	53 954	55 182	56 787	58 809
Sous-rubrique 2a: Cohésion économique, sociale et territoriale						
45 411	45 951	46 493	47 130	47 770	48 414	49 066
Sous-rubrique 2b: Résilience et valeurs						
4 330	5 150	5 701	6 824	7 412	8 373	9 743

Politique de cohésion

36. La politique de cohésion a pour principal objectif d'élaborer et de mettre en œuvre des actions conduisant au renforcement de la cohésion économique, sociale et territoriale en contribuant à réduire les disparités entre les niveaux de développement des différentes régions ainsi que le retard des régions les moins favorisées. Par l'intermédiaire du Fonds européen de développement régional (FEDER), du volet du Fonds social européen plus (FSE+) relevant de la gestion partagée et du Fonds de cohésion (FC), elle poursuivra les objectifs suivants: "Investissement pour l'emploi et la croissance" dans les États membres et les régions, qui bénéficiera du soutien de l'ensemble des Fonds, et "Coopération territoriale européenne", qui bénéficiera du soutien du FEDER.

37. La politique de cohésion jouera un rôle de plus en plus important dans le soutien du processus de réforme économique que mènent actuellement les États membres, en renforçant le lien avec le Semestre européen. La Commission et les États membres tiennent compte des recommandations par pays pertinentes tout au long du processus.

38. Les ressources consacrées à l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance" s'élèveront à un total de 322 285 millions d'EUR et seront réparties comme suit :

- a) 202 999 millions d'EUR pour les régions moins développées ;
- b) 47 789 millions d'EUR pour les régions en transition ;
- c) 27 212 millions d'EUR pour les régions plus développées ;

L'EURO

- d) 42 556 millions d'EUR pour les États membres qui bénéficient d'un soutien du Fonds de cohésion ;
- e) 1 928 millions d'EUR à titre de financement complémentaire pour les régions ultrapériphériques recensées à l'article 349 du TFUE et les régions de niveau NUTS 2 qui remplissent les critères fixés à l'article 2 du protocole n° 6 annexé à l'acte d'adhésion de 1994 ;
- f) 500 millions d'EUR pour les investissements interrégionaux en matière d'innovation.

39. Il n'y aura pas d'ajustement technique.

40. Le montant des ressources disponibles pour le FSE+ au titre de l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance" sera de 87 319 millions d'EUR, y compris un financement spécifique de 473 millions d'EUR destiné aux régions ultrapériphériques et septentrionales à faible densité de population. 175 millions d'EUR des ressources du FSE+ destinées à l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance" seront alloués à la coopération transnationale soutenant les solutions innovantes en gestion directe ou indirecte.

41. Le montant du soutien transféré du Fonds de cohésion au MIE sera de 10 000 millions d'EUR. Les dotations du Fonds de cohésion allouées à chaque État membre seront réduites en conséquence. Les modalités d'utilisation du montant transféré figurent à la rubrique 1 (MIE).

42. Les ressources consacrées à l'objectif "Coopération territoriale européenne" (Interreg) s'élèveront à un total de 7 950 millions d'EUR et seront réparties comme suit:

- a) un total de 5 713 millions d'EUR pour la coopération transfrontière maritime et terrestre ;
- b) un total de 1 466 millions d'EUR pour la coopération transnationale ;
- c) un total de 500 millions d'EUR pour la coopération interrégionale ;
- d) un total de 271 millions d'EUR pour la coopération faisant intervenir les régions ultrapériphériques.

Le montant de 970 millions d'EUR alloué par la Commission au volet "investissements interrégionaux en matière d'innovation" de l'objectif "Coopération territoriale européenne" est divisé en deux parties:

- 500 millions d'EUR sont consacrés aux investissements interrégionaux en matière d'innovation en gestion directe ou indirecte du FEDER au titre de l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance", et
- 470 millions d'EUR sont inclus ci-dessus en tenant compte de l'architecture actualisée des programmes relevant de la coopération territoriale européenne.

40. 0,35 % de l'enveloppe globale seront alloués à l'assistance technique à l'initiative de la Commission.

Définitions et éligibilité

44. Les ressources du FEDER et du FSE+ affectées à l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance" seront allouées à trois catégories de régions de niveau NUTS 2, selon la nomenclature NUTS 2016, qui sont déterminées sur la base du rapport entre leur PIB par habitant, mesuré en standards de pouvoir d'achat (SPA) et calculé à partir des données de l'Union pour la période 2015-2017, et le PIB moyen de l'UE à 27 pour la même période de référence :

- a) les régions moins développées, dont le PIB par habitant est inférieur à 75 % du PIB moyen de l'UE à 27 ;
- b) les régions en transition, dont le PIB par habitant est compris entre 75 % et 100 % du PIB moyen de l'UE à 27 ;
- c) les régions plus développées, dont le PIB par habitant est supérieur à 100 % du PIB moyen de l'UE à 27.

45. Le Fonds de cohésion apportera un soutien aux États membres dont le revenu national brut (RNB) par habitant, mesuré en SPA et calculé à partir des données de l'Union pour la période 2015-2017, est inférieur à 90 % du RNB moyen par habitant de l'UE à 27 pour la même période de référence.

Méthode d'allocation des ressources globales par État membre pour la période 2021-2027

Méthode de détermination des montants alloués pour les régions moins développées éligibles au titre de l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance"

46. Le montant alloué à chaque État membre est la somme des dotations destinées à chacune de ses régions éligibles, calculées selon les étapes suivantes :

- a) détermination d'un montant absolu par an (en EUR) obtenu en multipliant la population de la région concernée par la différence entre le PIB par habitant de cette région, mesuré en SPA, et le PIB moyen par habitant de l'UE à 27 en SPA ;
- b) application d'un pourcentage au montant absolu susmentionné afin de déterminer l'enveloppe financière de la région concernée ; ce pourcentage est modulé pour refléter la prospérité relative, mesurée en SPA, par rapport à la moyenne de l'UE à 27, de l'État membre dans lequel la région éligible est située, c'est-à-dire :
 - i. pour les régions des États membres dont le RNB par habitant est inférieur à 82 % de la moyenne de l'UE: 2,85 % ;

L'EURO

- ii. pour les régions des États membres dont le RNB par habitant se situe entre 82 % et 99 % de la moyenne de l'UE: 1,25 % ;
 - iii. pour les régions des États membres dont le RNB par habitant est supérieur à 99 % de la moyenne de l'UE: 0,75 % ;
- c) au montant obtenu à l'étape b) est ajouté, s'il y a lieu, le montant résultant de l'octroi d'une prime de 570 EUR par personne sans emploi par an, appliqué au nombre de personnes sans emploi de la région concernée dépassant le nombre de celles qui seraient sans emploi si on appliquait le taux de chômage moyen de toutes les régions moins développées de l'UE ;
- d) au montant obtenu à l'étape c) est ajouté, s'il y a lieu, le montant résultant de l'octroi d'une prime de 570 EUR par jeune sans emploi (tranche d'âge des 15-24 ans) par an, appliqué au nombre de jeunes sans emploi de la région concernée dépassant le nombre de ceux qui seraient sans emploi si on appliquait le taux de chômage moyen des jeunes de toutes les régions moins développées de l'UE ;
- e) au montant obtenu à l'étape d) est ajouté, s'il y a lieu, le montant résultant de l'octroi d'une prime de 270 EUR par personne (tranche d'âge des 25-64 ans) par an, appliqué au nombre de personnes de la région concernée qui devrait être déduit afin d'atteindre le taux moyen de personnes ayant un faible niveau d'éducation (niveau inférieur à l'enseignement primaire, enseignement primaire et premier cycle de l'enseignement secondaire) de toutes les régions moins développées de l'UE ;
- f) au montant obtenu à l'étape e) est ajouté, s'il y a lieu, un montant de 1 EUR par tonne équivalent CO₂ par an, appliqué à la proportion de la population de la région dans laquelle le nombre de tonnes équivalent CO₂ de l'État membre dépasse l'objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre fixé pour 2030 pour les émissions ne relevant pas du système d'échange de quotas d'émission comme proposé par la Commission en 2016 ;
- g) au montant obtenu à l'étape f) est ajouté, s'il y a lieu, le montant résultant de l'octroi d'une prime de 405 EUR par personne et par an, appliqué à la proportion de la population des régions correspondant à l'immigration nette dans l'État membre en provenance de l'extérieur de l'UE depuis le 1^{er} janvier 2014.

Méthode de détermination des montants alloués pour les régions en transition éligibles au titre de l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance"

47. Le montant alloué à chaque État membre est la somme des dotations destinées à chacune de ses régions éligibles, calculées selon les étapes suivantes :

- a) détermination des valeurs théoriques minimale et maximale de l'intensité de l'aide pour chaque région en transition éligible. Le niveau minimal de soutien correspond à l'intensité moyenne initiale de l'aide par habitant de toutes les régions plus développées, soit 15,2 EUR par habitant et par an. Le niveau maximal de soutien correspond à celui d'une région théorique dont le PIB par habitant s'élève à 75 % de la moyenne de l'UE à 27 et est calculé en utilisant la méthode visée au point 46 a) et b). On retient 60 % du montant obtenu par cette méthode ;
- b) calcul des dotations régionales initiales, en tenant compte du PIB régional par habitant (mesuré en SPA) au moyen d'une interpolation linéaire du PIB relatif de la région par habitant par rapport à l'UE à 27;
- c) au montant obtenu à l'étape b) est ajouté, s'il y a lieu, le montant résultant de l'octroi d'une prime de 560 EUR par personne sans emploi par an, appliqué au nombre de personnes sans emploi de la région concernée dépassant le nombre de celles qui seraient sans emploi si on appliquait le taux de chômage moyen de toutes les régions moins développées de l'UE ;
- d) au montant obtenu à l'étape c) est ajouté, s'il y a lieu, le montant résultant de l'octroi d'une prime de 560 EUR par jeune sans emploi (tranche d'âge des 15-24 ans) par an, appliqué au nombre de jeunes sans emploi de la région concernée dépassant le nombre de ceux qui seraient sans emploi si on appliquait le taux moyen de chômage des jeunes de toutes les régions moins développées ;
- e) au montant obtenu en conformité avec le point d) est ajouté, s'il y a lieu, le montant résultant de l'octroi d'une prime de 250 EUR par personne (tranche d'âge 25-64 ans) par an, appliqué au nombre de personnes de la région concernée qui devrait être déduit afin d'atteindre le taux moyen de personnes ayant un faible niveau d'éducation (niveau inférieur à l'enseignement primaire, enseignement primaire et premier cycle de l'enseignement secondaire) de toutes les régions moins développées;
- f) au montant obtenu en conformité avec le point e) est ajouté, s'il y a lieu, un montant de 1 EUR par tonne équivalent CO₂ par an, appliqué à la proportion de la population de la région dans laquelle le nombre de tonnes équivalent CO₂ de l'État membre dépasse l'objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre fixé pour 2030 pour les émissions ne relevant pas du système d'échange de quotas d'émission, comme proposé par la Commission en 2016;
- g) au montant obtenu en conformité avec le point f) est ajouté un montant résultant de l'octroi d'une prime de 405 EUR par personne et par an, appliqué à la proportion de la population de la région

L'EURO

correspondant à l'immigration nette dans l'État membre en provenance de l'extérieur de l'UE depuis le 1^{er} janvier 2014.

Méthode de détermination des montants alloués pour les régions plus développées éligibles au titre de l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance"

48. Le montant initial de l'enveloppe financière théorique totale sera obtenu en multipliant une intensité de l'aide par habitant et par an de 15,2 EUR, par la population éligible.

49. La part de chaque État membre concerné sera la somme des parts de ses régions éligibles, déterminées sur la base des critères suivants, pondérés comme indiqué :

- a) la population régionale totale (pondération de 20 %) ;
- b) le nombre de chômeurs dans les régions de niveau NUTS 2 dont le taux de chômage est supérieur à la moyenne de l'ensemble des régions plus développées (pondération de 12,5 %) ;
- c) le nombre d'emplois supplémentaires nécessaire pour atteindre le taux d'emploi moyen (pour les 20-64 ans) de l'ensemble des régions plus développées (pondération de 20 %) ;
- d) le nombre supplémentaire de diplômés de l'enseignement supérieur âgés de 30 à 34 ans nécessaire pour atteindre le taux moyen de diplômés de l'enseignement supérieur (30-34 ans) de l'ensemble des régions plus développées (pondération de 22,5 %) ;
- e) la réduction nécessaire du nombre de jeunes qui quittent prématurément le système d'éducation et de formation (âgés de 18 à 24 ans) pour atteindre le taux moyen de jeunes qui quittent prématurément le système d'éducation et de formation (âgés de 18 à 24 ans) de toutes les régions plus développées (pondération de 15 %) ;
- f) la différence entre le PIB observé de la région (mesuré en SPA) et son PIB théorique si elle avait le même PIB par habitant que la région de niveau NUTS 2 la plus prospère (pondération de 7,5 %) ;
- g) la population des régions de niveau NUTS 3 dont la densité de population est inférieure à 12,5 habitants/km² (pondération de 2,5 %).

50. Aux montants de la région de niveau NUTS 2 obtenus en conformité avec le point 44 est ajouté, s'il y a lieu, un montant de 1 EUR par tonne équivalent CO₂ par an, appliqué à la proportion de la population de la région dans laquelle le nombre de tonnes équivalent CO₂ de l'État membre dépasse l'objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre fixé pour 2030 pour les émissions ne relevant pas du système d'échange de quotas d'émission comme proposé par la Commission en 2016.

51. Aux montants de la région de niveau NUTS 2 obtenus en conformité avec le point 45 est ajouté un montant résultant de l'octroi d'une prime de 405 EUR par personne et par an, appliqué à la proportion de la population de la région correspondant à l'immigration nette dans l'État membre en provenance de l'extérieur de l'UE depuis le 1^{er} janvier 2014.

Méthode de détermination des montants alloués pour les États membres éligibles au Fonds de cohésion

52. Le montant de l'enveloppe financière sera obtenu en multipliant l'intensité moyenne de l'aide par habitant et par an, à savoir 62,9 EUR, par la population éligible. La part de cette enveloppe financière théorique allouée à chaque État membre éligible correspond à un pourcentage basé sur la population, la superficie et la prospérité nationale de cet État membre, et sera obtenue comme suit :

- a) calcul de la moyenne arithmétique de la part de la population et de celle de la superficie de cet État membre par rapport à la population totale et à la superficie totale de l'ensemble des États membres éligibles. Si, toutefois, la part de la population totale d'un État membre dépasse sa part de la superficie totale d'un facteur 5 ou plus, ce qui correspondrait à une densité de population extrêmement élevée, seule la part de la population totale sera utilisée pour cette étape ;
- b) ajustement des pourcentages ainsi obtenus par un coefficient représentant un tiers du pourcentage par lequel le RNB par habitant (mesuré en SPA) de cet État membre pour la période 2015-2017 est supérieur ou inférieur à la moyenne du RNB par habitant de tous les États membres éligibles (moyenne égale à 100 %).

Pour chaque État membre éligible, la part du Fonds de cohésion ne dépassera pas un tiers de la dotation totale moins la dotation pour l'objectif "Développement territorial européen" après l'application des points 50 à 55. Cet ajustement aura pour effet d'augmenter proportionnellement tous les autres transferts résultant des points 40 à 45.

Méthode de détermination des montants alloués pour l'objectif "Coopération territoriale européenne"

53. La répartition des ressources par État membre au titre de la coopération transfrontière, transnationale et des régions ultrapériphériques est déterminée comme la somme pondérée des parts définies sur la base des critères suivants, pondérés comme indiqué :

- a) population totale de toutes les régions frontalières de niveau NUTS 3 et d'autres régions de niveau NUTS 3 dont la moitié au moins de la population régionale vit à moins de 25 kilomètres de la frontière (pondération de 45,8 %) ;
- b) population vivant à moins de 25 kilomètres des frontières (pondération de 30,5 %) ;
- c) population totale des États membres (pondération de 20 %) ;

d) population totale des régions ultrapériphériques (pondération de 3,7 %).

La part du volet transfrontière correspond à la somme des pondérations des critères a) et b). La part du volet transnational correspond à la pondération du critère c). La part de la coopération des régions ultrapériphériques correspond à la pondération du critère d).

Méthode de détermination des montants alloués au titre du financement supplémentaire pour les régions ultrapériphériques visées à l'article 349 du TFUE et des régions de niveau NUTS 2 qui remplissent les critères fixés à l'article 2 du protocole n° 6 de l'acte d'adhésion de 1994

54. Une dotation spéciale supplémentaire correspondant à une intensité d'aide de 40 EUR par habitant et par an sera allouée aux régions ultrapériphériques de niveau NUTS 2 et aux régions septentrionales à faible densité de population de niveau NUTS 2. Elle sera répartie par région et par État membre proportionnellement à la population totale de ces régions.

Niveaux minimaux et maximaux des transferts des fonds soutenant la cohésion économique, sociale et territoriale (plafonnement et filets de sécurité)

55. Afin de contribuer à une concentration adéquate du financement de cohésion sur les régions et les États membres les moins développés et à la réduction des disparités en matière de niveau moyen d'aide par habitant, le niveau maximal de transfert (plafonnement) à partir des Fonds vers chaque État membre sera déterminé en pourcentage du PIB de l'État membre et ces pourcentages seront les suivants :

a) pour les États membres dont le RNB moyen par habitant (mesuré en SPA) pour la période 2015-2017 est inférieur à 55 % de la moyenne de l'UE à 27: 2,3 % de leur PIB ;

b) pour les États membres dont le RNB moyen par habitant (mesuré en SPA) pour la période 2015-2017 est égal ou supérieur à 68 % de la moyenne de l'UE à 27: 1,5 % de leur PIB ;

c) pour les États membres dont le RNB moyen par habitant (mesuré en SPA) pour la période 2015-2017 est égal ou supérieur à 55 % et inférieur à 68 % de la moyenne de l'UE à 27: le pourcentage est obtenu par une interpolation linéaire entre 2,3 % et 1,5 % de leur PIB donnant lieu à une réduction proportionnelle du pourcentage de plafonnement en fonction de l'accroissement de la prospérité.

Le plafonnement s'appliquera sur une base annuelle aux projections de la Commission relatives au PIB et, le cas échéant, aura pour effet de réduire proportionnellement tous les transferts (sauf pour les régions plus développées et pour l'objectif "Coopération territoriale européenne") vers l'État membre concerné afin que soit respecté le niveau maximal des transferts.

56. Les règles décrites au point 50 n'aboutiront pas à ce que les montants alloués par État membre soient supérieurs à 107 % de leur niveau en termes réels pour la période de programmation 2014-2020. Cet ajustement sera appliqué proportionnellement à tous les transferts (sauf pour l'objectif "Développement territorial européen") vers l'État membre concerné afin que soit respecté le niveau maximal des transferts.

57. Afin de consolider les efforts de convergence et de veiller à ce que la transition soit harmonieuse et graduelle, le montant total minimal des Fonds alloué à un État membre correspondra à 76 % du montant total qui lui a été alloué pour 2014-2020. Le montant total minimal des Fonds alloué à un État membre dans lequel au moins un tiers de la population vit dans des régions de niveau NUTS 2 dont le PIB par habitant est inférieur à 50 % du PIB moyen de l'UE, correspondra à 85 % du montant total qui lui a été alloué pour 2014-2020. Les ajustements nécessaires pour satisfaire à cette obligation seront appliqués proportionnellement aux dotations des Fonds, à l'exclusion des dotations pour l'objectif "Coopération territoriale européenne".

58. Le montant total maximal des Fonds alloué à un État membre ayant un RNB par habitant (mesuré en SPA) égal à au moins 120 % de la moyenne de l'UE à 27 correspondra à 80 % du montant total qui lui a été alloué pour 2014-2020. Le montant total maximal des Fonds alloué à un État membre ayant un RNB par habitant (en SPA) égal ou supérieur à 110 % et inférieur à 120 % de la moyenne de l'UE à 27 correspondra à 90 % du montant total qui lui a été alloué pour 2014-2020. Les ajustements nécessaires pour satisfaire à cette obligation seront appliqués proportionnellement aux dotations des Fonds, à l'exclusion des dotations pour l'objectif "Coopération territoriale européenne". Si un État membre a des régions en transition pour lesquelles le point 61 s'applique, 25 % de la dotation de cet État membre pour les régions plus développées sont transférés à la dotation des régions en transition de cet État membre.

Dispositions supplémentaires relatives à la dotation

59. Pour toutes les régions qui étaient classées comme régions moins développées pour la période de programmation 2014-2020, mais dont le PIB par habitant est supérieur à 75 % de la moyenne de l'UE à 27, le niveau minimal annuel de soutien au titre de l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance" correspondra à 60 % de leur précédente dotation annuelle indicative moyenne au titre de l'objectif "Investissement pour la croissance et l'emploi", calculée par la Commission à l'intérieur du CFP 2014-2020.

60. Aucune région en transition ne recevra un montant inférieur à celui qu'elle aurait reçu si elle avait été une région plus développée.

61. La dotation totale minimale d'un État membre pour ses régions en transition, qui étaient déjà des régions en transition en 2014-2020, correspond à un minimum de 65 % du total de la dotation 2014-2020 allouée à ces régions dans cet État membre.

62. Nonobstant les points 55 à 58, les dotations supplémentaires visées aux points 63 à 67 s'appliquent.

63. Un montant total de 120 millions d'EUR sera alloué au programme PEACE PLUS en soutien à la paix et la réconciliation et à la poursuite de la coopération transfrontière Nord-Sud.

64. Lorsque la population d'un État membre a diminué, en moyenne, de plus de 1 % par an, entre les périodes 2007-2009 et 2016-2018, cet État membre reçoit une dotation supplémentaire équivalente à la baisse totale de sa population entre ces deux périodes, multipliée par 500 EUR. Cette dotation supplémentaire est destinée aux régions moins développées dans l'État membre concerné.

65. Pour les régions moins développées des États membres qui n'ont bénéficié de la politique de cohésion que pendant une seule période, une dotation supplémentaire de 400 millions d'EUR est allouée.

66. Pour tenir compte des défis que posent la situation des États membres insulaires et l'éloignement de certaines parties de l'Union européenne, Malte et Chypre reçoivent chacune une enveloppe supplémentaire de 100 millions d'EUR dans le cadre des fonds structurels au titre de l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance". Les régions septentrionales à faible densité de population de la Finlande bénéficient d'une enveloppe supplémentaire de 100 millions d'EUR au titre des fonds structurels.

67. Pour stimuler la compétitivité, la croissance et la création d'emplois dans certains États membres, les fonds structurels prévoient les dotations supplémentaires suivantes au titre de l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance": 200 millions d'EUR pour la Belgique pour les régions en transition, 200 millions d'EUR pour la Bulgarie pour les régions moins développées, 1 550 millions d'EUR pour la République tchèque au titre du Fonds de cohésion, 100 millions d'EUR pour Chypre dans le cadre des fonds structurels au titre de l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance", 50 millions d'EUR pour l'Estonie, 650 millions d'EUR pour l'Allemagne pour les régions en transition relevant du filet de sécurité défini au point 61, 50 millions d'EUR pour Malte dans le cadre des fonds structurels au titre de l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance", 600 millions d'EUR pour la Pologne pour les régions moins développées, 300 millions d'EUR pour le Portugal pour les régions en transition, et 350 millions d'EUR pour la région plus développée de la Slovaquie.

Taux de cofinancement

68. Le taux de cofinancement au titre de l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance" n'excédera pas :

- a) 85 % pour les régions moins développées ;
- b) 70 % pour les régions en transition qui étaient classées comme régions moins développées pour la période de programmation 2014-2020 ;
- c) 60 % pour les régions en transition ;
- d) 40 % pour les régions plus développées.

Les taux de cofinancement pour les régions ultrapériphériques n'excéderont pas 85 %. Le taux de cofinancement au titre du Fonds de cohésion n'excédera pas 85 %.

Des taux de cofinancement plus élevés pour les priorités soutenant des actions innovantes et pour l'aide aux plus démunis au titre du FSE+ peuvent s'appliquer.

Le taux de cofinancement au titre des programmes Interreg n'excédera pas 80 %.

Des taux de cofinancement plus élevés pour les programmes de coopération transfrontière extérieure relevant de l'objectif "Coopération territoriale européenne" (Interreg) peuvent s'appliquer.

Les actions d'assistance technique menées à l'initiative ou pour le compte de la Commission peuvent être financées à un taux de 100 %.

Mesures liées à une bonne gouvernance économique

69. Il convient de maintenir des mécanismes visant à assurer un lien entre les politiques de l'Union en matière de financement et la gouvernance économique de l'Union, de manière à ce que la Commission puisse demander un réexamen ou des modifications des programmes concernés pour soutenir la mise en œuvre des recommandations pertinentes du Conseil ou maximiser l'impact des Fonds sur la croissance et la compétitivité, ou présenter au Conseil une proposition visant à suspendre tout ou partie des engagements ou des paiements pour un ou plusieurs des programmes d'un État membre lorsque celui-ci n'agit pas efficacement dans le contexte du processus de gouvernance économique.

Taux de préfinancement

70. La Commission versera un préfinancement sur la base du soutien total accordé par les Fonds, fixé dans la décision portant approbation du programme. Le préfinancement sera versé pour chaque Fonds en tranches annuelles, sous réserve de la disponibilité des fonds, de la manière suivante:

- a) 2021 : 0,5 % ;
- b) 2022 : 0,5 % ;

- c) 2023 : 0,5 % ;
- d) 2024 : 0,5 % ;
- e) 2025 : 0,5 % ;
- f) 2026 : 0,5 %.

Pour l'objectif "Coopération territoriale européenne" (Interreg), le préfinancement sera versé en tranches annuelles, sous réserve de la disponibilité des fonds, de la manière suivante :

- a) 2021 : 1 % ;
- b) 2022 : 1 % ;
- c) 2023 : 3 % ;
- d) 2024 : 3 % ;
- e) 2025 : 3 % ;
- f) 2026 : 3 %.

Le préfinancement au titre de chaque Fonds et de l'objectif "Coopération territoriale européenne" est apuré chaque année lors de l'approbation des comptes.

Pour le Fonds "Asile et migration", le Fonds pour la sécurité intérieure et l'instrument relatif à la gestion des frontières et aux visas, un taux de préfinancement spécifique sera prévu.

Les programmes relatifs à la période 2014-2020 seront préfinancés à un taux de 2 % à partir du 1er janvier 2021.

Règles de dégage

71. Tout montant d'un programme qui n'a pas été utilisé aux fins du préfinancement ou pour lequel aucune demande de paiement n'a été présentée au plus tard le 31 décembre de la troisième année civile qui suit l'année des engagements budgétaires pour les années 2021 à 2026 sera dégage. La date finale d'éligibilité reste fixée au 31 décembre 2029.

Concentration thématique du soutien au titre du FEDER

72. En ce qui concerne les programmes relevant de l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance", les ressources totales du FEDER dans chaque État membre seront concentrées soit au niveau national soit au niveau régional comme suit :

- a) les États membres dont le ratio RNB est égal ou supérieur à 100 %, autrement dit les régions plus développées, alloueront au moins 85 % de leurs ressources FEDER totales pour des priorités autres que l'assistance technique aux objectifs "Europe plus intelligente" et "Europe plus verte", et au moins 30 % à l'objectif "Europe plus verte" ;
- b) les États membres dont le ratio RNB est égal ou supérieur à 75 % et inférieur à 100 %, autrement dit les régions en transition, alloueront au moins 40 % de leurs ressources FEDER totales pour des priorités autres que l'assistance technique à l'objectif "Europe plus intelligente", et au moins 30 % à l'objectif "Europe plus verte" ;
- c) les États membres dont le ratio RNB est inférieur à 75 %, autrement dit les régions moins développées, alloueront au moins 25 % de leurs ressources FEDER totales pour des priorités autres que l'assistance technique à l'objectif "Europe plus intelligente", et au moins 30 % à l'objectif "Europe plus verte".

Les États membres décideront au début de la période de programmation le niveau - national ou régional - auquel s'appliquerait la concentration thématique. Lorsqu'un État membre décide d'établir la concentration thématique au niveau régional, ses exigences seront définies pour toutes les régions de l'État membre comprises dans la même catégorie de développement.

Si la part des ressources du Fonds de cohésion allouées pour soutenir l'objectif "Europe plus verte" est supérieure à 50 %, les montants alloués au-delà de cette limite de 50 % peuvent être comptabilisés dans le but d'atteindre les parts minimales des ressources du FEDER.

Aux fins du présent point, le ratio RNB correspond au rapport entre le revenu national brut par habitant d'un État membre, mesuré en SPA et calculé à partir des données de l'Union pour la période 2015-2017, et le revenu national brut moyen par habitant en SPA des 27 États membres pour la même période de référence.

Soutien à la communauté chypriote turque

73. Cette rubrique financera également le soutien à la communauté chypriote turque.

Paiements d'intérêts

74. L'enveloppe financière prévue pour les paiements d'intérêts dus par l'Union en lien avec ses emprunts sur les marchés des capitaux au titre de Next Generation EU pour la période 2021- 2027 sera de 12 914 millions d'EUR. Les montants non utilisés pour payer des intérêts serviront à des remboursements anticipés avant la fin du CFP 2021-2027, avec un montant minimal, et peuvent être augmentés au-delà de ce niveau, à condition que de nouvelles ressources propres aient été introduites.

75. L'instrument d'appui technique améliorera la capacité administrative des États membres à concevoir, développer et mettre en œuvre des réformes. Il sera mis à la disposition de l'ensemble des États membres et sera doté d'une enveloppe financière de 767 millions d'EUR pour la période 2021-2027.

Investissement dans le capital humain, la cohésion sociale et les valeurs

76. Le FSE+ fournira un soutien complet en faveur de l'emploi des jeunes, du perfectionnement professionnel et de la reconversion des travailleurs, de l'inclusion sociale et de la réduction de la pauvreté, y compris la pauvreté des enfants, en fusionnant des programmes existants: le Fonds social européen, l'initiative pour l'emploi des jeunes, le Fonds européen d'aide aux plus démunis et le programme pour l'emploi et l'innovation sociale.

L'enveloppe financière totale destinée au FSE+ pour la période 2021-2027 sera de 87 995 millions d'EUR, dont :

- 676 millions d'EUR pour le volet du FSE+ relevant de la gestion directe et indirecte ;
- 87 319 millions d'EUR pour le volet du FSE+ relevant de la gestion partagée au titre de l'objectif "Investissement pour l'emploi et la croissance".

Le volet en gestion partagée continuera de relever d'une sous-rubrique avec le FEDER et le Fonds de cohésion.

77. En ce qui concerne les ressources qui correspondent au volet du FSE+ relevant de la gestion partagée, chaque État membre alloue :

a) au moins 25 % aux objectifs spécifiques en faveur de l'inclusion sociale, y compris l'intégration des migrants ;

b) au moins 2 % à l'objectif spécifique en faveur de la lutte contre le dénuement matériel ;

c) au moins 10 % à des actions ciblées en faveur des jeunes qui sont sans emploi (NEET) dans le cas d'États membres ayant un taux de NEET supérieur à la moyenne de l'UE.

78. Tirant parti du programme Erasmus+ existant, le nouveau programme fournira des possibilités d'étude, de formation et de mobilité pour les élèves, les apprentis, les jeunes, les étudiants et les enseignants. Il mettra fortement l'accent sur l'inclusion des personnes moins favorisées et renforcera les possibilités de coopération transnationales offertes aux universités et aux établissements d'enseignement et de formation professionnels. Erasmus+ continuera de soutenir la coopération dans le domaine du sport. L'enveloppe financière destinée à la mise en œuvre du programme Erasmus+ pour la période 2021-2027 sera de 21 208 millions d'EUR.

Résilience

79. L'enveloppe financière du programme rescEU au titre du CFP s'élèvera à 1 106 millions d'EUR.

80. Un programme Santé sera mis en place. L'enveloppe financière du programme Santé au titre du CFP s'élèvera à 1 670 millions d'EUR.

81. L'enveloppe financière allouée au programme "Europe créative" au titre du CFP s'élèvera à 1 642 millions d'EUR et l'enveloppe financière du programme "Justice, droits et valeurs" au titre du CFP s'élèvera à 841 millions d'EUR.

82. Le montant destiné à Eurojust sera supérieur d'au moins 10 % au niveau de 2020 en termes réels.

83. Des ressources suffisantes seront mises en place pour le Parquet européen et l'OLAF afin de garantir la protection des intérêts financiers de l'Union.

RUBRIQUE 3 - RESSOURCES NATURELLES ET ENVIRONNEMENT

84. Le financement au titre de cette rubrique est axé sur l'apport d'une valeur ajoutée par une politique agricole, maritime et de la pêche durable et modernisée, ainsi que par la poursuite de l'action pour le climat et la promotion de la protection de l'environnement et de la biodiversité. L'intégration des questions climatiques dans l'ensemble du budget et l'intégration accrue des objectifs environnementaux confèrent à cette rubrique un rôle déterminant dans la réalisation de l'objectif ambitieux qui consiste à porter à au moins 30 % la part des dépenses de l'UE contribuant à la réalisation des objectifs en matière de climat.

85. Les crédits d'engagement pour cette rubrique, qui comprend l'agriculture et la politique maritime ainsi que l'environnement et l'action pour le climat, ne dépasseront pas 356 374 millions d'EUR, dont 258 594 millions d'EUR seront affectés aux dépenses liées au marché et aux paiements directs. Les paiements directs au titre du règlement (UE) n° 1307/2013 et du règlement relatif aux plans stratégiques relevant de la PAC ne dépasseront pas 239 916 millions d'EUR.

RESSOURCES NATURELLES ET ENVIRONNEMENT						
(en millions d'EUR, prix de 2018)						
2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
55 242	52 214	51 489	50 617	49 719	48 932	48 161
dont: dépenses liées au marché et paiements directs						
38 564	38 115	37 604	36 983	36 373	35 772	35 183

Politique agricole commune

86. Une politique agricole commune (PAC) réformée et modernisée garantira l'accès à une alimentation sûre, de grande qualité, abordable, nutritive et diversifiée. Elle contribuera à la transition vers un secteur agricole durable sur les plans économique, environnemental et social et tourné vers le marché, ainsi qu'au développement de régions rurales dynamiques. La PAC continuera à réaliser les objectifs fixés dans les traités et à assurer un niveau de vie équitable aux agriculteurs. Elle tiendra en outre pleinement compte des exigences en matière de bien-être des animaux. Il y a lieu de prendre en compte la structure sociale de l'agriculture et les disparités structurelles et naturelles qui existent entre les différentes régions agricoles.

87. Un nouveau modèle de mise en œuvre regroupant les deux piliers au sein d'un instrument unique de programmation - le plan stratégique relevant de la PAC - fera en sorte que les objectifs communs fixés au niveau de l'UE soient atteints. Ce nouveau modèle accordera une plus grande marge de manœuvre aux États membres et contribuera à une simplification. La part des dépenses au titre de la PAC qui devrait être consacrée à l'action pour le climat est de 40 %.

88. La politique agricole commune pour la période 2021-2027 continuera de reposer sur la structure à deux piliers :

a) le premier pilier (I) (mesures de marché et paiements directs) fournira une aide directe aux agriculteurs et financera des mesures de marché. Il contribuera, en particulier au moyen d'une nouvelle architecture environnementale, à relever le niveau d'ambition de la politique agricole commune en matière d'environnement et de climat. Les mesures prises dans le cadre du premier pilier, comme pour la période de financement actuelle, seront financées entièrement par le budget de l'UE ;

b) le deuxième pilier (II) (développement rural) fournira des biens publics spécifiques en rapport avec l'environnement et le climat, améliorera la compétitivité des secteurs de l'agriculture et de la sylviculture, favorisera la diversification de l'activité économique et la qualité de la vie et du travail dans les zones rurales, y compris les zones soumises à des contraintes spécifiques. Les mesures prises dans le cadre du deuxième pilier seront cofinancées par les États membres.

Pilier I

Convergence externe

89. La convergence externe des paiements directs se poursuivra. Tous les États membres dont le niveau des paiements directs à l'hectare est inférieur à 90 % de la moyenne de l'UE réduiront de 50 % l'écart entre leur niveau moyen actuel et 90 % de la moyenne de l'UE en six étapes égales à partir de 2022. Cette convergence sera financée proportionnellement par tous les États membres. En outre, tous les États membres disposeront d'un niveau d'au moins 200 EUR par hectare en 2022 et tous les États membres atteignent au moins 215 EUR par hectare en 2027.

Plafonnement des paiements directs pour les grandes exploitations agricoles

90. Un plafonnement des paiements directs en faveur des grands bénéficiaires sera introduit, sur une base volontaire, à hauteur de 100 000 EUR. Il ne s'appliquera qu'à l'aide de base au revenu pour un développement durable. Lors de l'application du plafonnement, les États membres peuvent soustraire tous les coûts salariaux du montant de l'aide de base au revenu pour un développement durable par bénéficiaire.

Réserve agricole et discipline financière

91. Une réserve destinée à fournir une aide au secteur agricole aux fins de la gestion ou de la stabilisation du marché ou en cas de crise affectant la production ou la distribution dans le secteur agricole (dénommée "la réserve agricole") est constituée au début de chaque année dans le cadre du Fonds européen agricole de garantie (FEAGA). Le montant de la réserve agricole est de 450 millions d'EUR en prix courants au début de chaque année de la période 2021-2027. Les montants inutilisés de la réserve de crise dans le secteur agricole durant l'exercice 2020 seront reportés à l'exercice 2021, en vue d'alimenter la réserve (exercices précis à synchroniser avec la période transitoire de la PAC). Les crédits non engagés de la réserve agricole sont reportés afin de financer la réserve agricole. Si la réserve est utilisée, elle sera reconstituée au moyen des recettes existantes affectées au FEAGA, des marges disponibles au titre du sous-plafond du FEAGA ou, en dernier recours, du mécanisme de discipline financière.

92. Le mécanisme de discipline financière subsistera afin de veiller au respect du sous-plafond du FEAGA.

Flexibilité entre piliers

93. Les États membres peuvent décider d'affecter, au titre d'un soutien supplémentaire :

- en faveur de mesures relevant de la programmation du développement rural financées par le Feader durant les exercices 2022 à 2027, jusqu'à 25 % de leurs plafonds nationaux annuels établis à l'annexe IV du règlement du Parlement européen et du Conseil établissant des règles régissant l'aide aux plans stratégiques, après déduction des dotations pour le coton fixées à l'annexe VI pour les années civiles 2021 à 2026. Par conséquent, le montant correspondant ne sera plus disponible pour l'octroi de paiements directs. Le seuil peut être majoré de 15 points de pourcentage, à condition que les États membres utilisent les ressources supplémentaires correspondantes aux fins d'interventions financées par le Feader tendant à la réalisation des objectifs spécifiques liés à l'environnement et au climat, et de 2 points de pourcentage, à condition que les États membres utilisent les ressources supplémentaires correspondantes aux fins d'interventions financées par le Feader en faveur des jeunes agriculteurs ;
- jusqu'à 25 % de leur dotation au titre du Feader pour les exercices 2022 à 2027 vers leur dotation destinée aux paiements directs définie à l'annexe IV du règlement du Parlement européen et du Conseil établissant des règles régissant l'aide aux plans stratégiques pour les années civiles 2021 à 2026. Par conséquent, le montant correspondant ne sera plus disponible pour un soutien au titre du développement rural. Le seuil peut être porté à 30 % pour les États membres dont le niveau des paiements directs par hectare est inférieur à 90 % de la moyenne de l'UE.

Pilier II

Répartition de l'aide au développement rural

94. La dotation au titre du Feader pour la période 2021-2027 est de 77 850 millions d'EUR, dont 0,25 % seront utilisés pour l'assistance technique de la Commission. Pour les États membres qui sont confrontés à des problèmes structurels spécifiques dans leur secteur agricole ou qui ont fait des investissements importants dans des dépenses relevant du deuxième pilier ou qui doivent transférer des montants plus importants au premier pilier afin d'accroître le degré de convergence, les dotations supplémentaires suivantes seront prévues dans le cadre du montant global total : Belgique (100 millions d'EUR), Allemagne (650 millions d'EUR), Irlande (300 millions d'EUR), Grèce (300 millions d'EUR), Espagne (500 millions d'EUR), France (1 600 millions d'EUR), Croatie (100 millions d'EUR), Italie (500 millions d'EUR), Chypre (50 millions d'EUR), Malte (50 millions d'EUR), Autriche (250 millions d'EUR), Slovaquie (200 millions d'EUR), Slovénie (50 millions d'EUR), Portugal (300 millions d'EUR), Finlande (400 millions d'EUR).

Préfinancement du développement rural

95. Un préfinancement initial est versé en tranches réparties comme suit :

- a) en 2021* : 1 % du montant de l'intervention du Feader pour toute la durée du plan stratégique relevant de la PAC ;
- b) en 2022* : 1 % du montant de l'intervention du Feader pour toute la durée du plan stratégique relevant de la PAC ;
- c) en 2023* : 1 % du montant de l'intervention du Feader pour toute la durée du plan stratégique relevant de la PAC.

* (exercices précis à synchroniser avec la période transitoire de la PAC).

Taux de cofinancement pour l'aide au développement rural

96. Le taux de participation maximal du Feader, à fixer dans les plans stratégiques relevant de la PAC, est égal à :

- a) 80 % des dépenses publiques admissibles dans les régions ultrapériphériques et dans les îles mineures de la mer Égée au sens du règlement (UE) n° 229/2013 ;
- b) 85 % des dépenses publiques admissibles dans les régions moins développées ;
- c) 60 % des dépenses publiques admissibles dans les régions en transition ;
- d) 65 % des dépenses admissibles pour les paiements en faveur des zones soumises à des contraintes naturelles ou spécifiques ;

L'EURO

e) 43 % des dépenses publiques admissibles dans les autres régions.

Le taux de participation minimal du Feader est de 20 %. Un taux de cofinancement plus élevé, fixé à 80 %, s'applique pour les engagements en matière d'environnement et de climat et d'autres engagements en matière de gestion ; pour les zones soumises à des désavantages spécifiques résultant de certaines exigences obligatoires ; pour les investissements non productifs; pour l'appui au partenariat européen d'innovation et pour LEADER. Le taux de cofinancement de 100 % s'applique pour les fonds transférés au Feader.

Règles de dégage ment

97. La Commission dégage d'office toute part d'un engagement budgétaire pour des interventions liées au développement rural dans un plan stratégique relevant de la PAC qui n'a pas été utilisée au plus tard le 31 décembre de la deuxième année suivant celle de l'engagement budgétaire pour le préfinancement ou pour des paiements intermédiaires au titre des dépenses effectuées.

98. Les financements au titre de cette rubrique viendront également à l'appui du Fonds européen pour les affaires maritimes et la pêche, les financements étant axés sur la politique commune de la pêche (PCP), la politique maritime de l'Union et les engagements internationaux de l'Union dans le domaine de la gouvernance des océans, notamment dans le cadre du programme de développement durable à l'horizon 2030. Ils soutiendront par conséquent une pêche et une aquaculture durables, la conservation des ressources biologiques marines ainsi que les communautés locales qui en dépendent.

99. Cette rubrique financera en outre le programme pour l'environnement et l'action pour le climat, LIFE, qui apportera un appui supplémentaire à la préservation de la biodiversité, y compris Natura 2000, et la transformation de l'Union en une société propre, circulaire, économe en énergie, sobre en carbone et résiliente au changement climatique.

100. Afin de tenir compte des conséquences sociales et économiques de l'objectif consistant à parvenir à la neutralité climatique de l'UE à l'horizon 2050, il sera créé un mécanisme pour une transition juste comprenant un Fonds pour une transition juste. La dotation du Fonds pour une transition juste pour la période 2021-2027 s'élève à 7 500 millions d'EUR. La clé de répartition applicable au Fonds pour une transition juste sera conforme à la proposition de la Commission, y compris un montant maximal et une réduction proportionnée de l'intensité minimale de l'aide. L'accès au Fonds pour une transition juste sera limité à 50 % de la dotation nationale pour les États membres qui ne se sont pas encore engagés à mettre en œuvre l'objectif consistant à parvenir à une UE neutre pour le climat d'ici 2050, conformément aux objectifs de l'accord de Paris, les 50 % restants étant mis à disposition après acceptation d'un tel engagement.

RUBRIQUE 4 - MIGRATION ET GESTION DES FRONTIÈRES

101. Cette rubrique finance les mesures liées à la gestion des frontières extérieures, aux migrations et à l'asile, contribuant ainsi à la réalisation des programmes de Bratislava et de Rome. Une action coordonnée au niveau de l'UE apporte une importante valeur ajoutée européenne, le contrôle effectif des frontières extérieures étant une condition préalable pour assurer une gestion plus efficace des migrations et un niveau élevé de sécurité intérieure tout en préservant le principe de la libre circulation des personnes et des biens au sein de l'Union. Les programmes au titre de cette rubrique aideront l'Union européenne et ses États membres à mettre effectivement en œuvre une approche globale des migrations.

102. Les crédits d'engagement pour cette rubrique ne dépasseront pas 22 671 millions d'EUR :

MIGRATION ET GESTION DES FRONTIÈRES						
(en Mio EUR, prix de 2018)						
2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
2 324	2 811	3 164	3 282	3 672	3 682	3 736

Migrations

103. Le Fonds "Asile et migration" soutiendra les États membres dans leurs efforts pour accueillir les demandeurs d'asile et mettre en place des mesures d'intégration. Il contribuera également à l'élaboration d'une politique commune en matière d'asile et de migration et facilitera dans la pratique la gestion des migrations dans sa dimension extérieure, y compris les retours et le renforcement de la coopération avec les pays tiers, en

L'EURO

particulier ceux qui sont limitrophes de l'UE ou proches des frontières de l'UE. Des synergies seront mises en place avec la politique de cohésion, qui favorise l'intégration socioéconomique, avec la politique extérieure, qui s'occupe de la dimension extérieure, y compris des causes profondes des migrations, et dans le cadre de la coopération avec les pays tiers en matière de gestion des migrations et de sécurité.

104. La dotation du Fonds "Asile et migration" pour la période 2021-2027 s'élève à 8 705 millions d'EUR, et est utilisée comme suit :

a) 5 523 millions d'EUR seront alloués aux programmes nationaux mis en œuvre dans le cadre de la gestion partagée ;

b) 3 182 millions d'EUR seront alloués au mécanisme thématique.

Le mécanisme thématique comprend un important volet consacré à des mesures adaptées portant sur la dimension extérieure des migrations.

Les dotations aux États membres seront fondées sur des critères objectifs liés à l'asile, à la migration légale et à l'intégration ainsi qu'à la lutte contre la migration irrégulière, y compris aux retours, et seront actualisées en 2024 avec effet à compter de 2025 sur la base des dernières données statistiques disponibles.

Gestion des frontières

105. Le Fonds pour la gestion intégrée des frontières aidera les États membres dans l'exercice de la responsabilité partagée consistant à sécuriser les frontières extérieures tout en préservant la libre circulation des personnes dans l'Union, et facilitera le commerce légitime, ce qui contribuera à garantir la sûreté et l'efficacité de l'union douanière. Une synergie sera assurée avec les instruments de politique extérieure, afin de contribuer à la protection des frontières et à la gestion des migrations dans leur dimension extérieure dans le cadre de la coopération avec les pays tiers.

106. Compte tenu des besoins particuliers des États membres qui ont enregistré le plus grand nombre de demandes d'asile par habitant en 2018 et 2019, il convient de porter les montants fixes pour Chypre, Malte et la Grèce à 25 millions d'EUR dans le Fonds "Asile et migration" et à 25 millions d'EUR dans le Fonds pour la gestion intégrée des frontières.

107. La dotation du Fonds pour la gestion intégrée des frontières pour la période 2021-2027 s'élève à 5 505 millions d'EUR, et est utilisée comme suit :

a) 893 millions d'EUR pour l'instrument de soutien financier à l'acquisition d'équipements de contrôle douanier ;

b) 4 612 millions d'EUR pour l'instrument de soutien financier dans le domaine de la gestion des frontières et des visas, dont :

- 3 228 millions d'EUR seront alloués aux programmes nationaux relevant de la gestion partagée, dont 189 millions d'EUR pour le régime de transit spécial;
- 1 384 millions d'EUR seront alloués au mécanisme thématique.

Le mécanisme thématique comprend un important volet consacré à des mesures adaptées portant sur la dimension extérieure des migrations.

Les dotations aux États membres au titre du point b) seront fondées sur des critères objectifs liés aux frontières terrestres extérieures, aux frontières maritimes extérieures, aux aéroports et aux bureaux consulaires, et seront actualisées en 2024 avec effet à compter de 2025 sur la base des dernières données statistiques disponibles pour ces critères.

108. Ces mesures seront complétées par le renforcement de l'Agence européenne de garde-frontières et de garde-côtes, avec une enveloppe totale d'un montant de 5 148 millions d'EUR, et par l'augmentation des contributions en nature des États membres en vue de soutenir les États membres situés en première ligne.

RUBRIQUE 5 - SÉCURITÉ ET DÉFENSE

109. Les mesures au titre de cette rubrique constituent des programmes axés sur la sécurité et la défense pour lesquels la coopération au niveau de l'Union apporte une grande valeur ajoutée, compte tenu de l'évolution de la situation géopolitique et des nouvelles priorités politiques de l'UE. Il s'agit notamment de mesures concernant la sécurité intérieure, la réaction aux crises et le déclassement d'installations nucléaires, ainsi que dans le domaine de la défense.

110. Le niveau des engagements pour cette rubrique ne dépassera pas 13 185 millions d'EUR :

RUBRIQUE 5 - SÉCURITÉ ET DÉFENSE						
(en Mio EUR, prix de 2018)						
2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
1 700	1 725	1 737	1 754	1 928	2 078	2 263

Sécurité

111. Le financement au titre de cette rubrique soutiendra le Fonds pour la sécurité intérieure, qui contribuera à assurer un niveau élevé de sécurité dans l'Union, en particulier en s'attachant à prévenir et combattre le terrorisme et la radicalisation, la grande criminalité organisée et la cybercriminalité, ainsi qu'à aider et protéger les victimes de la criminalité. Il financera également des mesures portant sur la dimension extérieure de la gestion des migrations dans le cadre de la lutte contre l'immigration illégale et la traite des êtres humains.

112. La dotation du Fonds pour la sécurité intérieure pour la période 2021-2027 s'élève à 1 705 millions d'EUR, et est utilisée comme suit :

a) 1 194 millions d'EUR seront alloués aux programmes nationaux mis en œuvre dans le cadre de la gestion partagée ;

b) 511 millions d'EUR seront alloués au mécanisme thématique.

Le mécanisme thématique comprend un important volet consacré à des mesures adaptées portant sur la dimension extérieure des migrations.

113. Afin de contribuer à la sûreté nucléaire en Europe, un soutien spécifique sera accordé au déclassement des centrales nucléaires suivantes :

- 490 millions d'EUR pour Ignalina, en Lituanie, pour la période 2021-2027, avec un taux de contribution de l'UE de 86 % ;

- 50 millions d'EUR pour Bohunice, en Slovaquie, pour la période 2021-2025, avec un taux de contribution maximal de l'UE de 50 % ;

- 57 millions d'EUR pour Kozloduy, en Bulgarie, pour la période 2021-2027, avec un taux de contribution maximal de l'UE de 50 %.

En outre, un montant de 448 millions d'EUR sera fourni pour la sûreté nucléaire et le déclassement des propres installations de l'UE.

114. Le montant destiné à Europol sera supérieur d'au moins 10 % au niveau de 2020 en termes réels.

Défense

115. Le financement au titre de cette rubrique comprendra également une contribution financière de 7 014 millions d'EUR au Fonds européen de la défense (FED), qui vise à renforcer la compétitivité, l'efficacité et la capacité d'innovation de la base industrielle et technologique de défense européenne en soutenant des actions collaboratives et la coopération transfrontière dans toute l'Union, à chaque étape du cycle industriel de produits et de technologies de défense. La conception des programmes assurera la participation des industries de défense de toutes tailles, y compris les PME et les sociétés à moyenne capitalisation, de l'ensemble de l'Union, ce qui renforcera et améliorera les chaînes d'approvisionnement et de valeur de la défense. Ces programmes contribuent à l'autonomie stratégique de l'Union européenne et à la capacité de coopérer avec des partenaires stratégiques, et soutiennent des projets conformes aux priorités en matière de capacités de défense arrêtées d'un commun accord par les États membres, y compris dans le cadre de la politique étrangère et de sécurité commune et en particulier dans le contexte du plan de développement des capacités.

116. Une contribution financière de 1 500 millions d'EUR sera apportée au mécanisme pour l'interconnexion en Europe en vue d'adapter les réseaux RTE-T aux besoins en matière de mobilité militaire.

RUBRIQUE 6 - LE VOISINAGE ET LE MONDE

117. Cette rubrique finance l'action extérieure de l'Union et l'aide aux pays qui se préparent à adhérer à l'Union. Une coordination plus étroite entre politiques intérieures et politiques extérieures permettra d'assurer la bonne mise en œuvre du programme de développement durable à l'horizon 2030, de l'accord de Paris sur le climat, de la stratégie globale de l'UE, du consensus européen pour le développement, de la politique européenne de voisinage, ainsi que de la dimension extérieure des migrations, y compris le cadre de partenariat avec les pays

L'EURO

tiers dans le domaine de la migration. La modernisation de la politique extérieure démontrera la valeur ajoutée de l'Union en renforçant l'efficacité et la visibilité et en faisant en sorte que l'Union soit mieux à même de défendre ses objectifs et ses valeurs à l'échelon mondial, en coordination étroite avec les États membres.

118. Les dépenses pour l'Afrique subsaharienne, les Caraïbes et le Pacifique actuellement financées au moyen de l'actuel Fonds européen de développement seront intégrées dans cette rubrique.

119. Les crédits d'engagement pour cette rubrique ne dépasseront pas 98 419 millions d'EUR :

LE VOISINAGE ET LE MONDE						
(en Mio EUR, prix de 2018)						
2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
15 309	15 522	14 789	14 056	13 323	12 592	12 828

Action extérieure

120. Afin d'accroître la cohérence, la transparence, la flexibilité et l'efficacité de la coopération extérieure de l'UE, la plupart des instruments existants seront fusionnés au sein d'un instrument de voisinage, de coopération au développement et de coopération internationale avec une enveloppe financière totale d'un montant de 70 800 millions d'EUR, ventilés comme suit :

- i. programmes géographiques: 53 805 millions d'EUR, dont au moins 17 217 millions d'EUR pour le voisinage, tout en maintenant un équilibre géographique adéquat, et au moins 26 000 millions d'EUR pour l'Afrique subsaharienne ;
- ii. 5 665 millions d'EUR pour les programmes thématiques ;
- iii. 2 835 millions d'EUR pour des actions de réaction rapide ;
- iv. 8 495 millions d'EUR pour la réserve de fonds correspondant à des priorités et des défis émergents, qui permettra de faire face à des circonstances imprévues, à des besoins nouveaux ou à des défis émergents, par exemple des situations de crise et d'après-crise ou des pressions migratoires, ou de promouvoir de nouvelles initiatives ou priorités internationales ou menées sous l'égide de l'Union.

121. Dans des conditions similaires à celles qui régissent l'actuel Fonds européen de développement, et pour la période 2021-2027, les crédits d'engagement et de paiement inutilisés au titre de cet instrument seront d'office reportés à l'exercice suivant, et les crédits dégagés pourront être reconstitués.

122. Le financement extérieur sera soumis à des règles de conditionnalité, notamment en ce qui concerne le respect des principes de la charte des Nations unies et du droit international.

123. La dotation de l'instrument d'aide humanitaire, qui assure la fourniture de l'aide de l'UE pour sauver et préserver des vies, éviter des souffrances humaines et protéger les populations victimes de catastrophes naturelles ou de crises d'origine humaine, s'élèvera à 9 760 millions d'EUR.

124. L'action extérieure permettra également de financer une contribution financière de 2 375 millions d'EUR destinée à la politique étrangère et de sécurité commune et de 444 millions d'EUR destinée aux pays et territoires d'outre-mer, y compris le Groenland.

Aide de préadhésion

125. La dotation de l'instrument d'aide de préadhésion, qui apporte un soutien aux bénéficiaires dans les efforts qu'ils déploient pour satisfaire aux critères d'adhésion, s'élèvera à 12 565 millions d'EUR.

Facilité européenne pour la paix

126. Une facilité européenne pour la paix sera établie en tant qu'instrument extrabudgétaire destiné à financer des mesures dans le domaine de la sécurité et de la défense que le Conseil pourrait décider de prendre, en remplacement de l'actuelle facilité de soutien à la paix pour l'Afrique et du mécanisme Athena. Le plafond financier pour la facilité pour la période 2021-2027 sera de 5 000 millions d'EUR et sera financé en tant que poste extrabudgétaire en dehors du CFP par des contributions des États membres sur la base d'une clé de répartition fondée sur le RNB.

RUBRIQUE 7 - ADMINISTRATION PUBLIQUE EUROPÉENNE

127. Une administration publique européenne hautement professionnelle, recrutée sur une base géographique aussi large que possible, joue un rôle crucial pour aider l'Union à honorer ses priorités et à mettre en œuvre des politiques et des programmes dans l'intérêt européen commun. Dans le même temps, s'il convient de rappeler les efforts de réforme passés et en cours, les citoyens européens attendent de toute administration publique et de son personnel qu'ils soient aussi efficaces que possible. Dans le cadre d'une Union à 27 États membres, il est nécessaire de consolider en permanence ces réformes et d'améliorer constamment l'efficacité et l'efficacé de l'administration publique européenne.

128. Les crédits d'engagement pour cette rubrique, qui comprend les dépenses administratives des institutions, les frais des écoles européennes et les retraites, ne dépasseront pas 73 102 millions d'EUR :

ADMINISTRATION PUBLIQUE EUROPÉENNE						
(en Mio EUR, prix de 2018)						
2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
10 021	10 215	10 342	10 454	10 554	10 673	10 843
dont: dépenses administratives des institutions						
7 742	7 878	7 945	7 997	8 025	8 077	8 188

Les plafonds seront fixés de manière à éviter des marges excessives et à prendre en compte les prévisions concernant les adaptations des rémunérations, les évolutions de carrière et les charges de retraite, et d'autres hypothèses pertinentes.

129. Les dépenses d'appui aux programmes devraient, conformément à la pratique actuelle et passée, continuer à être liées aux dépenses opérationnelles dans les limites des enveloppes des programmes ou domaines d'action concernés. Afin d'accroître la transparence et le contrôle, les dépenses administratives et d'appui aux programmes devraient être surveillées et déclarées pour toutes les rubriques, régulièrement et de manière globale. Dans le contexte d'une Union à 27 États membres, toutes les institutions de l'UE devraient adopter une approche globale et ciblée pour examiner le nombre de membres du personnel et sont invitées à réduire les dépenses administratives dans la mesure du possible.

130. L'ensemble des institutions, organes et agences de l'UE et leurs administrations devraient procéder régulièrement à une analyse de la situation du personnel qui garantisse l'optimisation des ressources en personnel au niveau actuel et devraient continuer à rechercher des gains d'efficacité en ce qui concerne les dépenses non liées aux rémunérations, y compris par le renforcement de la coopération interinstitutionnelle, par exemple dans le domaine des technologies de l'information, des marchés publics et des bâtiments, et par le gel des dépenses non liées aux rémunérations.

131. Eu égard au fait que la réforme du statut des fonctionnaires de 2013 comporte des dispositions claires et précises, les rapports sur la réforme actuelle et l'évaluation nécessaire de celle-ci doivent servir de base à toute éventuelle révision ultérieure du statut. La Commission est invitée, dans son évaluation et ses éventuelles propositions ultérieures, à traiter de questions telles que les évolutions de carrière, l'importance et la durée des indemnités, l'adéquation du système fiscal, le prélèvement de solidarité ainsi que la viabilité du système des retraites.

132. Pour mieux maîtriser et gérer les dépenses administratives, les gains d'efficacité et les mesures destinées à améliorer l'efficacité appliqués dans des administrations comparables pourraient servir de référence.

Flexibilité : instruments spéciaux thématiques

133. Une certaine flexibilité sera également rendue possible par des instruments spéciaux thématiques spécifiques fournissant des moyens financiers supplémentaires pour faire face à des événements imprévus donnés. Ces instruments étant par nature uniquement utilisés en cas de nécessité, il convient de fixer des critères clairs pour leur mobilisation. Dans l'esprit de l'objectif global de consolidation et de rationalisation des dépenses de l'UE, il y a lieu d'éviter tout chevauchement tant entre ces instruments qu'avec les programmes de dépenses, ainsi que d'explorer de nouvelles synergies. Il convient de simplifier et d'harmoniser les règles

complexes concernant le redéploiement de montants entre les instruments ainsi que le report des montants inutilisés aux exercices suivants.

134. Sans préjudice du dispositif de marge unique, le montant total maximal des instruments spéciaux pour la période 2021-2027, en dehors des plafonds, sera de 20 106 millions d'EUR, afin de pouvoir faire face à de nouvelles priorités et à des événements imprévus compte tenu de l'évolution rapide de la situation à la suite de la COVID-19, dont 5 000 millions d'EUR seront disponibles pour la création d'une réserve spéciale d'ajustement au Brexit destinée à parer aux conséquences négatives dans les États membres et les secteurs les plus durement touchés. La Commission est invitée à présenter une proposition d'ici novembre 2020.

135. La dotation du Fonds européen d'ajustement à la mondialisation, un instrument de solidarité et d'aide d'urgence qui offre une assistance ponctuelle aux travailleurs ayant perdu leur emploi dans le cadre de restructurations liées à la mondialisation, y compris celles causées par l'automatisation et la transformation numérique, n'excède pas un montant annuel maximal de 186 millions d'EUR (prix de 2018). Les montants seront mobilisés au-delà des plafonds fixés dans le CFP pour les engagements et les paiements.

136. Une nouvelle enveloppe "réserve de solidarité et d'aide d'urgence" devrait couvrir le Fonds de solidarité de l'UE (FSUE) et la réserve d'aide d'urgence. Elle pourra servir à répondre, au titre du FSUE, à des situations d'urgence résultant de catastrophes majeures survenues dans des États membres ou dans des pays en voie d'adhésion, ainsi qu'à répondre rapidement à des besoins urgents spécifiques dans l'Union ou dans des pays tiers, à la suite d'événements qui n'étaient pas prévisibles, en particulier les interventions d'urgence et les crises humanitaires (réserve d'aide d'urgence). Il convient de fixer des critères et modalités précis pour son utilisation. La dotation annuelle de la réserve est fixée à 1 200 millions d'EUR (prix de 2018). Les virements destinés à permettre la mobilisation de la réserve sont décidés par le Parlement européen et le Conseil, sur proposition de la Commission. La réserve est inscrite au budget général de l'Union à titre de provision. La dotation annuelle peut être utilisée jusqu'à l'exercice n+1. Le montant issu de l'exercice précédent est utilisé en premier.

Les montants seront mobilisés au-delà des plafonds fixés dans le CFP pour les engagements et les paiements. Au 1er octobre de chaque année, au moins un quart du montant annuel pour l'exercice n reste disponible pour couvrir les besoins qui se manifesteront jusqu'à la fin de ladite année. À partir du 1er octobre, le restant du montant disponible peut être mobilisé en faveur d'opérations internes ou externes, pour couvrir les besoins qui se manifesteront jusqu'à la fin de ladite année.

Flexibilité : instruments spéciaux non thématiques

137. La marge globale pour les engagements (MGE), la marge globale pour les paiements (MGP) et la marge pour imprévus seront remplacées par un dispositif de marge unique. Ce dispositif sera à même de recourir à des engagements et/ou des paiements, en utilisant :

- en premier lieu, les marges d'une ou plusieurs rubriques du CFP laissées disponibles sous les plafonds du CFP des exercices antérieurs à partir de l'exercice 2021, qui seront mobilisées durant la période 2022-2027 et qui seront entièrement compensées sur les marges des exercices précédents respectifs ;

- uniquement si les montants disponibles en application du premier tiret, le cas échéant, sont insuffisants, et en dernier recours, un montant supplémentaire entièrement compensé sur les marges pour l'exercice en cours ou les exercices futurs. Les montants ainsi compensés ne sont plus mobilisables dans le contexte du CFP.

À l'exception des marges de paiement visées au premier tiret, les montants peuvent être mobilisés au-delà des plafonds annuels respectifs en rapport avec un budget rectificatif ou annuel pour permettre la prise en charge de dépenses imprévues spécifiques qui ne pourraient être financées dans les limites des plafonds disponibles. Pour les marges de paiement visées au premier tiret, la Commission ajuste à la hausse les plafonds des paiements pour la période 2022-2027 de montants correspondant à la différence entre les paiements exécutés et le plafond des paiements fixé dans le CFP pour l'exercice n-1, dans le cadre de l'ajustement technique annuel du cadre financier.

Le montant annuel total mobilisé pour ce dispositif en rapport avec un budget rectificatif ou annuel n'excède pas 0,04 % du RNB de l'UE en engagements et 0,03 % du RNB de l'UE en paiements, et est compatible avec le plafond des ressources propres.

En outre, l'ajustement annuel à la hausse du plafond des paiements ne dépasse pas les montants suivants (prix de 2018) pour la période 2025-2027 par rapport au plafond initial des paiements des exercices concernés :

2025 – 8 000 millions d'EUR

2026 – 13 000 millions d'EUR

2027 – 15 000 millions d'EUR.

138. L'instrument de flexibilité sera un instrument non thématique destiné à permettre la prise en charge de dépenses d'engagement imprévues spécifiques et des paiements correspondants qui ne pourraient être financés autrement. Le plafond annuel de l'instrument de flexibilité sera fixé à 772 millions d'EUR (prix de 2018). La dotation annuelle peut être utilisée jusqu'à l'exercice n+2. Le montant issu des exercices précédents est utilisé en premier, dans l'ordre d'ancienneté.

Les montants seront mobilisés au-delà des plafonds fixés dans le CFP pour les engagements et les paiements.

139. Il n'y a aucun financement pour les instruments spéciaux à partir des dégagements.

3. PARTIE II: RECETTES

140. Les arrangements relatifs aux ressources propres devraient être guidés par les objectifs généraux de simplicité, de transparence et d'équité, y compris le partage équitable de la charge. Le montant total des ressources propres attribué au budget de l'Union pour couvrir les crédits annuels de paiement ne dépasse pas 1,40 % de la somme des RNB de tous les États membres. Le montant total des crédits annuels d'engagement ne dépasse pas 1,46 % de la somme des RNB de tous les États membres. Une relation ordonnée est maintenue entre crédits d'engagement et crédits de paiement.

141. Le nouveau système des ressources propres de l'Union européenne entrera en vigueur le premier jour du premier mois suivant la réception de la notification de l'achèvement des procédures pour son adoption par le dernier État membre. Tous ses éléments s'appliqueront à titre rétroactif à compter du 1er janvier 2021. Les États membres procéderont à l'approbation de la nouvelle décision relative aux ressources propres dès que possible, conformément à leurs exigences constitutionnelles nationales.

142. En ce qui concerne le règlement du Conseil relatif aux modalités et à la procédure de mise à disposition des ressources propres et aux mesures visant à faire face aux besoins de trésorerie, la Commission est invitée à évaluer l'opportunité de présenter une proposition en vue de sa révision afin de relever les défis liés à la mise à disposition des ressources propres.

Ressources propres traditionnelles

143. À compter du 1er janvier 2021, les États membres conservent, à titre de frais de perception, 25 % des montants qu'ils ont perçus.

Ressource propre fondée sur la TVA

144. L'actuelle ressource propre fondée sur la TVA sera remplacée par la méthode de substitution simplifiée et affinée de la Commission de janvier 2019, avec un taux uniforme de 0,3 % qui s'appliquera aux assiettes TVA de tous les États membres, déterminées conformément à la méthode affinée proposée par la Commission. Pour chaque État membre, l'assiette TVA à prendre en compte à cette fin n'excède pas 50 % du revenu national brut.

Nouvelles ressources propres

145. Au cours des prochaines années, l'Union s'efforcera de réformer le système des ressources propres et d'introduire de nouvelles ressources propres.

146. Dans un premier temps, une nouvelle ressource propre sera mise en place et s'appliquera à partir du 1er janvier 2021 ; elle sera composée d'une part des recettes provenant d'une contribution nationale calculée en fonction du poids des déchets d'emballages en plastique non recyclés, avec un taux d'appel de 0,80 EUR par kilogramme ainsi qu'un mécanisme visant à éviter un effet excessivement régressif sur les contributions nationales.

147. Au cours du premier semestre de 2021, la Commission présentera, en tant que ressources propres supplémentaires, des propositions relatives à un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières et à une redevance numérique, en vue de leur introduction au plus tard le 1er janvier 2023.

148. La Commission est invitée à présenter une proposition révisée relative au système d'échange de quotas d'émission, éventuellement étendu à l'aviation et au transport maritime.

149. Enfin, l'Union s'efforcera, au cours du prochain CFP, de mettre en place d'autres ressources propres, qui pourraient inclure une taxe sur les transactions financières.

150. Le produit des nouvelles ressources propres introduites après 2021 sera utilisé pour le remboursement anticipé des emprunts contractés dans le cadre de Next Generation EU. La Commission est invitée à proposer une révision du CFP à cet effet en temps utile.

Ressource propre fondée sur le RNB

151. La méthode consistant à appliquer un taux d'appel uniforme pour déterminer les contributions des États membres à la ressource propre existante fondée sur le revenu national brut (RNB) demeurera inchangée, sans préjudice du point 152.

Corrections

152. Pour la période 2021-2027, des corrections forfaitaires réduiront la contribution annuelle fondée sur le RNB du Danemark, des Pays-Bas, de l'Autriche et de la Suède, et, dans le contexte du soutien pour la reprise et la résilience, de l'Allemagne également. Les États membres concernés bénéficient d'une réduction brute de leur contribution annuelle fondée sur le revenu national brut aux prix de 2020 d'un montant de:

- Danemark : 377 millions d'EUR ;
- Allemagne : 3 671 millions d'EUR ;
- Pays-Bas : 1 921 millions d'EUR ;
- Autriche : 565 millions d'EUR ;

L'EURO

- Suède : 1 069 millions d'EUR ;

153. Ces réductions brutes sont financées par tous les États membres en fonction de leur RNB.

ANNEXE DE L'ANNEXE

CADRE FINANCIER PLURIANNUEL (EU-27)

(en Mio EUR - prix courants)

Crédits d'engagement	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Total 2021-2027
1. Marché unique, innovation et numérique	20 919	21 288	21 125	20 984	21 272	21 847	22 077	149 512
2. Cohésion, résilience et valeurs	52 786	55 314	57 627	60 761	63 387	66 536	70 283	426 694
2a. Cohésion économique, sociale et territoriale	48 191	49 739	51 333	53 077	54 873	56 725	58 639	372 577
2b. Résilience et valeurs	4 595	5 575	6 294	7 684	8 514	9 811	11 644	54 117
3. Ressources naturelles et environnement	58 624	56 519	56 849	57 003	57 112	57 332	57 557	400 996
dont: dépenses liées au marché et paiements directs	40 925	41 257	41 518	41 649	41 782	41 913	42 047	291 091
4. Migration et gestion des frontières	2 467	3 043	3 494	3 697	4 218	4 315	4 465	25 699
5. Sécurité et défense	1 805	1 868	1 918	1 976	2 215	2 435	2 705	14 922
6. Le voisinage et le monde	16 247	16 802	16 329	15 830	15 304	14 754	15 331	110 597
7. Administration publique européenne	10 635	11 058	11 419	11 773	12 124	12 506	12 959	82 474
dont: dépenses administratives des institutions	8 216	8 528	8 772	9 006	9 219	9 464	9 786	62 991
TOTAL DES CRÉDITS D'ENGAGEMENT	163 483	165 892	168 761	172 024	175 632	179 725	185 377	1 210 894

TOTAL DES CRÉDITS DE PAIEMENT	166 140	167 585	165 542	168 853	172 230	175 674	179 187	1 195 211
--------------------------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	------------------

HORS CFP	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Total 2021-2027
Réserve de solidarité et d'aide d'urgence	1 273	1 299	1 325	1 351	1 378	1 406	1 434	9 467
Fonds européen d'ajustement à la mondialisation (FEM)	197	201	205	209	214	218	222	1 467
Réserve d'ajustement au Brexit	p.m.	p.m.	p.m.	p.m.	p.m.	p.m.	p.m.	5 306
Instrument de flexibilité	819	836	852	869	887	905	923	6 091
TOTAL HORS CFP	2 290	2 336	2 383	2 430	2 479	2 528	2 579	22 331
TOTAL CFP + HORS CFP	165 773	168 228	171 144	174 454	178 111	182 253	187 956	1 233 225

*Le total pour la réserve d'ajustement au Brexit en prix courants est fondé sur un déflateur de 2 %, en supposant que la totalité de l'enveloppe est disponible en 2021. Cela est sans préjudice de la future proposition juridique.

CADRE FINANCIER PLURIANNUEL (EU-27)

(en Mio EUR - prix de 2018)

Crédits d'engagement	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Total 2021-2027
1. Marché unique, innovation et numérique	19 712	19 666	19 133	18 633	18 518	18 646	18 473	132 781
2. Cohésion, résilience et valeurs	49 741	51 101	52 194	53 954	55 182	56 787	58 809	377 768
2a. Cohésion économique, sociale et territoriale	45 411	45 951	46 493	47 130	47 770	48 414	49 066	330 235
2b. Résilience et valeurs	4 330	5 150	5 701	6 824	7 412	8 373	9 743	47 533
3. Ressources naturelles et environnement	55 242	52 214	51 489	50 617	49 719	48 932	48 161	356 374
dont: dépenses liées au marché et paiements directs	38 564	38 115	37 604	36 983	36 373	35 772	35 183	258 594
4. Migration et gestion des frontières	2 324	2 811	3 164	3 282	3 672	3 682	3 736	22 671
5. Sécurité et défense	1 700	1 725	1 737	1 754	1 928	2 078	2 263	13 185
6. Le voisinage et le monde	15 309	15 522	14 789	14 056	13 323	12 592	12 828	98 419
7. Administration publique européenne	10 021	10 215	10 342	10 454	10 554	10 673	10 843	73 102
dont: dépenses administratives des institutions	7 742	7 878	7 945	7 997	8 025	8 077	8 188	55 852
TOTAL DES CRÉDITS D'ENGAGEMENT	154 049	153 254	152 848	152 750	152 896	153 390	155 113	1 074 300

TOTAL DES CRÉDITS DE PAIEMENT	156 557	154 822	149 936	149 936	149 936	149 936	149 936	1 061 058
--------------------------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	------------------

HORS CFP	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Total 2021-2027
Réserve de solidarité et d'aide d'urgence	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200	8 400
Fonds européen d'ajustement à la mondialisation (FEM)	186	186	186	186	186	186	186	1 302
Réserve d'ajustement au Brexit	p.m.	p.m.	p.m.	p.m.	p.m.	p.m.	p.m.	5 000
Instrument de flexibilité	772	772	772	772	772	772	772	5 404
TOTAL HORS CFP	2 158	2 158	2 158	2 158	2 158	2 158	2 158	20 106
TOTAL CFP + HORS CFP	156 207	155 412	155 006	154 908	155 054	155 548	157 271	1 094 406

Je reproduis ci-après le commentaire personnel que je fais dans mon document sur « Les paris pour sauver l'euro » :

Une fois de plus, il sera prouvé que l'Europe avance à coups de crises successives. Et à chaque fois ce sont des « accouchements dans la douleur ».

Cette fois-ci, la crise est inédite à plus d'un titre (voir notre document sur l'Histoire de l'euro n° 13). La crise, au départ sanitaire, devient économique sous l'effet de décisions gouvernementales : pour éviter que la pandémie ne prenne des proportions ingérables, il faut procéder à un confinement plus ou moins strict ; d'où des conséquences inévitables sur l'activité économique générale. Et pour éviter maintenant que la récession forcée devienne une dépression insurmontable, tous les États, secondés efficacement par les Banques centrales, s'engagent dans des politiques de type keynésien de soutien massif à leurs économies, entreprises et ménages, en multipliant les plans de relance et en laissant donc filer les déficits publics et le niveau des dettes, privées et publiques. Paradoxalement, pour l'Europe, cette crise gravissime est l'occasion d'une salutaire prise de conscience : l'UE et la zone euro peuvent s'effondrer si leurs responsables ne mettent pas tous les moyens possibles pour leur donner la résilience nécessaire à leur survie. C'est triste à dire mais c'est dans des moments où le pire peut arriver que le courage politique peut faire des miracles. C'est ce qui s'est passé lors du Conseil européen des 17, 18, 19, 20 et 21 juillet 2020. Les conclusions de ce Conseil font faire à la construction européenne un bond en avant d'une importance décisive puisqu'elles la conduisent sur la route du fédéralisme : pour reprendre les termes des articles A3, A5 et A6, la Commission est autorisée à emprunter des fonds au nom de l'Union sur les marchés de capitaux pour le montant de 750 milliards d'euros, se répartissant entre 390 milliards de subventions et 360 milliards de prêts. On a donc affaire à deux révolutions : il y a en effet à la fois naissance d'une dette « fédérale » et réalisation de transferts en direction des régions et secteurs les plus touchés par la crise du Covid-19. Mais ces conclusions, tout aussi remarquables et importantes qu'elles soient, sont le résultat d'un compromis, qui a pris énormément de temps puisque ce conseil est le plus long de l'histoire de l'UE... Cela signifie qu'il y a malgré tout des raisons pour que ces conclusions laissent un goût un peu amer dans la bouche. D'abord, la longueur des négociations prouve qu'il existe bel et bien de profondes fractures entre les États membres et pas seulement entre les pays « frugaux » et les autres. Ensuite, l'article A4 affirme nettement que, comme il s'agit d'une « réponse exceptionnelle à des circonstances temporaires mais extrêmes, le pouvoir d'emprunter conféré à la Commission est clairement limité en termes de volumes, de durée et de portée ». Enfin, si l'acceptation du principe d'une dette fédérale est selon nous un progrès considérable, les conclusions du Conseil sont beaucoup moins encourageantes sur la question du remboursement de cette dette. Les Conclusions parlent à plusieurs reprises de « nouvelles ressources propres » mais renvoient à une décision les concernant : au point 145, il est mentionné qu'« au cours des prochaines années, l'Union s'efforcera de réformer le système des ressources propres et d'introduire de nouvelles ressources propres » et les alinéas suivants évoquent une contribution sur les déchets d'emballages plastiques non recyclés, une redevance numérique, une taxe carbone, une taxe sur les transactions financières... À voir les difficultés rencontrées lors du Conseil de ce mois de juillet 2020, on appréhende d'avance celles qui surgiront lors de négociations sur ces « nouvelles ressources propres ». On pourra réellement parler de fédéralisme budgétaire quand non seulement l'Union pourra émettre des dettes en son nom mais pourra aussi prélever elle-même des impôts (rappelons qu'actuellement les recettes du budget de l'Union sont constituées pour les 3/4 des « ressources RNB » c'est-à-dire des contributions que

chaque État membre verse en fonction de son poids économique, le reste étant constitué de droits de douane et de la « ressource TVA »). Le chemin vers une Europe fédérale promet d'être encore long et accidenté. Faudra-t-il une nouvelle crise, peut-être encore plus grave si c'est possible, pour faire un pas de plus ??

Le jeudi 23 (juillet 2020), Le Monde publie un article de l'historien Sylvain Kahn dont le titre est porteur d'un enthousiasme communicatif : « L'Union européenne est maintenant un État ». Je ne suis pas sûr que ce titre corresponde à la réalité puisque, comme je viens de le montrer, nous n'avons pas encore un fédéralisme budgétaire complet. Mais l'analyse de S. Kahn est intéressante au moins à deux titres. D'abord, il explique que « cet avènement de l'État européen s'inscrit dans l'histoire de l'État en Europe. Cette histoire est souvent réduite à celle des États-nations européens depuis la Révolution française. Or, l'histoire de l'État en Europe s'étend sur plus de dix siècles. Elle inclut de nombreuses formes prises par l'État et une pluralité d'États dont chacun possède sa propre singularité, aussi spécifiques et différents que, par exemple, le Saint-Empire romain germanique, la République de Venise, le Royaume polono-lituanien, le Portugal ou les Provinces-Unies.

On pourrait qualifier d'« État baroque » la jeune UE. Le baroque, grand mouvement artistique européen, s'oppose au classicisme par le contournement des règles et la subversion des formes, le mélange des genres et le recours à l'exception. C'est le cas de l'Union européenne, qui échappe à la classification traditionnelle des systèmes politiques comme des entités territoriales étatiques et se distingue par sa stimulante singularité. À partir de cultures étatiques héritées d'une histoire longue et d'une géographie politique morcelée, les Européens contemporains inventent la mutualisation de la souveraineté.

(...) Les Européens ne forment pas une nation mais une société. Ils construisent depuis quelques décennies à peine un État qui correspond à celle-ci, pluraliste, inédit et tourné vers le futur ». Et ensuite il conclut : « À partir de maintenant, les Européens vont pouvoir sortir du débat idéologique hors-sol sur le point de savoir si l'existence de l'UE est pertinente et entrer dans le débat citoyen qui se confronte au réel sur la question : sommes-nous satisfaits des choix politiques et des politiques publiques effectués par le « gouvernement » européen ? ».

Retenons ces réflexions qui donnent du recul et de la hauteur à la thématique de l'UE et cette belle idée de « mutualisation de la souveraineté ». Cet article me permet aussi de terminer mon propos sur une note franchement optimiste...

Lundi 27, publication sur Figarovox, d'une tribune de Jean-Loup Bonnamy intitulée : « Les concepteurs de l'euro avaient mis la charrue avant les bœufs », expression utilisée dans cet Histoire de l'euro il y a maintenant fort longtemps (<https://www.lefigaro.fr/voix/politique/les-concepteurs-de-l-euro-avaient-mis-la-charrue-avant-les-boeufs-20200727>).

De nombreux arguments avancés dans cette tribune rejoignent ceux qui sont développés ici-même. Comme nous, il estime que « le problème principal est que l'euro est une union monétaire sans union politique. (...) L'euro est la seule grande monnaie au monde à ne correspondre à aucun État uni, souverain et cohérent ». L'auteur considère de son côté que c'est une erreur de la part des responsables français de « persister dans le schéma obsolète du dialogue franco-allemand » (nous avons ici mentionné et commenté l'ouvrage de Coralie Delaume, « le couple franco-allemand n'existe

L'EURO

pas ») et en tire pour conséquence l'opportunité qu'il y aurait pour la France de prendre la tête d'une « union latine » (avec un « euro du Sud »), thème également abordé dans le présent document. L'analyse de Jean-Loup Bonnamy se sépare nettement de celle soutenue ici et dans d'autres documents (en particulier « les paris pour sauver l'euro ») d'abord quand il considère que « en perdant sa souveraineté sur cet instrument stratégique majeur qu'est la monnaie, la France s'est liée les mains et a fortement diminué sa réactivité, son indépendance et son efficacité » et ensuite quand il considère que « pour remédier à ce problème, il faudrait construire un véritable État européen. Or, cela ne risque pas d'arriver. Les différences culturelles et linguistiques au sein de l'Union sont gigantesques. Les peuples sont de plus en plus sceptiques quant au projet européen ». Certes, il a raison de dire qu'« à cette absence d'unité politique s'ajoute une totale absence d'harmonie fiscale, budgétaire et sociale, qui affaiblit encore davantage l'euro. (...) On entend souvent dire que les États doivent converger pour s'adapter à l'euro, mais cela ne se décide pas d'un coup de baguette magique. (...) Bref, les concepteurs de l'euro ont mis la charrue avant les bœufs et ont sauté les étapes pour construire artificiellement une union monétaire sans d'abord en bâtir les fondements préalables. Le problème est que l'euro a toujours été, dans l'esprit de ses concepteurs un projet politique. Or, une monnaie est un outil économique. Vouloir imposer un projet politique à la réalité économique, c'est aller à la catastrophe ». J.-L Bonnamy a également raison de souligner que le taux de change de l'euro favorise plus certaines économies que d'autres, que cela a été un facteur de difficultés pour les pays du Sud en général et de désindustrialisation pour la France en particulier. C'est également sur la conclusion que nos deux analyses divergent : alors que pour J.-L Bonnamy, « nous sommes loin du fédéralisme », je pense que ce n'est pas une utopie et que les récentes décisions prises à l'occasion de la crise sanitaire-économique donnent déjà une certaine réalité au rêve fédéraliste, même si celui-ci n'est pas forcément tout rose...

Mercredi 29, la Fed ne modifie pas sa politique monétaire ; elle maintient ses taux directeurs (décision prise à l'unanimité). Elle réaffirme qu'elle les maintiendra tant que l'économie ne sera pas totalement remise de la crise causée par le coronavirus.

Vendredi 31, Eurostat publie plusieurs statistiques importantes :

Taux de croissance du PIB en volume publiés jusqu'au deuxième trimestre 2020*
(basés sur des données corrigées des variations saisonnières**)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2019T3	2019T4	2020T1	2020T2	2019T3	2019T4	2020T1	2020T2
Zone euro	0,3	0,0	-3,6	-12,1	1,4	1,0	-3,1	-15,0
UE	0,3	0,1	-3,2	-11,9	1,6	1,2	-2,5	-14,4
Belgique	0,4	0,5	-3,5	-12,2	1,6	1,3	-2,4	-14,5
Tchéquie	0,5	0,4	-3,4	-8,4	2,3	2,0	-2,0	-10,7
Allemagne	0,3	0,0	-2,0	-10,1	0,8	0,4	-2,2	-11,7
Espagne	0,4	0,4	-5,2	-18,5	1,9	1,8	-4,1	-22,1
France	0,2	-0,2	-5,9	-13,8	1,6	0,8	-5,7	-19,0
Italie	0,0	-0,2	-5,4	-12,4	0,5	0,1	-5,5	-17,3
Lettonie	0,6	0,1	-2,9	-7,5	1,8	1,0	-1,5	-9,6
Lituanie	0,8	1,1	-0,3	-5,1	3,8	3,9	2,4	-3,7
Autriche	-0,2	-0,2	-2,4	-10,7	1,4	0,4	-2,8	-13,3
Portugal	0,3	0,7	-3,8	-14,1	1,9	2,2	-2,3	-16,5

* voir « Méthodes et définitions »

** Les taux de croissance par rapport au trimestre précédent et au même trimestre de l'année précédente présentés dans le tableau sont généralement basés sur des données corrigées des variations saisonnières, du fait que les données non corrigées ne sont généralement pas transmises pour la compilation des estimations rapides du PIB.

Données source: [namq_10_gdp](#)

Ce tableau montre la profondeur de la récession que la crise sanitaire-économique du Covid-19 cause aux États membres de l'UE et de la zone euro. La France fait partie des pays les plus durement touchés : -13,8% de baisse de son PIB au 2^{ème} trimestre 2020 (moyenne de -12,1% pour la zone euro).

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

	Taux annuel							Taux mensuel Juil 20
	Juil 19	Fév 20	Mars 20	Avr 20	Mai 20	Juin 20	Juil 20	
Belgique	1,2	1,0	0,4	0,0	-0,2	0,2	1,7e	0,7e
Allemagne	1,1	1,7	1,3	0,8	0,5	0,8	0,0e	-0,5e
Estonie	2,0	2,0	1,0	-0,9	-1,8	-1,6	-1,2e	0,1e
Irlande	0,5	0,9	0,5	-0,3	-0,8	-0,6	-0,4e	0,0e
Grèce	0,4	0,4	0,2	-0,9	-0,7	-1,9	-1,9e	-1,2e
Espagne	0,6	0,9	0,1	-0,7	-0,9	-0,3	-0,7e	-1,6e
France	1,3	1,6	0,8	0,4	0,4	0,2	0,9e	0,4e
Italie	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,3	-0,4	0,9e	-0,6e
Chypre	0,1	1,0	0,1	-1,2	-1,4	-2,2	-2,1e	-0,3e
Lettonie	3,0	2,3	1,4	-0,1	-0,9	-1,1	0,1e	0,3e
Lituanie	2,5	2,8	1,7	0,9	0,2	0,9	0,9e	-0,3e
Luxembourg	1,6	1,8	0,3	-0,8	-1,6	-0,4	0,1e	-0,3e
Malte	1,8	1,1	1,2	1,1	0,9	1,0	0,8e	0,1e
Pays-Bas	2,6	1,3	1,1	1,0	1,1	1,7	1,6e	0,9e
Autriche	1,4	2,2	1,6	1,5	0,6	1,1	:	:
Portugal	-0,7	0,5	0,1	-0,1	-0,6	0,2	0,0e	-2,0e
Slovénie	2,0	2,0	0,7	-1,3	-1,4	-0,8	-0,3e	-0,2e
Slovaquie	3,0	3,1	2,4	2,1	2,1	1,8	1,8e	0,1e
Finlande	1,0	1,1	0,9	-0,3	-0,1	0,1	0,7e	0,4e

e estimation : non disponible

Données sources: [prc_hicp_marr](#)

Le taux d'inflation en zone euro est de 0,4% après avoir été de 0,3% en juin.
Concernant le taux de chômage (CVS), on a :

L'EURO

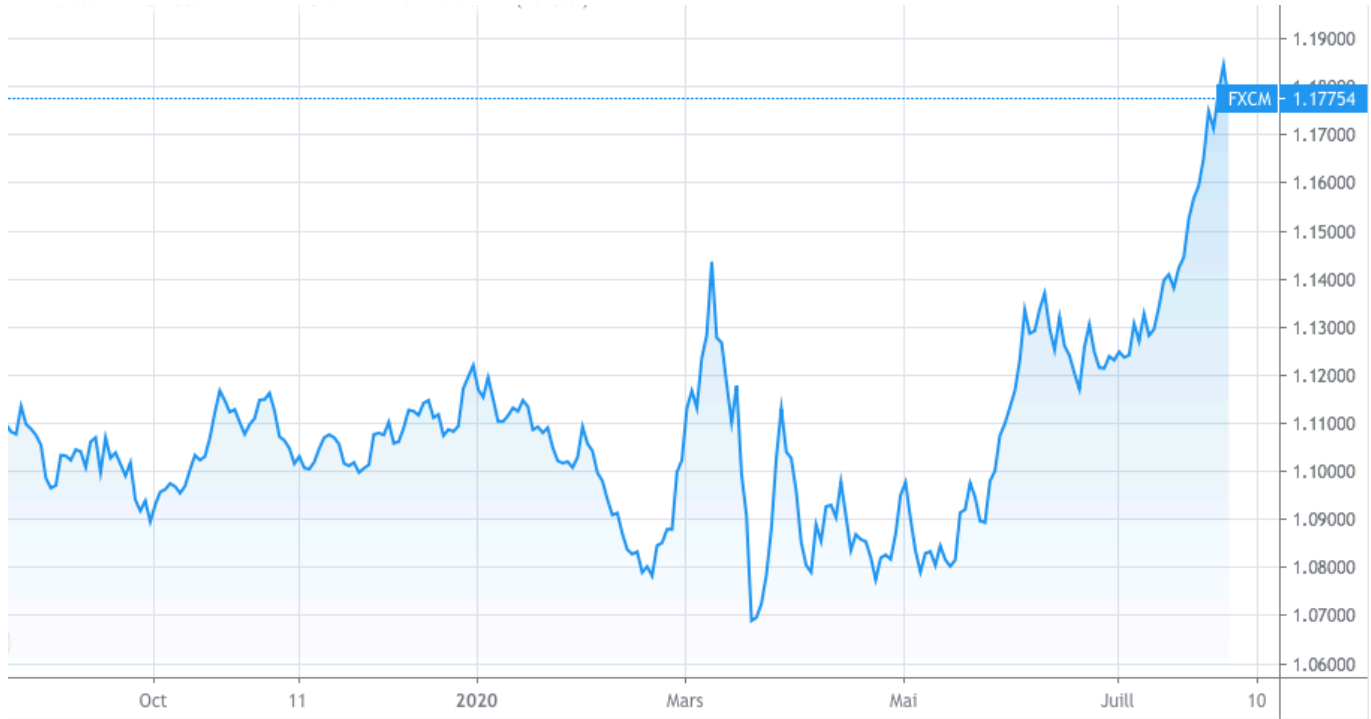
	Taux (%)				
	June 19	Mars 20	Avril 20	Mai 20	June 20
Zone euro	7,5	7,2	7,5	7,7	7,8
UE	6,6	6,5	6,7	7,0	7,1
Belgique	5,4	5,1	5,3	5,4	5,5
Bulgarie	4,0	4,1	4,8	4,6	4,4
Tchéquie	1,8	2,1	2,2	2,4	2,6
Danemark	4,6	4,8	5,0	5,5	5,8
Allemagne	3,0	3,8	3,9	4,1	4,2
Estonie	5**	4,8	6,0	7,0	:
Irlande	5,1	5,3	5,4	5,6	5,3
Grèce	17,5*	14,5	15,5	:	:
Espagne	14,2	14,5	15,4	15,4	15,6
France	8,5	7,6	8,8	8,2	7,7
Croatie	6,6	6,8	8,1	8,9	8,8
Italie	9,6	8,4	6,8	8,3	8,8
Chypre	7,2	6,7	8,9	10,2	9,8
Lettonie	6,4	7,4	9,0	9,8	10,1
Lituanie	6,2	6,6	8,6	9,3	9,4
Luxembourg	5,7	6,6	7,5	7,7	7,7
Hongrie	3,4**	3,7	4,1	4,8	:
Malte	3,3	3,5	4,1	4,3	4,2
Pays-Bas	3,4	2,9	3,4	3,6	4,3
Autriche	4,4	4,7	5,0	5,9	5,7
Pologne	3,3	2,9	2,9	2,9	3,0
Portugal	6,6	6,2	6,3	5,9	7,0
Roumanie	3,8	4,6	4,8	5,2	5,2
Slovénie	4,5	4,3	4,7	4,8	4,8
Slovaquie	5,8	5,8	6,4	6,5	6,6
Finlande	6,8	6,9	7,1	7,2	7,3
Suède	6,8	7,3	8,0	8,0	9,3
Royaume-Uni	3,7*	3,8	3,9	:	:
Islande	3,4	3,5	3,9	4,5	4,5
Norvège	3,4**	3,6	4,1	4,6	:
Suisse	4,4	4,3	:	:	:
États-Unis	3,7	4,4	14,7	13,3	11,1

: Données non disponibles * Avril 2019 ** Mai 2019

Données sources: une_rt_m (taux) et une_rt_m (en milliers de personnes)

L'euro cote 1,1771 \$ le 31 juillet après avoir coté 1,1246 le 3, 1,1296 le 10, 1,1425 le 17 et 1,1656 le 24.

L'EURO



Évolution du CAC40 :



Les principales valeurs du CAC40 qui sont en baisse depuis le 1^{er} janvier :

LIBELLÉ	L'EURO	
	DERNIER	VAR. 1ER JANV.
▼ ▸ SOCIETE GENERA...	12.984 (c)	-58.14%
▼ ▸ AIRBUS	62.010 (c)	-52.48%
▼ ▸ RENAULT	20.055 (c)	-52.45%
▼ ▸ ACCOR	21.240 (c)	-49.13%
▼ ▸ CREDIT AGRICOL...	8.126 (c)	-37.13%
▼ ▸ PEUGEOT	13.640 (c)	-35.96%
▼ ▸ BNP PARIBAS	34.115 (c)	-35.42%
▼ ▸ TOTAL	31.300 (c)	-35.13%
▼ ▸ SAFRAN	89.440 (c)	-35.02%
▼ ▸ THALES	61.360 (c)	-33.68%
▼ ▸ AXA	16.864 (c)	-32.84%
▼ ▸ PUBLICIS GRP	27.250 (c)	-32.48%
▼ ▸ ORANGE	9.912 (c)	-24.45%
▼ ▸ VINCI	72.800 (c)	-24.25%
▼ ▸ DANONE	56.540 (c)	-23.49%
▼ ▸ ENGIE	11.290 (c)	-21.60%
▼ ▸ BOUYGUES	30.000 (c)	-20.80%

Les principales valeurs du CAC40 qui sont en hausse depuis le 1^{er} janvier :

<i>L'EURO</i>		
LIBELLÉ	DERNIER	VAR. 1ER JANV.
▲ ▸ WORLDLINE	72.720 (c)	+15.15%
▲ ▸ TELEPERFORMAN...	247.300 (c)	+13.75%
▲ ▸ AIR LIQUIDE	139.600 (c)	+10.62%
▲ ▸ SCHNEIDER ELEC.	98.240 (c)	+7.37%
▲ ▸ L'OREAL	283.000 (c)	+7.20%
▲ ▸ DASSAULT SYSTE...	154.100 (c)	+5.15%
▲ ▸ HERMES INTL	686.200 (c)	+3.00%
▲ ▸ CAPGEMINI	109.500 (c)	+0.55%

À titre de comparaison, voici l'évolution sur les 6 derniers mois de l'indice NASDAQ Composite :



Fin juillet également, Chris Williamson, Chief Business Economist à IHS Markit, commente ainsi les derniers chiffres de l'enquête PMI Flash :

« Le secteur privé de la zone euro a débuté le troisième trimestre 2020 sur une note positive, l'activité enregistrant en effet sa plus forte croissance depuis un peu plus de deux ans en juillet, grâce à de nouvelles mesures de déconfinement et à la réouverture des économies qui en a résulté [l'indice PMI Flash Composite de l'activité globale dans la zone euro s'est redressé à 54,8 contre 45,8 en juin ; celui de l'industrie manufacturière est passé de 47,4 à 51,1, plus haut de 19 mois]. La demande a également manifesté des signes de reprise, tendance ayant favorisé un ralentissement de la contraction de l'emploi. Cette dernière estimation flash des données PMI composites sur la zone euro continue ainsi de suggérer la possibilité d'un rebond marqué de l'économie de la région après un effondrement sans précédent au deuxième trimestre. Toutefois, si les données relatives à l'activité laissent entrevoir une reprise initiale en V, l'évolution d'autres variables, telles que le travail en cours ou l'emploi, met en lumière les risques de détérioration des perspectives de croissance. La préoccupation première est de voir la reprise s'essouffler au-delà du rebond initial de l'activité. Les entreprises continuent en effet de réduire leurs effectifs à un rythme inquiétant, bon nombre d'entre elles craignant que la demande sous-jacente ne soit pas suffisante pour permettre une consolidation de la récente hausse des niveaux d'activité. La demande devra en effet continuer de s'accroître dans les prochains mois, alors même que la montée du chômage et les dégâts infligés aux bilans des entreprises par la pandémie, conjugués aux impératifs actuels de distanciation physique, entraveront très certainement la reprise. »

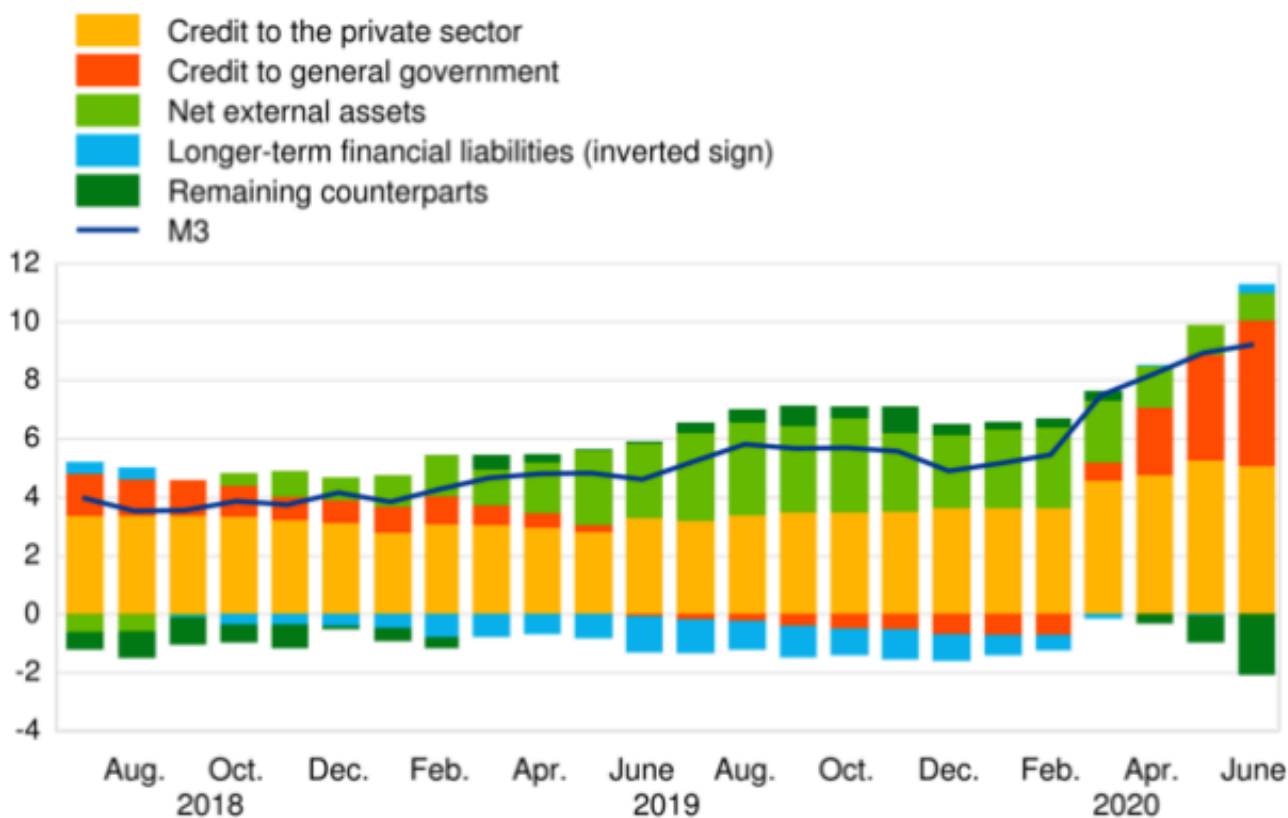
Notons que pour la France l'indice Flash Composite de l'activité globale est passé de 51,7 en juin à 57,6 en juillet, plus haut de 30 mois, ce qui est très positif, mais l'indice de l'industrie manufacturière est passé de 52,3 à 52,0, plus bas de 2 mois, ce qui l'est beaucoup moins.

De son côté, la BCE publie comme très régulièrement ses statistiques monétaires.

Voici le graphique montrant la croissance de la masse monétaire M3, l'agrégat de référence, ainsi que de ses contreparties :

Contribution of the M3 counterparts to the annual growth rate of M3

(percentage points)



On voit nettement la progression subie par M3 du fait de la crise « sanitaire-économique ». Il apparaît clairement aussi que cette croissance s'explique en grande partie par la forte progression des crédits accordés à la fois au secteur privé et au secteur public des États membres de la zone euro.

Une analyse « monétariste » élémentaire de cette évolution peut faire craindre des tensions inflationnistes. Mais pour en juger, il faut se demander comment la demande de monnaie peut se comporter face à cette offre de monnaie très croissante. Selon la théorie keynésienne basique, la demande de monnaie répond à 4 motifs (voir notre document sur les modélisations de l'équilibre macroéconomique) : le motif de transaction, le motif de précaution, le motif de spéculation et le motif de financement qui concerne essentiellement les entreprises. Le motif de transaction devient important quand il y a, après une période de crise, reprise de la confiance des ménages et de leurs dépenses de consommation. Le motif de précaution, très lié à l'incertitude, affecte la demande de thésaurisation ; ce motif prend toujours de l'importance lors des périodes troublées et c'est ce que l'on constate en ce moment au travers du taux d'épargne très élevé des ménages. La thésaurisation dépend aussi du motif de spéculation qui est lié aux anticipations sur l'évolution du prix des actifs spéculatifs comme les actifs immobiliers et financiers. Une question importante pour la suite est de savoir quels motifs vont jouer pour l'utilisation de l'épargne forcée très importante constituée lors du confinement. Enfin, la portée du motif de financement dépend du caractère plus ou moins optimiste des anticipations que font les entreprises sur leur activité future. Si leurs prévisions concernant la demande sont favorables, elles seront encouragées à accroître leurs investissements et par conséquent leur demande de financement.

Dans la période actuelle, si la demande de monnaie pour le premier motif est particulièrement importante pendant que celle du 4^{ème} reste faible, les risques d'inflation peuvent devenir réels si d'autres conditions structurelles le permettent (soulignons que la théorie quantitative de la monnaie est très malmenée depuis un certain temps). Et a contrario, mais ce n'est pas le cas pour l'instant puisque les mesures prises pour limiter l'importance de la récession ont été jusqu'ici davantage en faveur des ménages qu'en faveur des entreprises ; par contre, la nécessité de relancer le système productif en favorisant la transition énergétique peut conduire à changer de stratégie. Si le motif de spéculation joue un rôle significatif dans la demande de monnaie, l'équilibre entre offre et demande de monnaie est alors fonction à la fois du taux d'intérêt, qui est appelé à rester bas, et du prix des actifs qui va avoir au contraire tendance à s'élever.

• Août 2020 ->

Le Vendredi 7, Le Monde publie un article des économistes P. Khalfa, D. Plihon, J. Rigaudiat et A. Trouvé, « Union européenne : le prolongement sans fin de l'ordre néolibéral ».

Dans cet important article, les auteurs, après s'être félicités des progrès incontestables que représente le plan de relance européen, spécialement sur le plan institutionnel puisqu'il marque un pas en direction du fédéralisme budgétaire, commentent moins positivement les décisions prises. D'abord en remarquant que l'ampleur du plan n'est pas à la hauteur des enjeux de la crise actuelle. « Mais surtout, ce plan est inscrit dans la logique néolibérale de l'UE, et il l'est même triplement. D'abord, comme ses États membres, l'UE empruntera sur les marchés et sera donc dépendante d'eux et des conditions qu'ils lui consentiront. La Banque centrale européenne (BCE), "indépendante", pièce maîtresse de l'ordre néolibéral, reste la banque des seuls marchés. Elle n'est pas celle des États, bien qu'elle tire d'eux son autorité ! Ensuite, dans le diagnostic que ce plan porte : le Nord, "frugal", se cotise et manifeste sa solidarité envers le Sud, dépensier et peu efficace. C'est là se tromper totalement, car le vrai problème reste non traité. La réalité, c'est que le mode de fonctionnement de l'UE, empêchant toute harmonisation vers le haut des règles sociales et fiscales, interdit toute véritable convergence des économies ; aussi l'euro est-il depuis l'origine bâti sur une incomplétude. Une monnaie unique ne peut se construire sans une législation pleinement harmonisée. Faute de cela, c'est la loi de la jungle, celle en l'occurrence du dumping fiscal et social. Faute d'harmonisation, c'est un alignement forcé par le bas qui se profile pour les réticents. (...) Enfin, prolongement de la précédente remarque, la question de la conditionnalité du soutien financier demeure sans réponse claire. Puisque l'unanimité était requise, une décision de solidarité financière était sans doute à ce prix. Soit. Il reste que le problème se reposera inévitablement un jour ou l'autre. Car c'est bien là la plus grosse difficulté pour l'avenir. On ne peut, en effet, être par principe opposé à tout contrôle de l'utilisation de cet argent ; il est juste de pouvoir vérifier où il va. Reste toutefois à décider des critères selon lesquels ce contrôle sera effectué. S'agit-il de vérifier que des axes de la politique de l'UE sont remplis (Green New Deal, respect de l'État de droit...) ou plutôt d'imposer par ce biais au Sud les "réformes structurelles" dont on sait comment elles l'ont été, hier, à la Grèce ? Le risque est bien réel de voir ainsi revenir les politiques d'ajustement structurel. (...) Cet accord n'est donc en rien la fin

de l'histoire, mais il est vrai qu'il marque le début d'une nouvelle phase. S'il constitue bien une rupture avec le strict interétatisme qui, jusqu'alors, prévalait dans l'UE et s'il ouvre la voie à une mutualisation partielle et limitée des dettes, et donc à une certaine solidarité, il reste inscrit dans le prolongement de l'ordre néolibéral qu'inaugura l'Acte unique de 1986. À nous de faire en sorte qu'il ne vienne pas, en définitive, le conforter ».

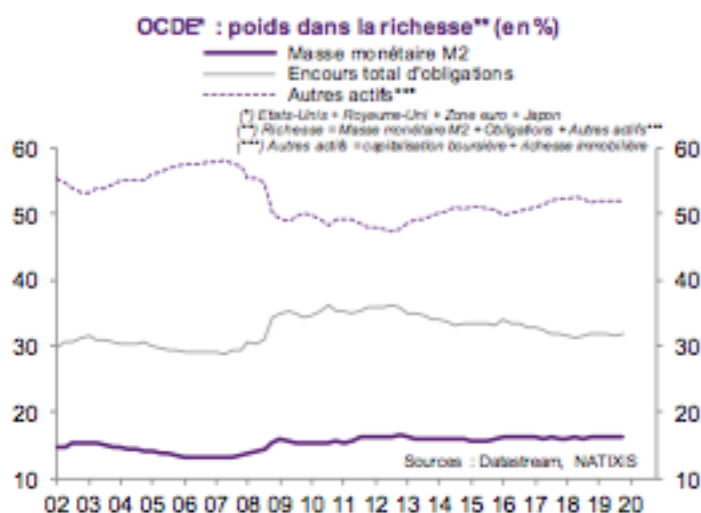
Le même vendredi 7, Natixis fait paraître un Flash Economie consacré à « L'explosion du déficit public, quelle est la limite ? ». L'analyse que produit ce numéro 896 est très importante, surtout qu'elle envisage les deux situations selon qu'il y a ou non la monétisation de la dette publique par la Banque centrale et qu'elle s'appuie - dans son annexe - sur un modèle macroéconomique très pédagogique. Nous reproduisons les éléments de ce modèle dans notre document 13 consacré spécifiquement à l'année 2020.

Ce modèle simplifié aboutit à la synthèse suivante :

« - une forte hausse de l'endettement public sans monétisation par les Banques Centrales rencontre rapidement une limite si le poids désiré des obligations dans la richesse est faible, car alors il y a forte hausse des taux d'intérêt à long terme ;

- une forte hausse de l'endettement public avec monétisation par les Banques Centrales rencontre rapidement une limite si le poids désiré de la monnaie dans la richesse est faible, car alors le taux d'intérêt à long terme descend jusqu'à un niveau qu'il ne peut pas franchir (nul ou négatif) et il y a bulles sur les prix des actifs (actions, immobilier) ».

L'article comporte un graphique alors très instructif sur les degrés relatifs des poids désirés d'obligations et de monnaie :



Si la zone euro se dirige effectivement vers une forme ou une autre de monétisation des dettes publiques, ce qui peut sembler souhaitable pour faire face efficacement à la crise sanitaire-économique et pour concrétiser un pas significatif en direction du fédéralisme budgétaire, la conclusion que l'on peut tirer de l'ensemble de ces informations est que l'on peut anticiper une élévation du prix des actifs spéculatifs et même une formation de bulles. Cette hausse du prix des actifs s'accompagne d'ailleurs d'une modification des prix relatifs entre ces actifs, d'où des modifications de comportements à attendre. Une autre conséquence prévisible est l'aggravation des inégalités patrimoniales qui se prolongent elles-mêmes en inégalités intergénérationnelles parce que l'inflation du prix des actifs, spécialement immobiliers, taxe les projets des jeunes ; d'un autre côté, les taux anormalement mais durablement bas taxe les épargnants. De manière générale, dès qu'il y a un déficit public, il y a taxation : aujourd'hui, ce n'est pas la taxation par l'impôt ni par l'inflation mais par les taux bas (taxation de l'épargne) et par l'inflation du prix des actifs (taxation de la jeunesse). Autre point de vue, complémentaire : quand la solvabilité budgétaire est assurée par la monétisation de la dette publique, cela devrait entraîner selon la TQM la montée de l'inflation mais en fait aujourd'hui cela entraîne la hausse du prix des actifs puisque la part de l'offre de monnaie dans la richesse totale doit rester stable. Mais encore faut-il que la demande de monnaie suive : il faut craindre le moment où cela cessera car alors, quand le surcroît de monnaie ne trouvera plus preneur, la confiance en la monnaie pourrait disparaître et la crise s'ensuivre.

L'analyse de Natixis montre bien que, quel que soit le chemin que l'économie peut prendre, il s'agit en réalité d'une impasse. L'explication centrale se trouve selon moi dans la base néolibérale du

L'EURO

capitalisme actuel : son caractère toujours profondément actionnarial se traduit depuis les tout débuts par une déformation continue de la répartition du revenu au détriment des salaires pour offrir la rentabilité maximale aux détenteurs de capitaux. La conséquence directe est une insuffisance pathologique de la demande. Face à cette conséquence bien entendu préjudiciable pour lui-même, le capitalisme use d'expédients pour y remédier : l'endettement privé (d'où la crise des subprimes), l'endettement public (d'où la crise des dettes publiques) et aujourd'hui s'est rajoutée la monétisation des dettes, avec les risques d'une crise d'éclatement de bulles spéculatives (explosion endogène si le revenu des actifs sont trop bas par rapport à leur prix, d'où une chute de la demande d'actifs, et/ou explosion exogène quand, notamment, les taux d'intérêt remontent brutalement) et d'une crise de défiance généralisée envers les monnaies. L'utilisation de ce nouvel expédient ne peut pas être elle non plus sans fin : si rien n'est entrepris, on doit craindre que l'issue soit une crise radicale et multiforme du capitalisme actuel.

Mi-août, publication par Eurostat d'informations statistiques :

www.christian-bialès

Taux de croissance du PIB en volume
(basés sur des données corrigées des variations saisonnières*)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2019T3	2019T4	2020T1	2020T2	2019T3	2019T4	2020T1	2020T2
Zone euro	0,3	0,0	-3,6	-12,1	1,4	1,0	-3,1	-15,0
UE	0,3	0,1	-3,2	-11,7	1,6	1,2	-2,5	-14,1
Belgique	0,4	0,5	-3,5	-12,2	1,6	1,3	-2,4	-14,5
Bulgarie	0,7	0,8	0,3	-9,8	3,2	3,1	2,4	-8,2
Tchéquie	0,5	0,4	-3,4	-8,4	2,3	2,0	-2,0	-10,7
Danemark	0,2	0,6	-2,0	-7,4	2,4	2,1	-0,2	-8,5
Allemagne	0,3	0,0	-2,0	-10,1	0,8	0,4	-2,2	-11,7
Estonie	1,2	0,9	-3,7	:	4,5	4,0	-0,8	:
Irlande	1,3	0,4	1,2	:	5,9	6,1	5,3	:
Grèce	0,4	-0,7	-1,6	:	2,3	1,0	-0,9	:
Espagne	0,4	0,4	-5,2	-18,5	1,9	1,8	-4,1	-22,1
France	0,2	-0,2	-5,9	-13,8	1,6	0,8	-5,7	-19,0
Croatie	0,6	0,4	-1,2	:	2,8	2,7	0,3	:
Italie	0,0	-0,2	-5,4	-12,4	0,5	0,1	-5,5	-17,3
Chypre	0,0	1,0	-1,3	-11,6	3,2	3,2	0,8	-11,9
Lettonie	0,6	0,1	-2,9	-7,5	1,8	1,0	-1,5	-9,6
Lituanie	0,8	1,1	-0,3	-5,1	3,8	3,9	2,4	-3,7
Luxembourg	0,4	0,4	-2,9	:	3,0	3,0	-0,2	:
Hongrie	0,9	0,7	-0,4	-14,5	4,7	4,4	2,0	-13,5
Malte	1,6	1,1	-2,3	:	3,9	4,6	0,7	:
Pays-Bas**	0,3	0,5	-1,5	-8,5	1,6	1,6	-0,3	-9,0
Autriche	-0,2	-0,2	-2,4	-10,7	1,4	0,4	-2,8	-13,3
Pologne	1,2	0,2	-0,4	-8,9	4,1	3,5	1,7	-7,9
Portugal	0,3	0,7	-3,8	-13,9	1,9	2,2	-2,3	-16,3
Roumanie	0,5	1,2	0,3	-12,3	3,3	3,9	2,7	-10,5
Slovénie	0,8	0,4	-4,5	:	2,1	1,7	-3,4	:
Slovaquie***	0,4	0,6	-5,2	-8,3	1,9	2,0	-3,8	-12,1
Finlande	0,3	-0,3	-1,9	-3,2	1,6	0,9	-1,1	-5,2
Suède	0,2	0,0	0,1	-8,6	1,7	0,5	0,4	-8,3
Autres pays								
Royaume-Uni	0,5	0,0	-2,2	-20,4	1,3	1,1	-1,7	-21,7
Islande***	-1,0	4,8	-7,0	:	1,0	4,1	-0,4	:
Norvège	0,0	1,5	-1,5	:	0,5	1,8	0,2	:
Suisse	0,4	0,3	-2,6	:	1,1	1,5	-1,5	:
États-Unis	0,6	0,6	-1,3	-9,5	2,1	2,3	0,3	-9,5

Ce dernier tableau est un élément supplémentaire dans le dossier sur l'analyse de l'efficacité des politiques de gestion de la crise sanitaire. IL apparaît clairement que les « pays du Sud » résistent moins bien.

De son côté, dans son communiqué de presse, [IHS Markit](#) note avec son indice PMI Flash composite que la croissance de la zone euro a ralenti en août : comme le commente Andrew Harker, « La reprise économique de la zone euro a perdu de son élan en août, tendance reflétant la faiblesse de la demande inhérente au contexte de pandémie. Le rebond de l'activité a été fragilisé par la remontée du nombre de cas de Covid-19 dans diverses régions de la zone euro, et par la réintroduction de restrictions touchant tout particulièrement l'activité de services. Le secteur manufacturier a quant à lui continué d'afficher de fortes hausses des niveaux de production et des nouvelles commandes. Peu confiantes quant à la solidité de la reprise, les entreprises se sont de nouveau montrées prudentes en matière d'emploi, préférant de nouveau réduire leurs effectifs en août.

L'EURO

La zone euro se trouve donc à la croisée des chemins, avec devant elle la possibilité d'une nouvelle accélération de la croissance dans les prochains mois, ou celle d'une poursuite du ralentissement après le rebond initial de l'après-confinement. Le chemin emprunté dépendra très largement du succès de la lutte contre le Covid-19 et de la capacité des entreprises et de leurs clients à regagner la confiance nécessaire à soutenir la croissance. »

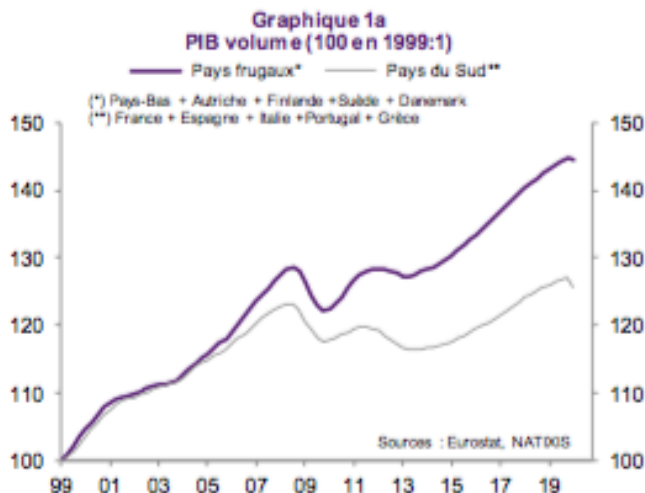
Dans un Flash Economie, celui du 12 août, Natixis publie un certain nombre de graphiques qui montrent clairement l'hétérogénéité de la zone euro à partir de l'opposition entre les pays « frugaux » (Pays-Bas, Autriche, Finlande, Suède, Danemark) et les pays du Sud (France, Espagne, Italie, Portugal, Grèce), l'Allemagne ayant pris quelque distance par rapport aux premiers :

«

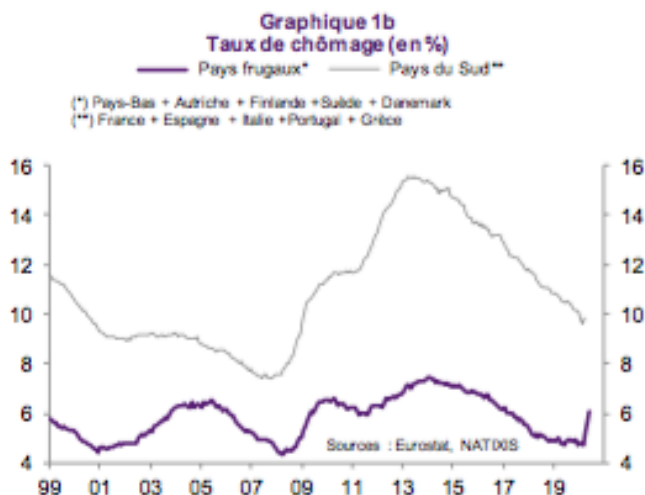
www.christian-biales.fr

La performance économique des pays frugaux est clairement supérieure à celle des pays du Sud. Ceci se voit en regardant :

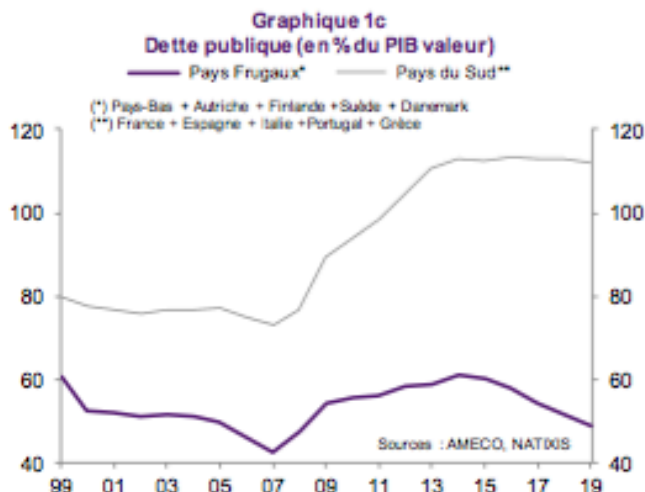
- la croissance (graphique 1a) ;



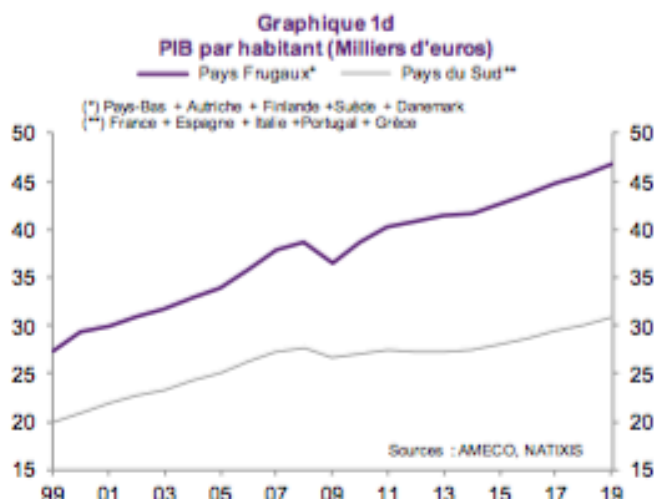
- le chômage (graphique 1b) ;



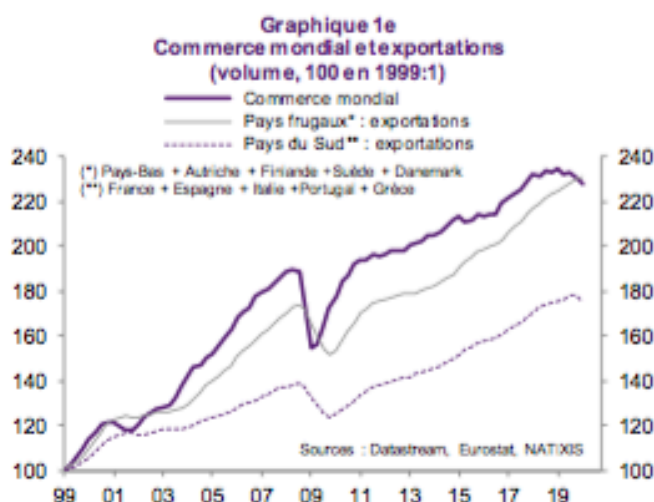
- la situation des finances publiques (graphique 1c) ;



- le niveau de revenu (graphique 1d) ;



- la situation du commerce extérieur (les parts de marché à l'exportation, graphique 1e).



L'analyse qu'ils réalisent pour expliquer ces nettes différences de performances amènent les auteurs de l'étude à la conclusion suivante :

« la meilleure performance économique (croissance, chômage, situation des finances publiques, revenu, commerce extérieur et parts de marché) des pays frugaux par rapport au pays du Sud de la zone euro peut être expliquée par :

- un système éducatif et de formation plus efficace dans les pays frugaux ;
- des dépenses publiques de retraite moins élevées dans les pays frugaux ;
- d'un effort d'investissement et de modernisation plus important dans les pays frugaux ;
- de coûts de production plus faibles dans les pays frugaux ».

Cette conclusion donnerait a priori raison aux pays « frugaux » - ainsi qu'à l'Allemagne - quand ceux-ci attribuent l'hétérogénéité de la zone euro au manque de réformes structurelles dans les pays du Sud. Mais c'est oublier que cette hétérogénéité a deux autres sources principales : le caractère unique de la politique monétaire menée par la BCE et l'exploitation des avantages comparatifs et de la spécialisation productive que rend possible la disparition du risque de change au sein de la zone euro. L'enseignement fondamental à tirer est que les réformes structurelles que les pays frugaux attendent des pays du Sud ne peuvent pas suffire. C'est aux pays « frugaux » que revient le soin de montrer de la solidarité envers les pays du Sud, surtout que ce sont eux qui profitent de l'hétérogénéité ambiante au détriment des pays du Sud. C'est d'ailleurs cette solidarité qui peut permettre aux pays du Sud de compenser leur manque relatif de compétitivité ; il est illusoire de compter pour cela sur la protection dont l'UE peut éventuellement se doter vis-à-vis du reste du monde.

Lors d'un discours fait en fin du mois d'août, Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE a déclaré que « une réponse politique énergique des gouvernements à la pandémie est indispensable pour augmenter la croissance potentielle, ouvrant ainsi la voie à des taux d'intérêt positifs à l'avenir », car elle estime que les taux négatifs que l'on a en zone euro depuis juin 2014 « reflètent en grande partie des tendances macroéconomiques défavorables qui ne relèvent pas de la compétence des banques centrales ».

Ce passage de taux négatifs à des taux positifs poserait néanmoins une grave question à la BCE : vaut-il mieux continuer à mener une politique monétaire (le « Yield Curve Control ») se donnant pour objectif de faire en sorte que les taux réels longs restent négatifs (pour solvabiliser les États mais avec le risque d'alimenter des bulles spéculatives) ou alors faire monter les taux réels pour éviter l'inflation, mais courir le risque d'une crise de la dette ? Dans son propos, I. Schnabel considère peut-être que les facteurs potentiellement inflationnistes pourraient l'emporter, comme le vieillissement démographique (en tous les cas, les épargnants-retraités allemands poussent à une élévation des taux), la régionalisation des chaînes de valeur, une modification de la répartition des revenus davantage en faveur des salariés et les conséquences de la transition écologique sur les coûts de production.

Le jeudi 27, le symposium annuel de Jackson Hole se déroule en téléconférence.

Le président de la Fed, Jerome Powell, y fait des déclarations très importantes sur la politique monétaire de l'institution. En effet, il prend acte en quelque sorte que les faits actuels démentent la « loi de Phillips » puisque « notre décision reflète notre conviction qu'un solide marché du travail, peut être soutenu sans faire exploser l'inflation ». Si bien que la cible de 2% d'inflation est vue maintenant avec davantage de flexibilité, surtout que le plein emploi est réaffirmé, comme cela a toujours été le cas aux États-Unis, comme l'objectif prioritaire. Cette politique, arrêtée à l'unanimité, va donc laisser les taux d'intérêt bas à plus long terme ; ce qui est salué aussitôt par Wall Street. *Sortira-t-on pour autant de la trappe à liquidité ? Et surtout, la position nouvelle qu'adopte la Fed marque une rupture non seulement avec la position prise par la Fed depuis de très nombreuses années mais aussi avec l'accord adopté en 2014 de manière plus ou moins tacite entre la Fed (avec J. Yellen) et la BCE (avec M. Draghi) sur la politique de QE. En effet, la position que prend la Fed se démarque nettement de celle de la BCE : est-ce l'annonce d'un retour de la guerre des monnaies ? En tous les cas, la Fed mise sur une baisse du dollar..., ce qui veut dire la montée de l'euro.*

Suite aux deux commentaires précédents, une réflexion s'impose sur les nouveaux rôles que se donnent les Banques centrales et sur les nouvelles et redoutables responsabilités pour elles qui en découlent. En effet, l'évolution de la situation économique globale pousse depuis maintenant plusieurs années les Banques centrales à s'écarter de leur mission d'origine : elles n'ont plus besoin de contrôler les taux courts et elles sont objectivement contraintes de contrôler les taux longs, pour qu'ils restent bas, au moyen d'achats massifs de titres. Or, tout le monde trouve intérêt à ce que ces taux restent bas longtemps, que ce soit tous ceux qui ont emprunté (et les taux bas ne peuvent qu'encourager l'endettement, même si ce n'est pas pour financer l'investissement productif) ou ceux qui donnent plus d'importance aux prix de leurs actifs qu'à la rémunération de leur épargne. Même les Banques centrales elles-mêmes n'ont pas intérêt à ce que les taux remontent puisque cela réduirait la valeur des titres qu'elles possèdent. Mais cette situation entre complètement en conflit avec la logique qui veut que ce soit au marché financier que revient le soin de fixer le niveau des taux longs pour réaliser l'équilibre entre offre et demande de capitaux. Soulignons que la politique monétaire des taux bas a des effets redistributifs insidieux : d'un côté les taux bas, en eux-mêmes, entraînent un transfert de revenu des prêteurs vers les emprunteurs et, de l'autre, les taux bas ont pour conséquence d'élever le prix des actifs spéculatifs, d'où un transfert de revenu en faveur des détenteurs de ces actifs. Comme c'est le cas pour les fonds d'investissement, ceux qui empruntent pour jouer avec les plus-values sur actifs sont doublement gagnants ! En plus de ces effets redistributifs regrettables, les taux bas auxquels conduisent les politiques monétaires expansives des banques centrales ont un autre effet négatif : ils gonflent anormalement l'écart avec les taux de

L'EURO

rendement des capitaux investis (le ROE, return on equity). Cet écart est actuellement environ de 12 points alors qu'il était de 5 points il y a vingt ans. Une telle prime de risque dénote une imperfection financière caractérisée puisque cela démontre que les Banques centrales ne sont pas parvenues à faire baisser la rentabilité exigée par les investisseurs-gestionnaires d'actifs, d'où un affaiblissement de l'investissement et la tentation pour les entreprises d'augmenter leur rentabilité en pesant sur leurs coûts, en particulier salariaux. Or, tout cela entre en contradiction avec ce que l'on recherche actuellement : « que le capitalisme se réforme, que les bas salaires soient augmentés, qu'il y ait des relocalisations, que les monopoles soient cassés, que le levier d'endettement soit réduit, qu'il n'y ait plus de rachats d'actions et moins d'endettement » (P. Artus).

La crise sanitaïro-économico-sociale fait décidément tomber beaucoup de dogmes : non seulement le dogme ordolibéral comme l'a démontré le courageux changement de position de la chancelière Angela Merkel à propos de la mutualisation des dettes publiques, mais aussi la loi de Phillips comme vient de le reconnaître le président de la Fed, et également le catéchisme de la théorie monétariste puisque l'offre pléthorique de monnaie ne s'accompagne en rien d'un rebond de l'inflation. Par contre, la déconnexion entre la sphère financière et la sphère réelle subsiste malgré la crise puisque celle-ci n'empêche pas le prix des actifs financiers et immobiliers de battre des records : la politique monétaire sert bien davantage les banques et le système financier que le bien commun, les services publics et l'emploi.

Le vendredi 28, l'euro cote 1,1901\$ après avoir coté 1,1771 le 31 juillet, 1,1787 le 7 août puis 1,1841 le 14 et 1,1796 le 21.

EUR/USD SPOT

VAR. : +8.04%

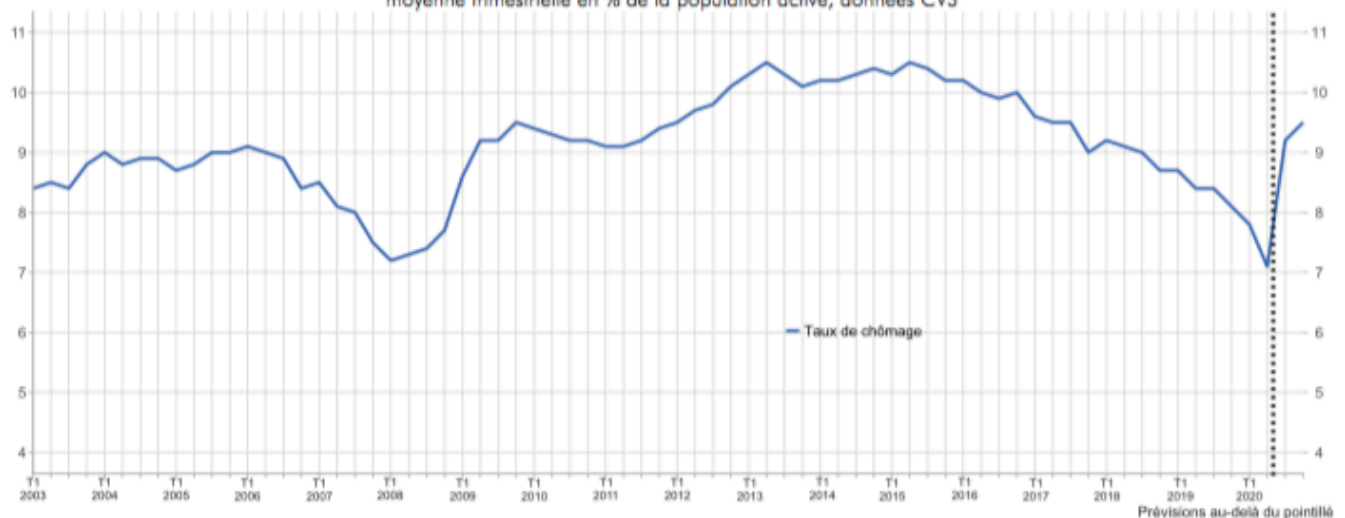
1 AN - JOUR



En cette période particulièrement troublée, plusieurs statistiques méritent d'être relevées :

2 - Taux de chômage au sens du BIT

moyenne trimestrielle en % de la population active, données CVS

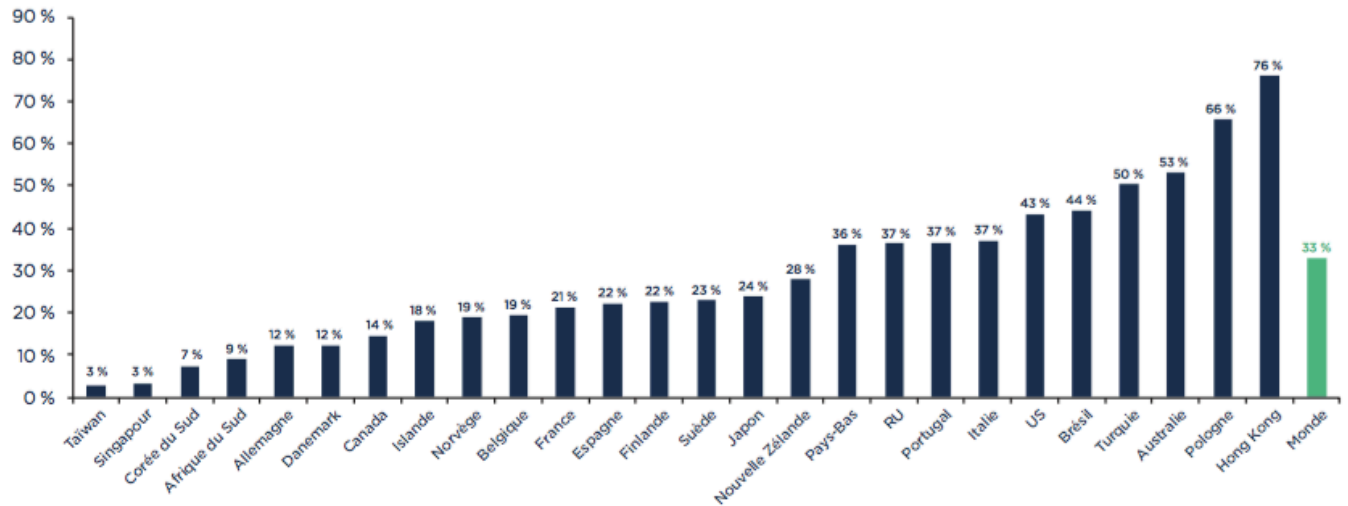


Champ : France (hors Mayotte), population des ménages, personnes de 15 ans ou plus

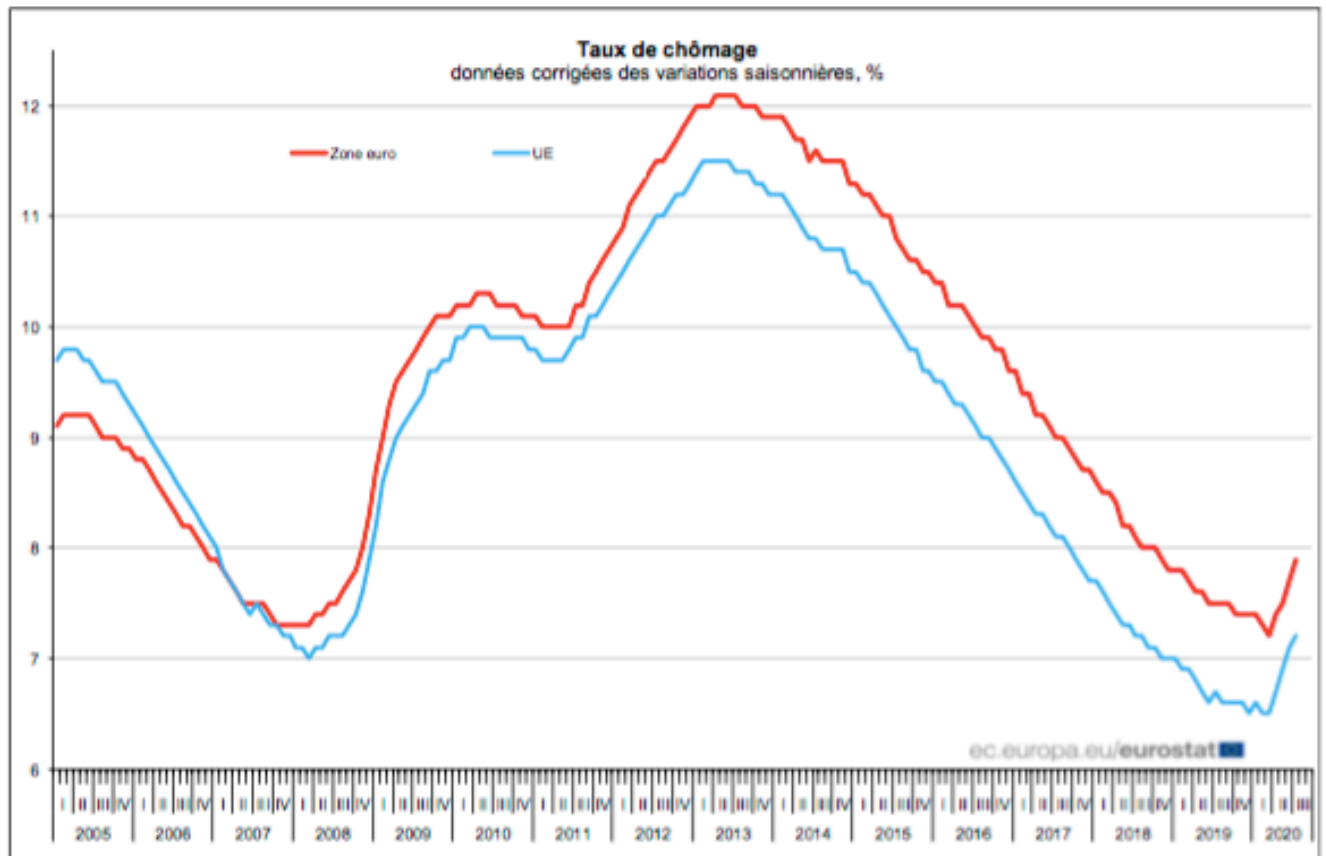
Source : Insee, enquête Emploi

Il n'est pas sûr que les prévisions de diminution prochaine du taux de chômage se vérifient pour trois raisons : d'abord, les pouvoirs publics ne vont pas pouvoir tenir indéfiniment l'économie à bout de bras, ensuite, les suppressions d'emplois sont évaluées pour l'instant à 700 000, chiffre auquel il faut ajouter les 700 000 jeunes qui terminent leur scolarité et qui vont se présenter sur le marché du travail, enfin, la vague des plans sociaux et des faillites d'entreprises va inévitablement arriver (selon la Coface, le nombre de défaillances d'entreprises devrait augmenter en France de 21%).

Variation cumulée du nombre de défaillances d'entreprises par pays en 2020 et 2021 par rapport à 2019 (en %)



Source : Coface, données nationales



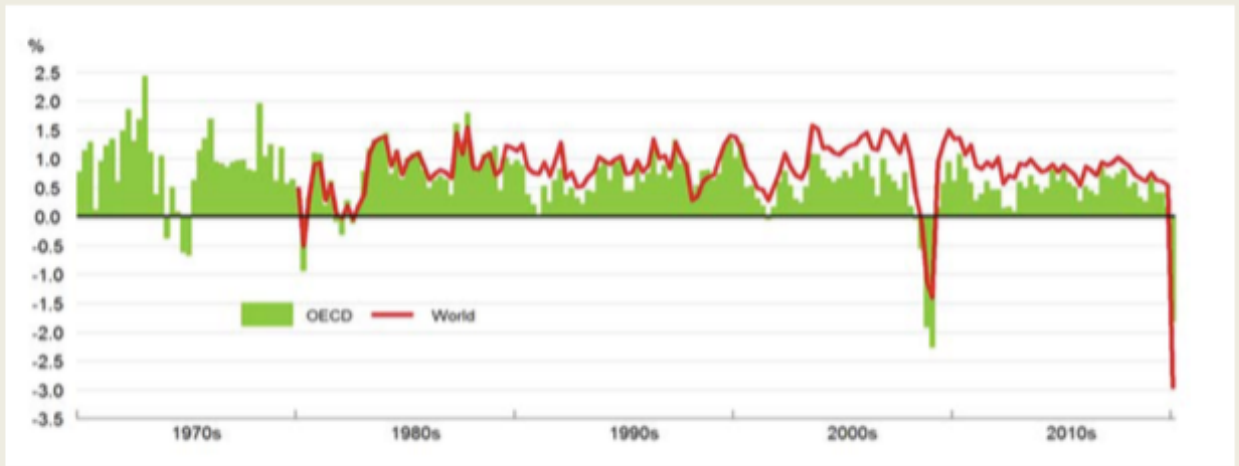
L'augmentation du chômage déjà constatée n'est sans doute qu'un début dans la mesure où les mesures de chômage partiel vont progressivement se réduire ; d'où la crainte d'une aggravation des tensions sociales qui pourraient, en plus, s'accompagner d'un retour de tensions sanitaires.

Eurostat estime aussi que l'inflation sera « négative » en août (- 0,4% en taux mensuel et - 0,2% en taux annuel), ce qui constitue un changement significatif dans l'évolution de l'inflation en zone euro puisque l'inflation était certes très basse mais positive tous les mois précédents.

Cette évolution de l'inflation, malgré tous les efforts de la BCE, ravive les craintes de la déflation et de la « japonisation » de la zone euro.

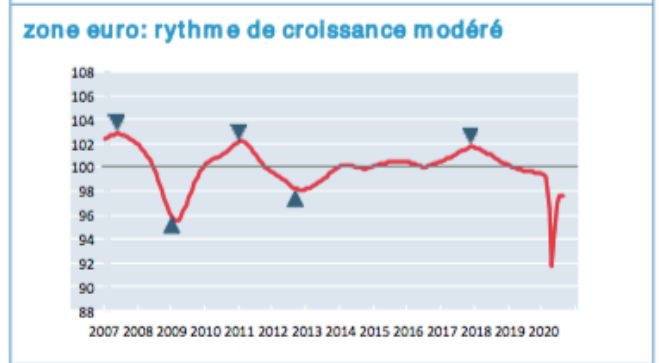
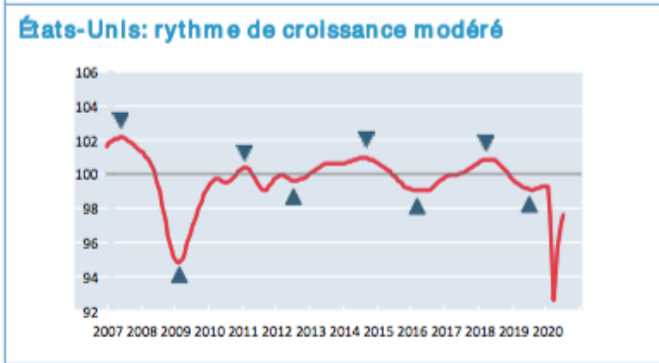
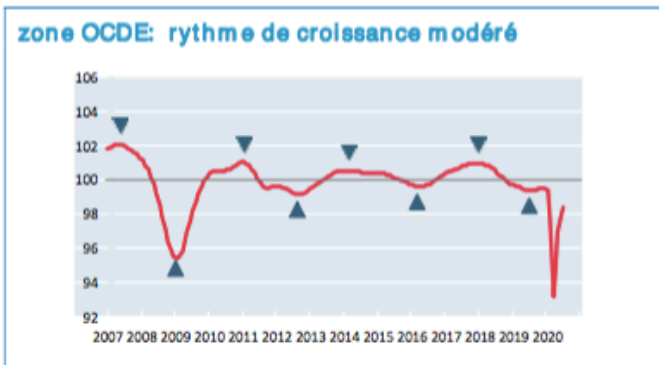
De son côté, l'OCDE publie également des statistiques sur l'évolution économique, d'autant plus intéressantes qu'elles s'intéressent à la longue période :

Percentage change in GDP, quarter-on-quarter

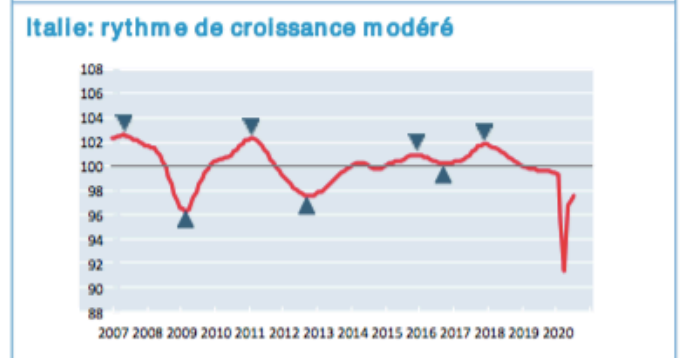
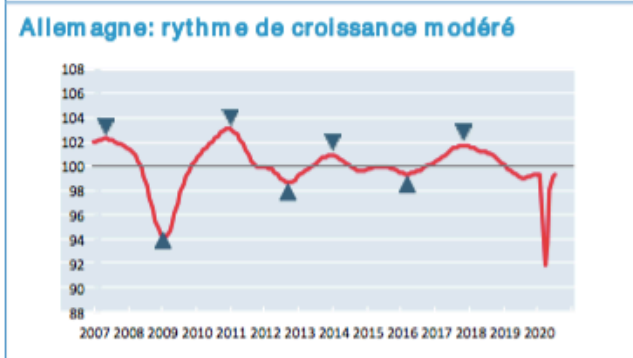
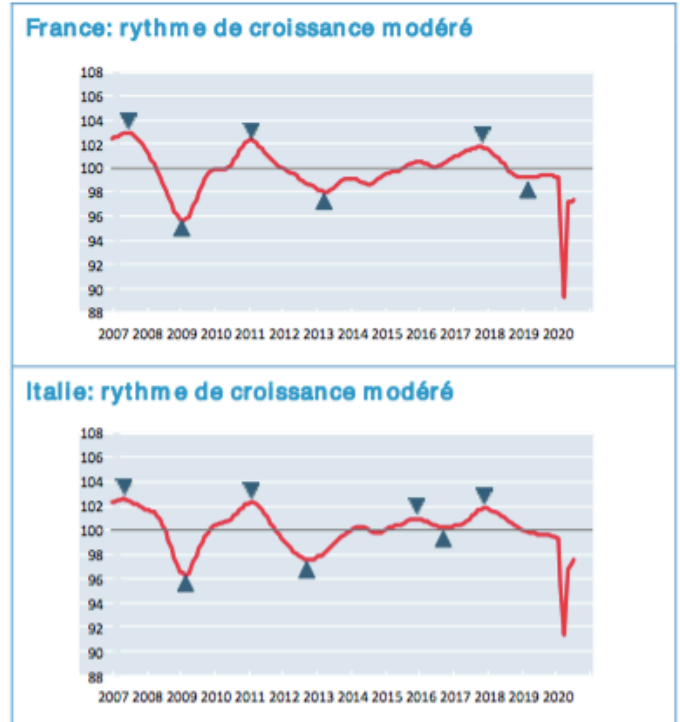
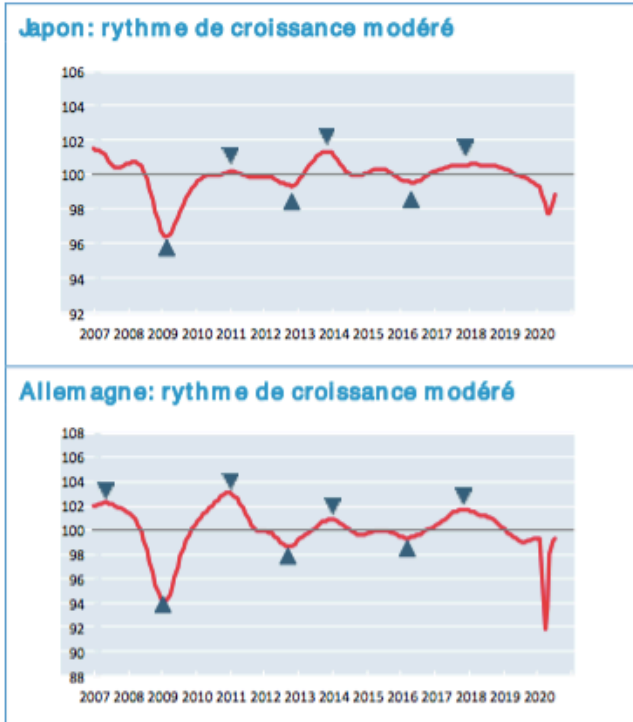


Source: OECD Economic Outlook 107 database.

L'OCDE publie régulièrement ses « indicateurs composites avancés » (voir note après les graphiques). Les graphiques suivants représentent l'évolution de ces indicateurs sur longue période :



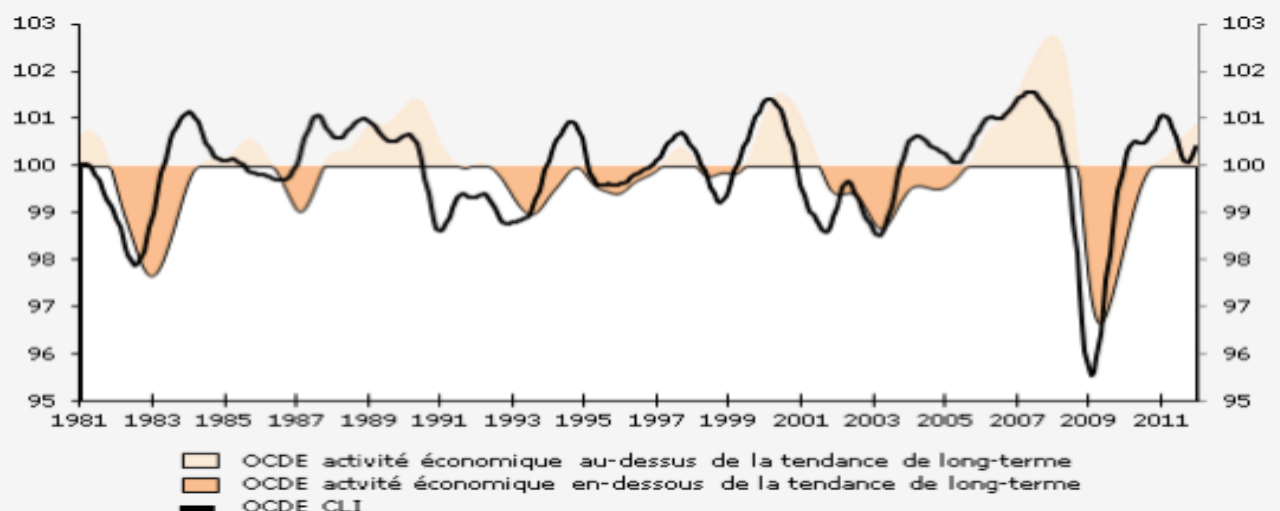
Les graphiques ci-dessus montrent les indicateurs composites avancés spécifiques à chaque pays. Les points de retournement des indicateurs composites avancés précèdent de six mois en général les points de retournement de l'activité économique par rapport à sa tendance. La ligne horizontale à 100 représente la tendance. Les triangles pleins marquent les points de retournement confirmés tandis que les triangles vides indiquent les points de retournement provisoires qui peuvent être modifiés.



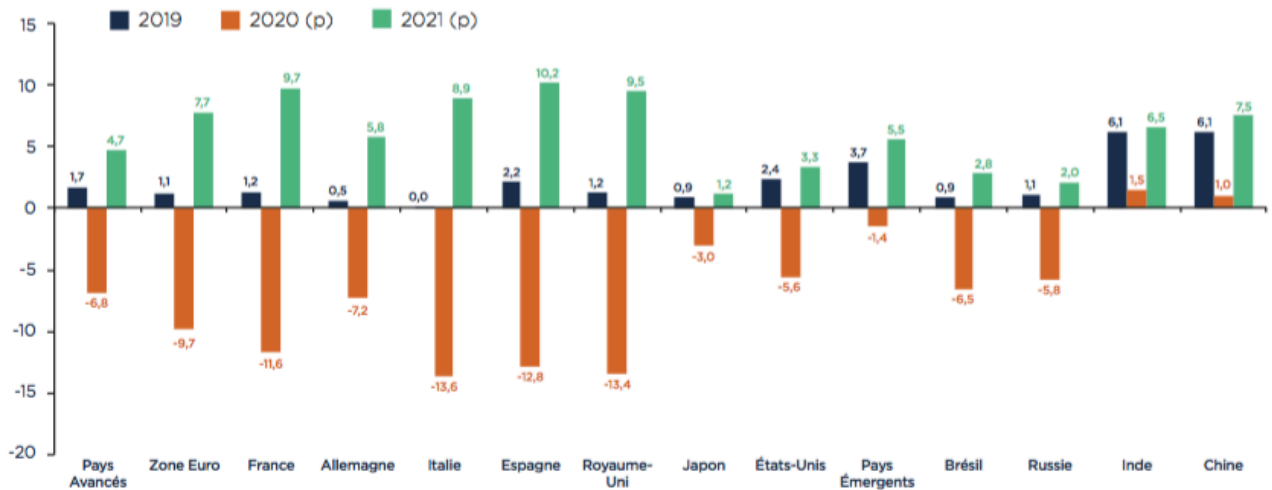
Le **système des indicateurs composites avancés de l'OCDE (CLIs)** est conçu pour signaler à l'avance les points de retournement du cycle économique – fluctuations des écarts de production, ou fluctuations de l'activité économique autour de son niveau potentiel de long-terme. De par cette approche centrée sur les points de retournement (pics et creux), l'indicateur composite avancé fournit des informations qualitatives sur les évolutions économiques à court terme plutôt que quantitatives. Quatre phases cycliques sont alors définies comme suit : expansion – l'indicateur composite avancé augmente et est au-dessus de 100 ; infléchissement – l'indicateur composite avancé diminue et est au-dessus de 100 ; ralentissement – l'indicateur composite avancé décroît et est en dessous de 100 ; reprise – l'indicateur composite avancé augmente et est en dessous de 100.

Les phases et les mouvements de l'indicateur composite avancé seront vraisemblablement suivis par ceux du cycle économique. Le graphique ci-dessous présente l'indicateur composite avancé ainsi que l'estimation du cycle économique de la zone OCDE. Les deux séries montrent de forts co-mouvements, mais les points de retournement de l'indicateur composite avancé précèdent, de manière constante, ceux du cycle économique. Ce caractère avancé varie, mais l'OCDE vise à ce que l'intervalle de variation soit compris entre six mois et neuf mois.

Indicateur composite avancé (CLI) et activité économique de la zone OCDE
(tendance de long-terme = 100)

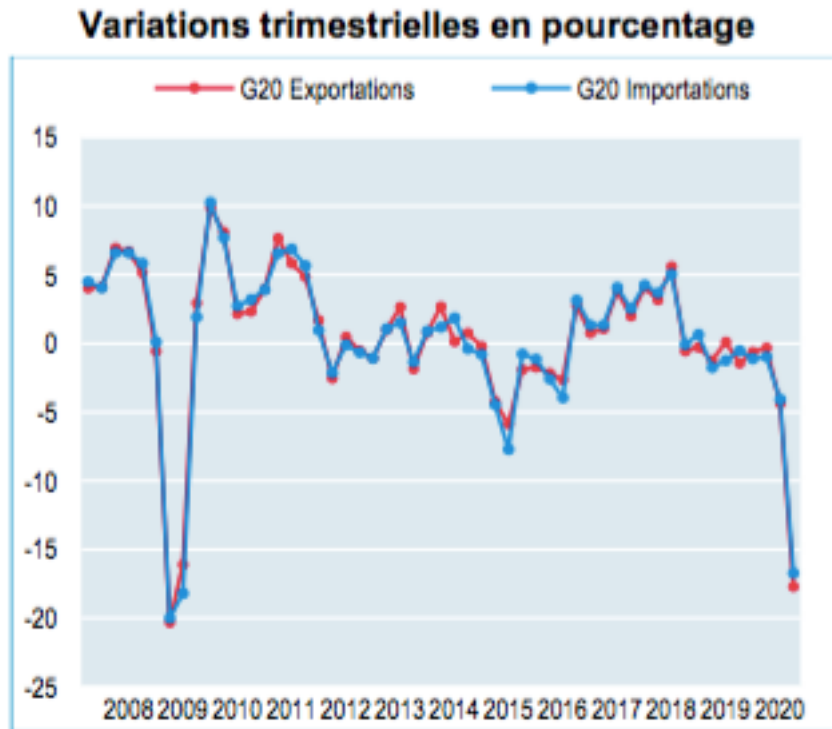


Prévision Coface de l'évolution du PIB
(pays sélectionnés, moyenne annuelle, %)



Source : FMI, Autorités nationales, Coface

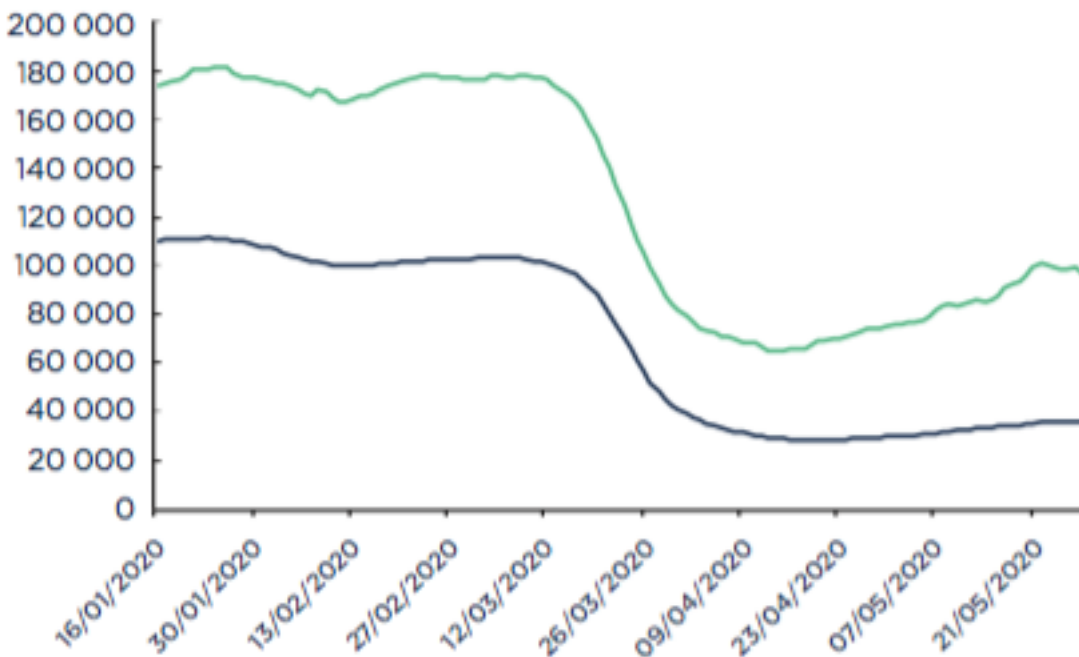
Pour le commerce international de marchandises :



Autre indicateur intéressant : l'évolution du nombre de vols dans le monde :

Nombre de vols dans le monde
(moyenne mobile de 7 jours)

— Nombre total de vols — Nombre de vols commerciaux



Sources : Flightradar24, Coface

- Septembre 2020 ->

Le jeudi 3, annonce par le gouvernement français de son plan de relance de 100 milliards d'euros, appelé « France Relance » (le Premier ministre Jean Castex est entouré de Bruno Le Maire, Barbara Pompili, Élisabeth Borne et Clément Beaune).

Voici la présentation qu'en fait le ministère de l'économie :

« Le Plan de relance de **100 milliards d'euros** s'articule autour de 3 priorités : **l'écologie, la compétitivité et la cohésion**. Il vient renforcer la mobilisation du Gouvernement immédiate et continue depuis le début de la crise. Il s'inscrit dans la continuité des 470 milliards d'euros déjà mobilisés depuis mars 2020 pour financer les mesures d'urgence destinées aux entreprises et salariés impactés par la crise sanitaire du Coronavirus COVID-19.

Le Plan de relance : volet Écologie

L'écologie est au cœur du Plan de relance. Sur 100 milliards d'euros, **30 milliards d'euros** sont destinés au financement de la transition écologique. L'objectif est d'accélérer la conversion écologique de l'économie française pour qu'elle soit plus durable et plus économe de nos ressources naturelles et atteindre la neutralité carbone d'ici 2050. Cette orientation stratégique se concrétise dans le Plan de relance à travers :

- la rénovation thermique des bâtiments,
- l'aide à la décarbonation de l'industrie,
- le bonus écologique,
- la prime à la conversion pour l'achat d'un véhicule propre,
- le développement des transports en commun,
- la transformation du secteur agricole,
- la recherche et l'innovation pour le développement de technologies vertes.

Le Plan de relance : volet Compétitivité

Pour favoriser le développement d'activité à forte valeur ajoutée en France et créer des emplois, le Plan de relance comporte aussi les transformations qui rendront notre économie plus compétitive. **La**

relance est la clé de notre souveraineté économique et de notre indépendance technologique. Cela se traduit notamment par :

- la baisse des impôts de production,
- l'investissement massif dans les technologies d'avenir (technologies vertes),
- le renforcement du soutien à la recherche,
- la formation,
- le développement de compétences,
- la valorisation des savoir-faire nationaux existants.

Le Plan de relance : volet Cohésion

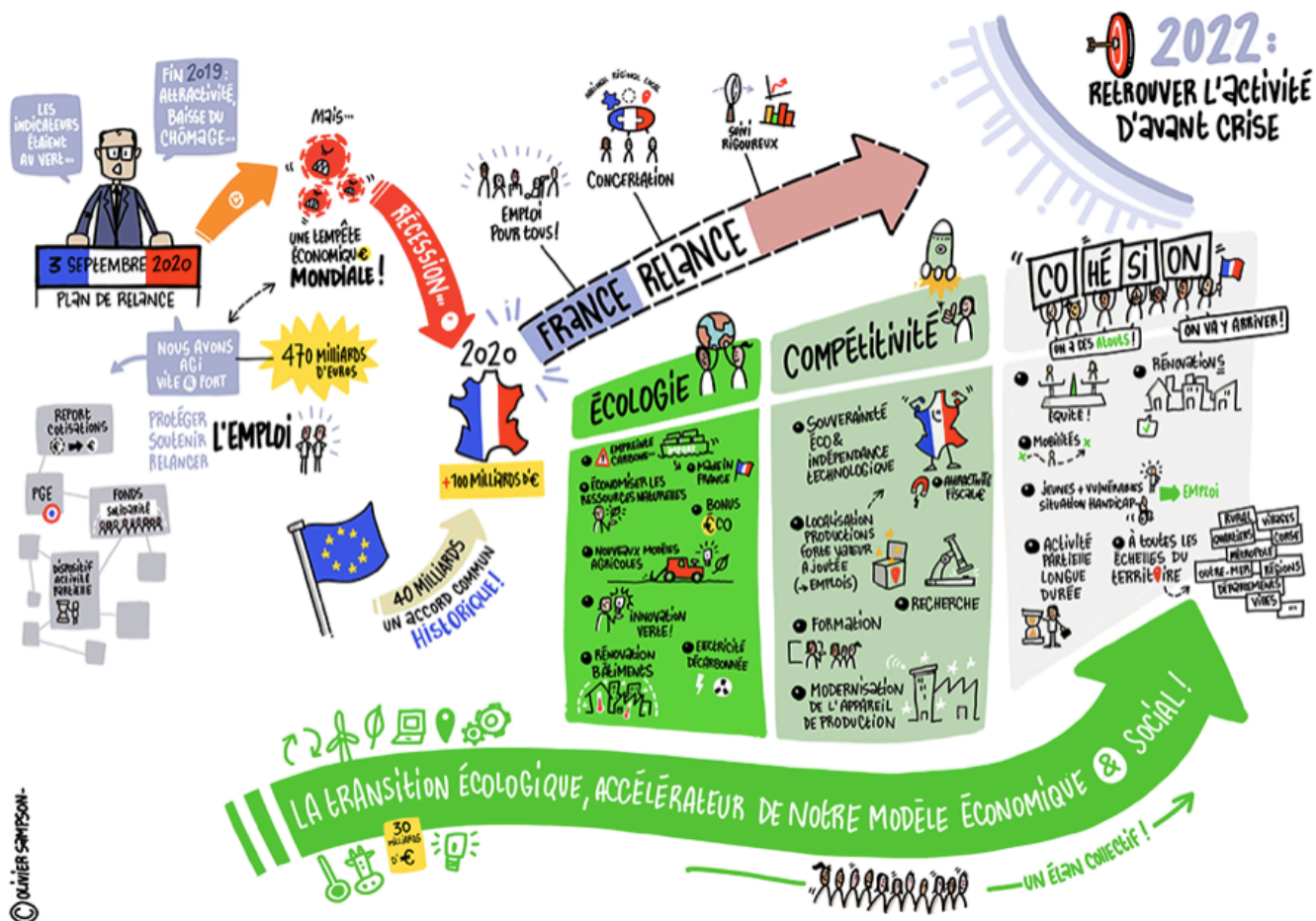
Pour éviter la hausse des inégalités en France en raison de l'impact économique de la crise, **la relance doit aussi être une relance sociale et territoriale.** Le Plan de relance porte ainsi un élan collectif à travers :

- le Ségur de la santé,
- l'accompagnement vers l'emploi des jeunes et des plus vulnérables, dont les personnes en situation de handicap,
- la sauvegarde de l'emploi (dispositifs d'activité partielle et de formation),
- le soutien aux personnes précaires (majoration de l'allocation de rentrée scolaire, hébergement d'urgence, plan de soutien aux associations de lutte contre la pauvreté),
- :la cohésion territoriale.

Une exécution immédiate du Plan de relance avec des 1^{ers} résultats :

Les mesures du Plan de relance entreront en vigueur progressivement jusqu'en 2022. Toutefois, certaines mesures ont déjà été adoptées dans le cadre de la 3^{ème} loi de finances rectificative (LFR3) pour 2020 (mesures pour l'emploi des jeunes, activité partielle de longue durée, soutien financier à la relocalisation notamment). La plupart des autres mesures seront inscrites dans les projets de loi de finances pour 2021 qui seront soumis à examen du Parlement en octobre 2020 et votés d'ici la fin de l'année 2020. Le Gouvernement fera du suivi de l'exécution du Plan de relance une priorité de la dernière partie du quinquennat ».

Sur le site gouvernemental dédié au plan de relance, on trouve ce schéma censé le résumer :



Rappelons que le Parlement européen doit se prononcer sur ce plan car 40% de ces 100 milliards du plan français de relance font partie du plan européen de relance.

Le besoin de financement sera satisfait par l'augmentation de la dette publique qui atteindra environ 125% du PIB : comme le dit B. Le Maire, sans aucun état d'âme, « c'est le temps de la dépense publique. (...) L'erreur à ne pas commettre, ce serait d'appuyer en même temps sur le frein et sur l'accélérateur. (...) Nous n'avons pas abandonné nos objectifs de rétablissement des finances publiques, mais ils s'inscrivent dans le long terme. Je souhaite que la dette publique baisse à partir de 2025 ». Il faut que B. Le Maire souhaite aussi que la BCE poursuive ses achats de dettes publiques... et que la stratégie de la BCE se rapproche donc de celle de sa consœur japonaise.

Par ailleurs, le but affiché du plan est de retrouver d'ici à la fin de 2022 le niveau de PIB de fin 2019, autrement dit d'effacer les effets récessionnistes de la crise sanitaire.

Bien qu'il faille globalement se féliciter du caractère volontariste de ce plan, son objectif sera très difficile à réaliser pour plusieurs raisons :

- . son montant est impressionnant puisqu'il correspond à 4 points de PIB mais l'économie française est 5 à 7 points en-deçà de son niveau normal : le plan est plutôt de ce point de vue un plan d'amortissement de la crise qu'un plan de relance de l'économie ;
- . d'ailleurs, un plan de relance est, dans le sens habituel de cette expression, davantage un plan de relance par la demande qu'un plan de relance par le soutien de l'offre. Or, le plan « France-Relance » est un plan de recomposition de l'offre. Il n'en est pas moins important pour autant, surtout que l'épargne accumulée alimenterait la demande si elle est dépensée, mais on comprend bien qu'il y a un problème crucial de « timing » : il faut que l'offre soit revivifiée avant que la demande ne se réveille, sinon il faudrait craindre un déficit commercial, comme en 1981 ; de plus, revitaliser l'offre aboutit à un moment ou à un autre à relancer la demande ;
- . un plan de relance par l'offre est plus difficile et plus long à mettre en place. La question de sa réussite tient dans les comportements que vont adopter les entreprises et dans le partage qui a été retenu entre la promotion des secteurs d'avenir et le soutien des secteurs en difficulté : il faut éviter tout acharnement thérapeutique pour tenter de sauver coûte que coûte les entreprises « zombies » et miser sur une stratégie de dynamique schumpétérienne ; mais encore faut-il pour cela qu'il soit possible de protéger davantage les personnes que les emplois, d'où l'importance des politiques de formation et de reconversion ;

L'EURO

. le plan est davantage structurel que conjoncturel et l'exemple de la crise des subprimes prouve que le PIB a du mal à retrouver son niveau après une récession. Cela ne doit pas masquer le fait qu'en tout état de cause il n'est pas possible de compenser une perte de PIB : d'abord, il faut comprendre que toute perte de PIB au cours d'une période est définitive et ensuite que souvent il y a une perte d'activité plus ou moins importante par rapport à la trajectoire sous-jacente d'avant la crise, c'est-à-dire par rapport à ce qui aurait pu se passer normalement s'il n'y avait pas eu de crise. Et cette perte de revenu, il faut que les agents économiques se la partagent entre eux (comme depuis le début des difficultés du capitalisme libéralo-financier, la déformation de la répartition des revenus va continuer à se faire au détriment des salariés). Et quand les récessions s'enchaînent, il y a accumulation de la perte de PIB. Rappelons que les crises ont commencé à se développer, de plus en plus rapidement et de plus en plus gravement, quand le néolibéralisme a supplanté le keynésianisme ;

. le plan est certes structurel mais son efficacité serait plus grande si certaines réformes avaient déjà été faites, notamment en matière d'efficacité de l'État en général et en particulier en matière de politiques d'éducation et formation, de santé et d'emploi. Ce déficit de réformes augmentera substantiellement le coût du plan de relance et de soutien pour les finances publiques (exemples du coût du chômage partiel, des aides à l'emploi, de l'imprévoyance et de l'incohérence en matière de santé, ...).

D'ailleurs, d'autres facteurs négatifs peuvent s'accumuler et se cumuler :

. toute récession entraîne une perte de capital matériel et humain et il y a par conséquent un effet amplificateur ; la conséquence en est forcément un affaiblissement de la croissance potentielle avec en même temps une réduction de la productivité qui ronge le PIB potentiel, d'où en définitive un profil de reprise qui ne peut être que faible à moyen terme ;

. comme le coronavirus peut être encore là pendant longtemps, le prolongement des mesures sanitaires risque de pérenniser un choc d'offre durable, d'où une baisse de la croissance potentielle et de la productivité, donc accroissement du chômage, y compris structurel, une déformation persistante de la répartition des revenus au détriment du travail, d'où une réduction de la demande, laquelle réduction ne peut qu'être renforcée par le profond climat d'incertitude et même d'inquiétude qui plombe les anticipations des agents économiques, en les encourageant à augmenter leur épargne de précaution, d'où la nécessité de politiques budgétaires expansives pour compenser au maximum, le maintien des taux d'intérêt à des niveaux très bas et une décorrélation encore accrue entre les prix au sein de la sphère financière et l'économie réelle ;

. la crise du coronavirus entraîne aussi une réduction importante de la mobilité du travail (confinements, restrictions des déplacements, ...), ainsi qu'une diminution des échanges internationaux de biens et services (patriotisme économique, tentatives de relocalisations, retour à des chaînes de valeur régionales...), d'où une pression à la baisse sur la croissance potentielle ; cette baisse a d'ailleurs déjà un caractère structurel et mondial à cause du ralentissement généralisé des gains de productivité et du vieillissement démographique ;

. non seulement la volonté de relocaliser des productions risque d'être déçue mais en plus la crise actuelle peut, comme l'ont fait toutes les précédentes, provoquer au contraire des délocalisations de la part des entreprises multinationales, qui ferment les sites les moins performants au profit de sites qui le sont davantage parce qu'elles sont uniquement guidées par les écarts de coût salarial unitaire. Or, comme le dit le spécialiste El Mouhoud Mouhoud en commentant le plan de relance : « on n'agit ni sur la traçabilité des chaînes de valeur en modifiant les règles d'origine du code douanier européen, ni sur le ciblage d'aides publiques à la R&D, ni sur la régulation des marchés publics... On distribue des aides financières sans avoir changé les règles du jeu ! ».

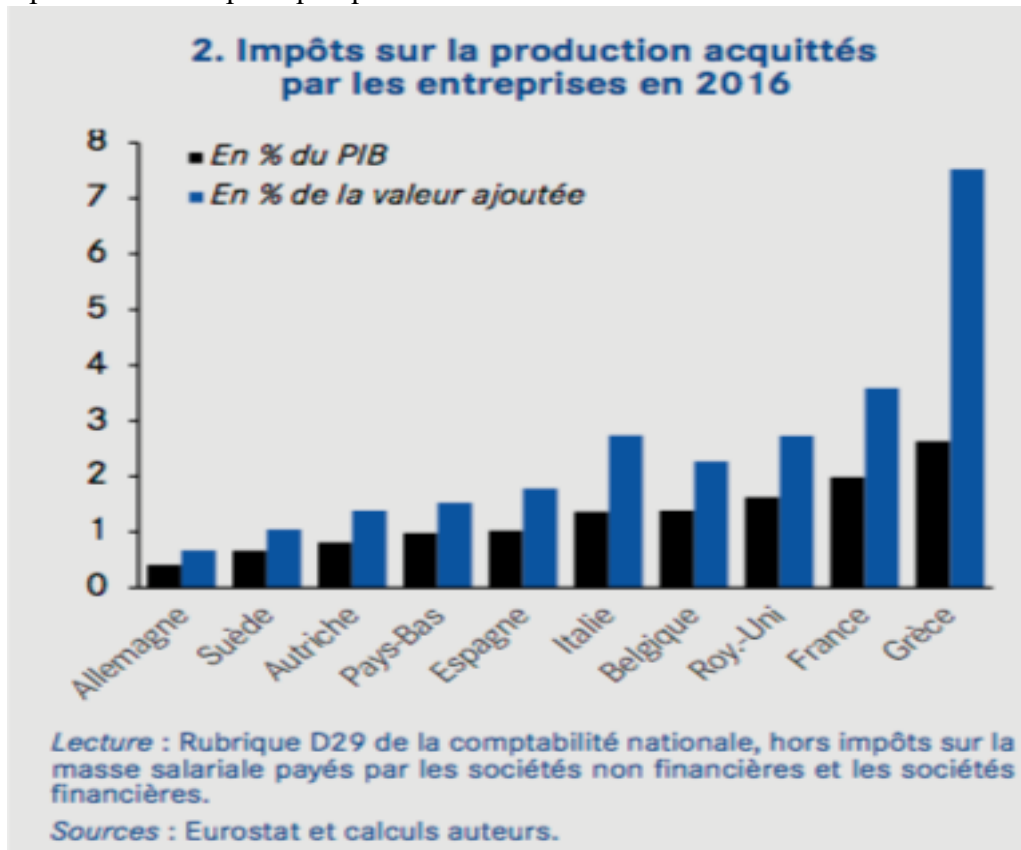
Tous ces facteurs vont dans le même sens : un amoindrissement de la croissance potentielle ; avec pour conséquence très négative à en attendre : une hausse du chômage structurel.

Quand on se souvient des propos guerriers du Président Macron au début de la pandémie et quand on se demande si la reprise est pour bientôt, on peut se poser la question de savoir si, à l'heure qu'il est, on est dans une situation que l'on peut comparer à celle du lendemain de la seconde guerre mondiale. Pour répondre, les optimistes ne manqueraient pas d'évoquer la période des « trente glorieuses », portée à l'époque à la fois par la nécessité de tout reconstruire, par de formidables progrès techniques et par un Plan Marshall qui a débouché sur l'américanisation du système économique européen grâce au couple taylorisme/fordisme qui s'est combiné au keynésianisme pour former un triptyque très solide. Mais comparaison n'est pas forcément raison : certes, le plan de relance européen et les plans de relance nationaux qui s'y ajoutent peuvent rappeler le plan Marshall mais d'une part, l'effort de reconstruction actuel est d'une tout autre nature que celui d'hier puisqu'il aboutit plutôt à un déclasserement de nombreuses activités qu'à un véritable choc de destruction créatrice, d'autre part le progrès technique n'est pas vraiment au rendez-vous puisque la productivité reste en berne et enfin, le système économique global continue à dysfonctionner car le capitalisme reste très financiarisé, qui non seulement accumule les vulnérabilités financières (problèmes de la circularité entre endettement et hausse des prix d'actifs et de l'inefficience des marchés de capitaux) mais est aussi fondamentalement inégalitaire, et ses avatars actuels comme les capitalismes cognitif, numérique, de plateformes et de surveillance lui donnent des aspects parfois inquiétants.

À propos de comparaisons, on peut comparer aussi la crise actuelle avec la dernière crise systémique en date, celle de 2007-2008. Nous avons déjà établi ici plusieurs relations entre les deux crises. Ce que l'on peut souligner ici, c'est que

la crise actuelle est encore bien davantage que l'autre la marque de la faillite du capitalisme néolibéral dans la mesure où il est maintenant évident que ce capitalisme néolibéral ignore les biens communs et leur détérioration en maux communs dans la mesure où la dégradation des habitats naturels conduit à la dissémination de virus qui vivent dans des espèces animales résilientes. Comme le préconise Michel Aglietta, « un Green New Deal Global est le seul avenir possible de la mondialisation » (Lettre du CEPII d'avril 2020).

Parmi les nombreuses mesures annoncées, il y en a une que les entreprises demandaient depuis longtemps pour retrouver des conditions plus normales d'assurer leur compétitivité : la baisse des « impôts de production ». Le Conseil d'analyse économique (CAE) avait consacré à ces impôts une note intéressante en juin 2019, sous la plume de Philippe Martin et Alain Trannoy. Nous en reproduisons ci-après quelques extraits :



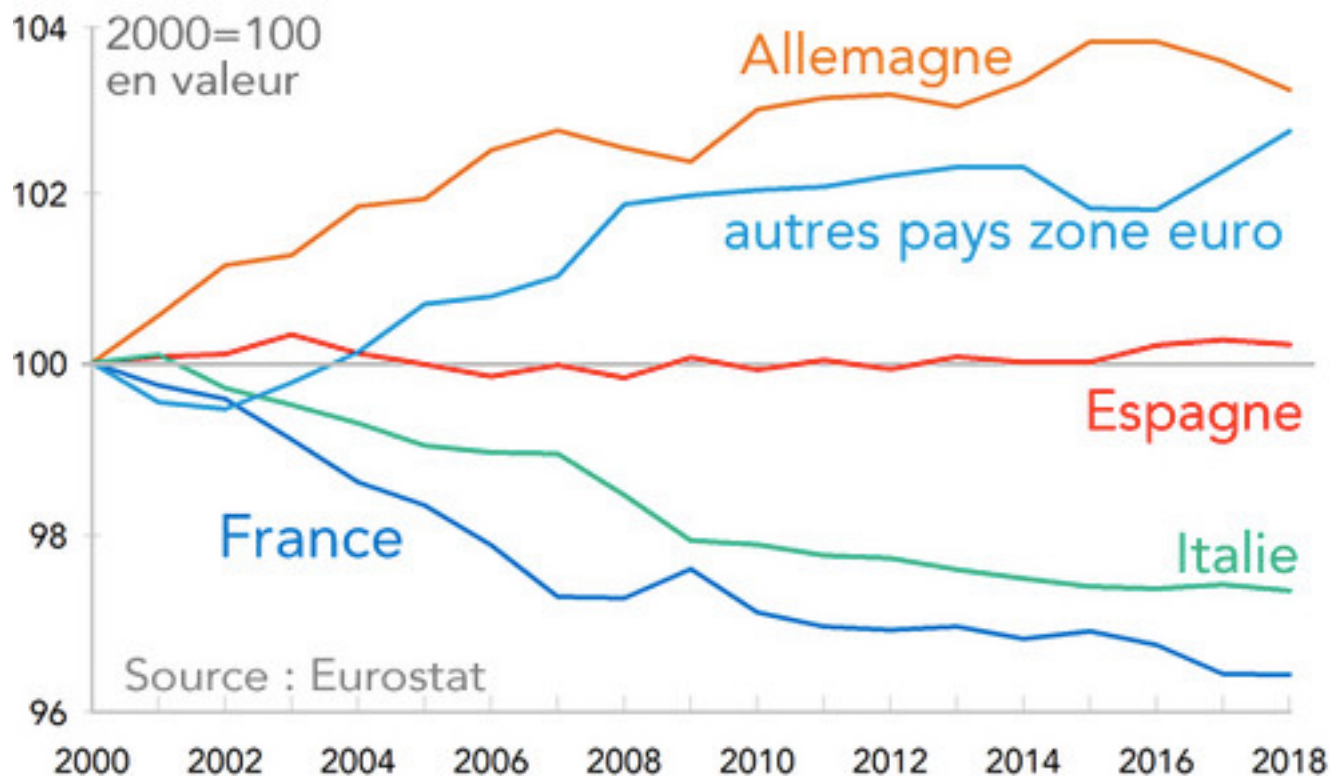
« La France se distingue par un niveau élevé d'impôts sur la production, qui affectent la compétitivité des entreprises situées sur son territoire. Ces impôts pèsent lourd dans les comptes des entreprises avec notamment des taxes sur le foncier commercial et industriel, une contribution sur la valeur ajoutée, une taxe sur le chiffre d'affaires (CA), ainsi qu'une myriade de taxes secondaires.

L'analyse économique enseigne que les impôts sur la production sont les plus nocifs en raison des distorsions qu'ils engendrent tout au long de la chaîne de production. Contrairement à l'impôt sur les bénéfices ou la TVA, les impôts sur la production affectent directement les décisions des entreprises en termes de choix des modes de production et de prix et peuvent donc pénaliser leur productivité et leur compétitivité. De plus, en taxant les entreprises en haut du compte d'exploitation, les impôts sur la production augmentent leur point mort et peuvent expliquer, avec d'autres facteurs, la relative atrophie du secteur productif français et, en particulier, des TPE et PME. (...) ».

Dans son « volet compétitivité », le plan gouvernemental fixe un objectif peut-être plus important encore que la baisse des coûts de production pour accroître la compétitivité de notre système productif : « le développement des compétences ». Mais sa réalisation va prendre tellement de temps qu'on peut se poser la question de savoir si la France va pouvoir éviter la « dévaluation interne », tellement il y a un déphasage entre la grille des salaires et la grille des compétences. Il faut admettre que l'on ne peut pas avoir en même temps un coût du travail élevé et des compétences relativement faibles : on ne peut rester compétitif avec un coût du travail élevé qu'à la seule condition que les compétences soient à la hauteur ; et quand ce n'est pas le cas, le déficit de compétitivité est une cause de désindustrialisation. C'est essentiellement ce décalage coût du travail/compétences de la population active qui explique la différence de situation entre la France et l'Allemagne en matière d'industrie. Un autre défaut de notre structure d'offre explique nos problèmes de compétitivité : notre incapacité à faire monter en gamme nos productions.

Le schéma suivant positionne les différents pays de la zone euro en fonction de leur niveau de compétitivité, apprécié par la part de leurs exportations (de biens et services) au sein des exportations totales de la zone euro :

Part des exportations de biens et services dans les exportations de la zone euro



En 2018, la part pour la France était de 14,3%. Le schéma montre clairement que la compétitivité s'est très dégradée sur la petite vingtaine d'années analysée. Il se dégage trois groupes de pays, l'Italie et la France, dont la situation se détériore, l'Espagne qui parvient à se maintenir, et l'Allemagne et les autres pays dont la compétitivité ne cesse d'enregistrer des progrès.

À propos du phénomène de désindustrialisation, la « tertiarisation » de l'économie est certes un phénomène général, mais la désindustrialisation prend en France un caractère spécialement prononcé, et cela pour plusieurs raisons, économiques mais aussi politiques.

Les raisons économiques peuvent être classées selon le critère endogènes/exogènes.

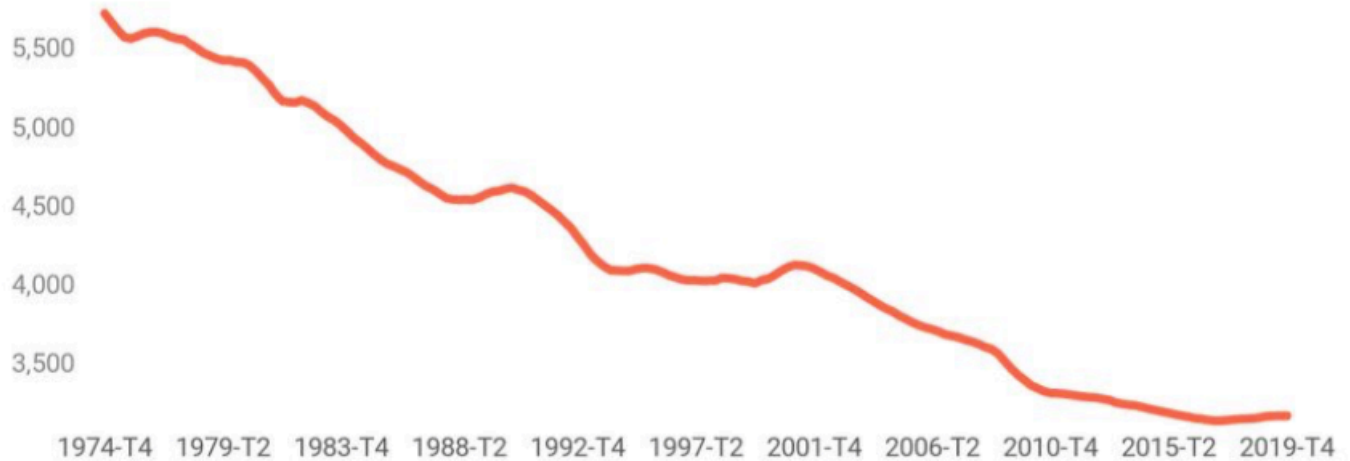
Les raisons économiques endogènes correspondent d'abord à des changements de structure, non seulement dans le système productif et donc aussi de l'investissement, sous la pression du progrès technique qui a entraîné non seulement une externalisation consistant à transférer vers les services des activités qui relevaient au départ de l'industrie mais aussi, et surtout, une augmentation du prix relatif des services, dans la sphère de la consommation avec des changements dans les préférences des consommateurs qui répondent aux lois d'Engel, dans la spécialisation internationale selon la loi des avantages comparatifs, mais aussi dans le système éducatif : sa massification n'a pas conduit à sa démocratisation et l'enseignement technique y souffre d'un déficit d'image très préjudiciable. Il y a d'autres raisons endogènes : d'abord, les politiques monétaires (politique du « Franc fort » et désinflation compétitive) et budgétaires (la recherche de la maîtrise des dépenses publiques a constamment touché en priorité les dépenses d'investissement et les dépenses régaliennes), ensuite une politique industrielle, qui, malgré le colbertisme héréditaire français, a débouché sur de mauvais choix d'orientation pour notre système productif (difficultés accumulées d'entrer dans la 3^{ème} révolution industrielle), enfin une faiblesse caractérisée du capitalisme français (un capitalisme sans capitalistes).

Les raisons économiques exogènes sont de quatre ordres : premièrement, il y a la financiarisation généralisée de l'économie à laquelle la France a adhéré de manière excessive, deuxièmement, la monnaie unique européenne dont le taux de change a été constamment surévalué pour notre économie, troisièmement, les politiques européennes, inspirées par l'ordolibéralisme, obligent à s'astreindre à des politiques qui sont punitives pour l'économie française, surtout qu'il n'y a pas de préférence

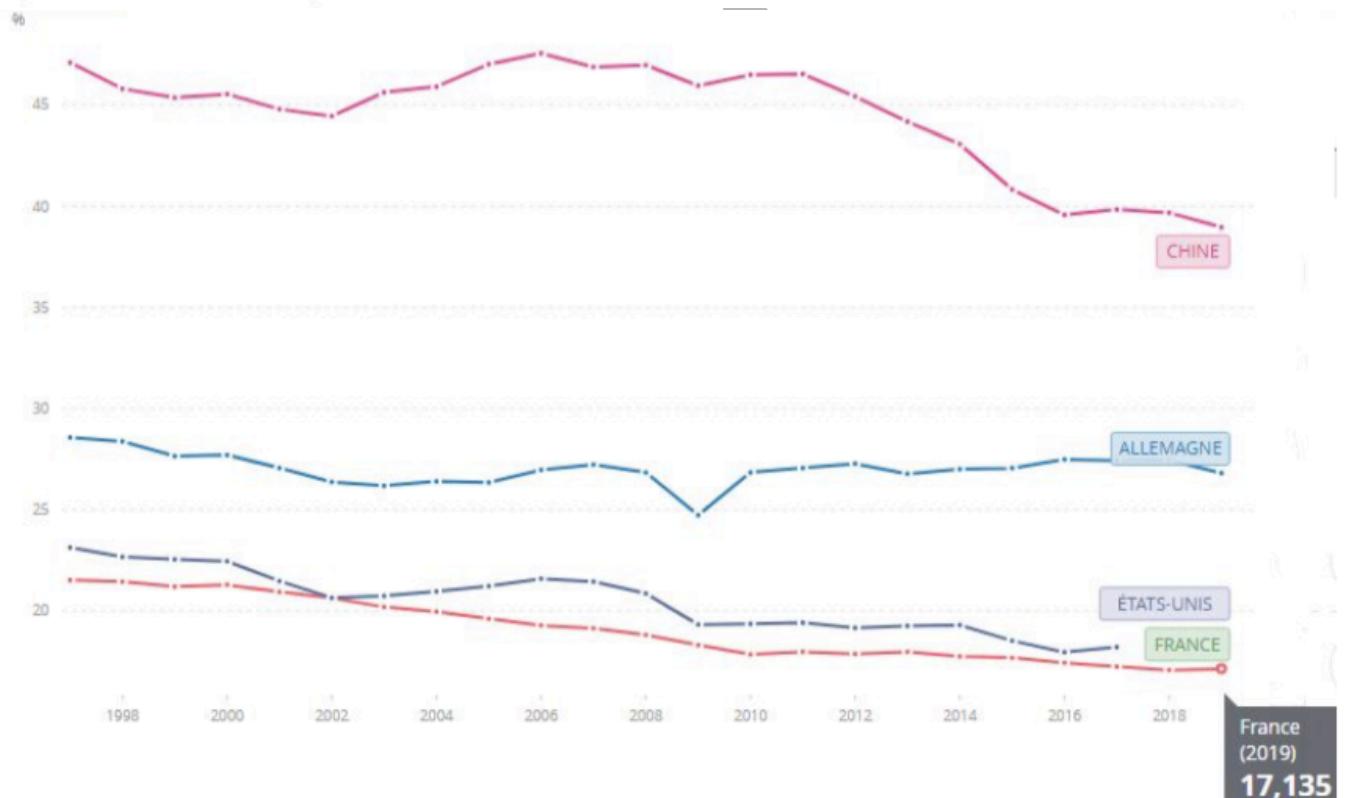
L'EURO

nationale et que l'on a abandonné la préférence communautaire, et quatrièmement, toute crise - et les crises se sont succédées à un rythme très soutenu depuis le basculement vers un capitalisme néolibéral - entraîne de la désindustrialisation parce qu'elle réduit la croissance potentielle, d'où baisse du besoin d'investissement et qu'elle pousse les agents, ménages et entreprises à se désendetter, d'où baisse de leurs dépenses.

La raison politique correspond à l'erreur stratégique qui a été faite en France de privilégier le secteur des services sous prétexte que les services ne sont pas ou très peu délocalisables et que c'est donc une stratégie qui défend l'emploi. Non seulement miser excessivement sur le secteur des services a été une erreur stratégique mais de plus il est inexact que les services ne soient pas délocalisables : la crise sanitaire accentue même le mouvement de fond de délocalisation des services en concernant aussi les tâches même élaborées.



Il y avait 5,720 millions emplois industriels en 1974, 3,167 millions fin 2019



Part de l'industrie dans le Produit intérieur Brut comparé entre la Chine, l'Allemagne, les Etats Unis et la France. • Crédits : Banque mondiale

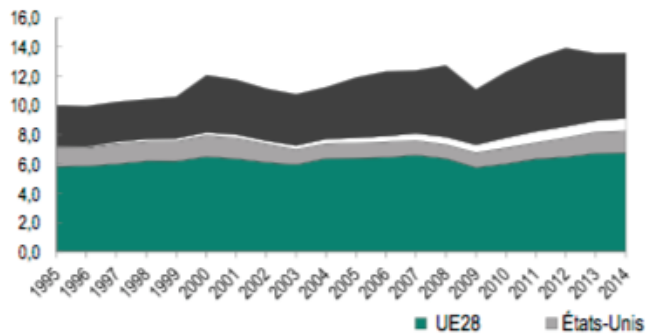
Comme le prouve actuellement l'affaire des masques, des tests et des médicaments, la désindustrialisation de la France a pour conséquence une dépendance de notre pays à l'égard de l'étranger, y compris dans des secteurs vitaux. Cette dépendance est d'autant plus forte que cette désindustrialisation s'inscrit dans un profond mouvement de mondialisation des chaînes de valeur. Rappelons que l'expression « chaînes de valeur » vise l'organisation mondiale de la production caractérisée par la répartition des différentes étapes de la production entre plusieurs pays et par l'enchaînement des fabrications intermédiaires et des transformations débouchant sur un produit fini. Ces chaînes de valeur mondialisées entraînent de fortes interdépendances entre pays et donc plus spécifiquement un phénomène de dépendance dont peuvent souffrir plus certains pays que d'autres, en particulier dans des périodes de crises comme on le vit lors de la crise du coronavirus. Cette

L'EURO

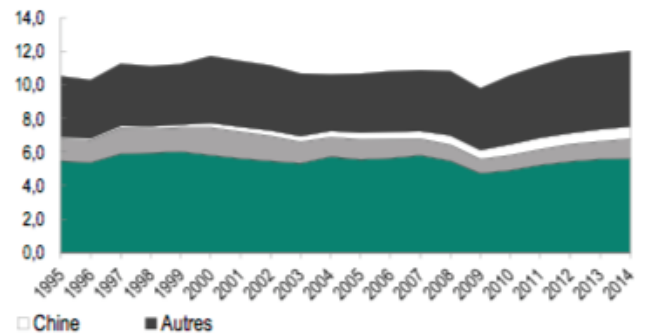
dépendance internationale est double : il y a la dépendance du côté de l'offre via l'approvisionnement en intrants et il y a celle du côté de la demande via l'utilisation par l'étranger de produits intermédiaires produits sur le sol national.

Le graphique montre l'évolution pour la France de ces deux formes de dépendance internationale :

Graphique 1 – Dépendance de la France à l'offre étrangère (1995-2014)



Graphique 2 – Dépendance de la France à la demande étrangère (1995-2014)



Source : base WIOD (World Input-Output Database) de 2013 et 2016.

Source : La Lettre du CEPII n°409, de juin 2020, sous les signatures de Arielle Reshef et Gianluca Santoni.

La crise du Covid met donc au-devant de la scène la désindustrialisation et amène par conséquent les responsables à promouvoir par tous les moyens des mesures de réindustrialisation. Seulement, les trois grands pôles de l'économie mondiale, États-Unis, Chine et Europe, font ensemble le même diagnostic et adoptent les mêmes mesures, si bien que la concurrence entre eux va se trouver de plus en plus exacerbée et cela d'autant plus que la demande totale en biens industriels a tendance à diminuer. Comme cette concurrence ne peut pas facilement s'exprimer par les coûts et/ou les impôts, vu les circonstances, elle va se traduire à court terme à coups d'aides publiques, de financements privilégiés, d'investissements publics et à plus long terme par les compétences de la population active.

Dans le même ordre d'idées, certains pensent que la crise du Covid peut être l'occasion pour la France et pour l'Europe de réaliser une montée en gamme de leur économie, poussée qu'elle peut être par les relocalisations, la digitalisation et la transition énergétique ; mais rien n'est moins sûr, non seulement parce que les relocalisations seront plus difficiles et moins nombreuses qu'on ne le croit mais aussi à cause de facteurs qui peuvent pousser à une évolution contraire comme la bipolarisation du marché du travail et la faible taille du secteur technologique.

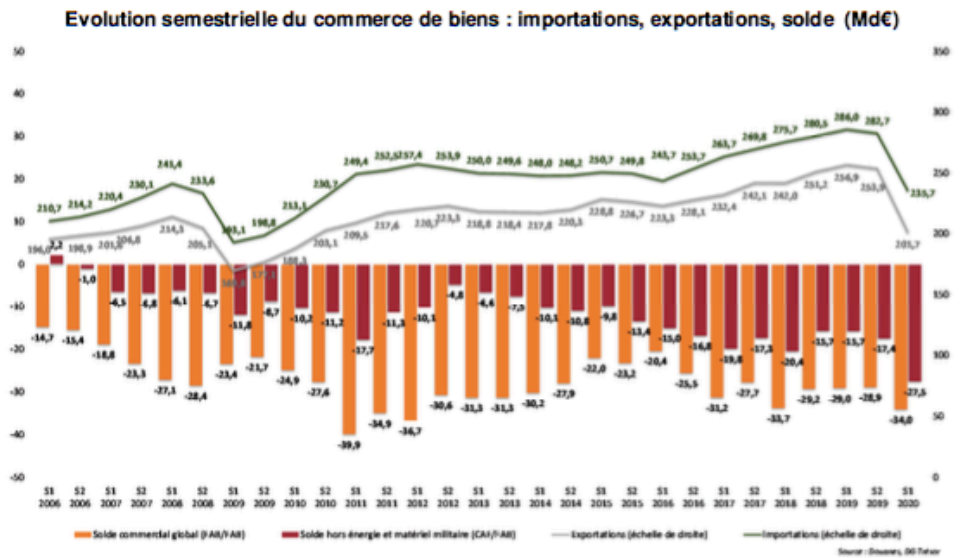
Au sujet du risque de « dévaluation interne », il faut insister sur le fait que la France - de même que l'Italie - s'est toujours refusée à utiliser cette politique parce que, en dehors du fait qu'elle est coûteuse pour les salariés qui en font les frais et pour les gouvernants qui la mettent en œuvre, il est logique que les gains de productivité soient distribués au moins en partie sous forme d'augmentations de salaires. Or, la France et l'Italie sont dans ce domaine aux prises avec des partenaires européens qui ont pratiqué au contraire de la « dévaluation interne » ; ce qui est donc ni plus ni moins de la dévaluation compétitive, forme subtile de stratégie non coopérative !

Rappelons qu'un État dispose en principe de 3 types de politiques conjoncturelles : la politique monétaire, la politique de change et la politique budgétaire. Pour un pays de la zone euro, la politique monétaire est entre les mains de la BCE et non plus dans celles de sa propre Banque centrale, la politique de change n'est plus possible non plus, surtout que l'euro est en système de changes flexibles, à moins qu'on décide de mettre en œuvre la politique de substitution qu'est la dévaluation interne mais elle est très coûteuse socialement et politiquement. Alors, c'est en réalité sur la seule politique budgétaire que doivent reposer les ajustements nécessaires. Mais cela pose évidemment la double question du déficit et de la dette publics. La condition pour que la politique budgétaire puisse, dans ces circonstances, remplir pleinement et sans risque de dérapage sa fonction d'ajustement est qu'il y ait une solidarité budgétaire au niveau de la zone euro (donc un fédéralisme budgétaire) et/ou que la BCE puisse monétiser de manière permanente les déficits publics, autrement dit que l'on verse dans la « dominance fiscale ».

Au bout du compte, la France enregistre depuis de très nombreuses années un déficit extérieur important et la Covid-19 aggrave la situation :

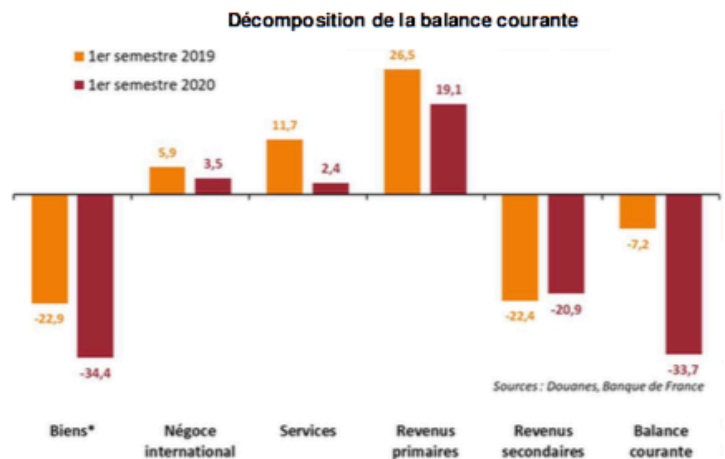
Echanges de biens

- La chute des exportations atteint 21,5 % et celle des importations 17,6 % (par rapport au 1^{er} semestre 2019).
- Une baisse sans précédent depuis la deuxième Guerre mondiale (-20,8 % sur les exportations au 1^{er} semestre 2009).
- Le déficit se dégrade (34,0 Md€ contre 29,0 Md€ au 1^{er} semestre 2019), la baisse des exportations étant plus marquée que celle des importations.



Une nette dégradation de la balance courante

- La quasi-totalité des composantes du compte courant de la balance des paiements se dégradent : biens, négoce international, services, revenus primaires (dont revenus d'IDE, en lien avec la baisse des résultats nets des filiales françaises à l'étranger).
- Au total, notre déficit courant semestriel se dégrade à 33,7 Md€ contre 7,2 Md€ au premier semestre 2019.



*Les données de commerce de biens au sens de la Banque de France diffèrent des données des Douanes et incluent notamment le négoce international

Remarque importante : le solde de la balance courante française s'explique essentiellement par celui de la balance des biens, le solde de la balance des services – régulièrement positif – ne jouant relativement que très peu. Or, dans le solde de la balance des biens, le solde de la balance des biens manufacturiers s'est constamment dégradé au point d'expliquer pratiquement la moitié de la dégradation du solde de la balance commerciale. Si le solde de la balance des biens manufacturés se dégrade, cela signifie que des importations se substituent à de la production intérieure, d'où aggravation de la désindustrialisation. Autrement dit, il y a un lien mécanique entre déficit commercial et désindustrialisation. Et le mécanisme est renforcé à chaque plan de relance parce que la relance de la demande donne un coup de pouce aux importations dont la vigueur dépend de la propension marginale à importer. Mais la désindustrialisation n'est pas seulement en relation avec l'équilibre extérieur. La désindustrialisation nuit aussi à d'autres variables économiques importantes : la productivité (systématiquement plus élevée dans l'industrie que dans les services), le niveau des salaires,

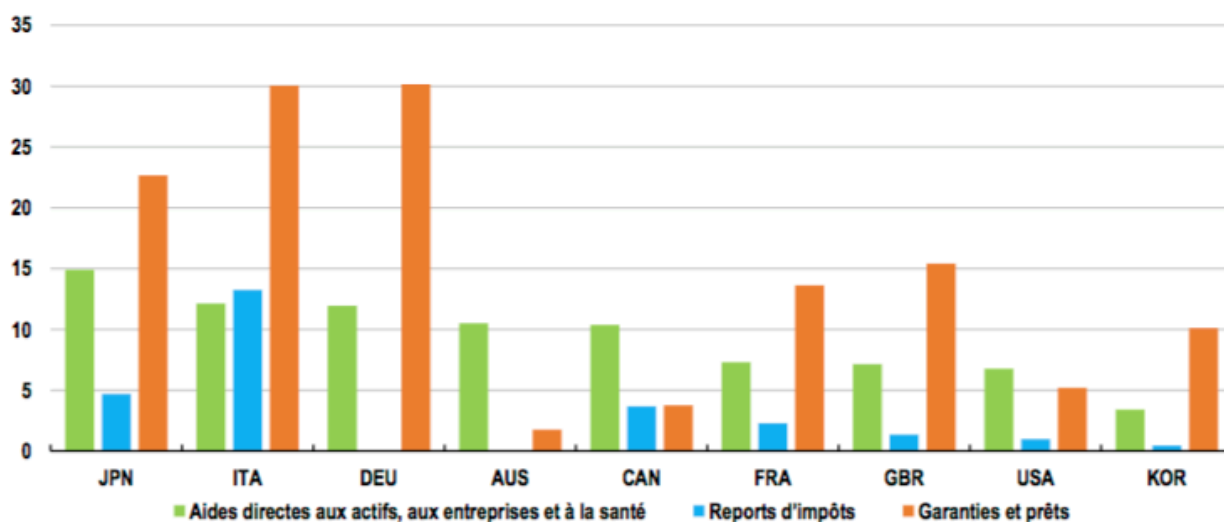
L'EURO

la quantité et la qualité des emplois, et elle réduit les effets d'entraînement qu'a naturellement l'industrie sur le reste de l'économie ; elle mine tout à la fois le tissu productif et le maillage territorial.

Le plan France-Relance rencontre comme tout plan de cette sorte une double difficulté, celle d'être à la fois pertinent en ce sens qu'il doit tenir compte des différences de situation entre les secteurs et cohérent en ce sens qu'il doit tenir compte des propensions des agents en matière d'épargne (l'épargne accumulée par les Français depuis le début de la crise, tellement leurs inquiétudes sont importantes, est évaluée au même montant que le plan France-Relance lui-même : 100 milliards d'euros !) et d'importation (ne pas faire la même erreur qu'en 1981). On exprime souvent le souci que les Français nuiraient à la relance s'ils ne consommaient par leur épargne au moins en partie. C'est oublier que de toute façon, si l'épargne n'est pas consommée, elle profite à ceux qui en ont besoin, l'État et les entreprises : autrement, dit, elle est toujours recyclée dans le circuit économique. Par contre, les entreprises accumulent du « cash » à l'occasion de la crise grâce aux aides reçues et aux baisses d'impôts et de charges et la question est de savoir ce qu'elles vont en faire : thésaurisation ou investissement ? Le choix dépend en grande partie des politiques économiques menées.

Dans ses prévisions économiques de septembre 2020, l'OCDE met en regard les mesures de soutien budgétaire annoncées par plusieurs pays depuis le début de la pandémie. Voici le schéma que propose l'OCDE pour faire la comparaison :

Estimations officielles des mesures de soutien budgétaire, en % du PIB 2019



Note : Les pays sont classés en fonction de l'ampleur des mesures de soutien ayant une incidence directe sur le budget. Le graphique présente les estimations officielles, lorsque celles-ci sont disponibles, du soutien financier inclus dans les trains de mesures d'urgence annoncés dans certaines économies avancées en réponse à la crise du COVID-19, à la date du 14 septembre. Souvent, ces estimations sont fortement entachées d'incertitude du fait d'inconnues concernant la durée de la crise et la participation du secteur privé aux différents programmes, et peuvent ne pas être pleinement comparables d'un pays à l'autre.

Source : Calculs de l'OCDE d'après des estimations officielles.

Et on lit un peu plus bas :

« (...) De nouveaux dispositifs de relance, visant à renforcer la demande agrégée et les perspectives d'une reprise plus solide, sont également en cours de déploiement dans plusieurs économies avancées dont la France, l'Allemagne et l'Italie. En Europe, le Plan de l'UE pour la relance de l'économie européenne (baptisé « Next Generation »), doté de 750 milliards EUR (soit 5.5 % du PIB 2019 de l'UE-27) et financé grâce à l'émission de dette commune, apportera également un soutien appréciable à l'investissement, quoique surtout après 2021, sous la forme de subventions et de prêts. Enfin, aux États-Unis, les autorités ont réduit la voilure dans les mesures de soutien des revenus depuis cet été, mais les prévisions reposent sur l'hypothèse d'un nouveau dispositif de relance, doté d'une enveloppe de 1 500 milliards USD (près de 8 % du PIB 2019), qui serait approuvé cet automne. (...) ».

Paradoxalement, le jour même où le gouvernement annonce un plan censé modifier en profondeur l'économie française sur plusieurs années, François Bayrou est nommé Haut-commissaire au Plan. Le décret (re)créant l'institution est paru la veille, le mercredi. Il précise que le HCP, rattaché directement à l'Élysée et non à Matignon comme l'est France Stratégie, va être « chargé d'animer et de coordonner les travaux de planification et de réflexion prospective conduits pour le compte de

l'État et d'éclairer les choix des pouvoirs publics au regard des enjeux démographiques, économiques, sociaux, environnementaux, sanitaires, technologiques et culturels ».

On peut se demander si la création du HCP ne s'explique pas essentiellement par la volonté d'y nommer F. Bayrou, et 200 autres personnes (!), autrement dit si ces décisions ne sont pas seulement politiques. En tous les cas, ce nouveau HCP n'a rien à voir avec l'ancien ; surtout que c'est un Haut-commissariat sans plan puisque la nomination intervient le jour même où le plan de relance est annoncé... pour avoir des effets sur 30 ans !

Le jeudi 10, réunion de politique monétaire de la BCE.

Voici son communiqué de presse :

« Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a pris les décisions de politique monétaire suivantes.

1) 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 - 0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

2) Le Conseil des gouverneurs poursuivra ses achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1 350 milliards d'euros. Ces achats contribuent à assouplir l'orientation globale de la politique monétaire et à compenser ainsi l'incidence à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. Les achats vont se poursuivre dans le temps, de façon souple, entre les différentes catégories d'actifs et juridictions. Le Conseil des gouverneurs pourra ainsi contrecarrer efficacement les risques pesant sur une transmission harmonieuse de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP au moins jusqu'à fin juin 2021 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Le Conseil des gouverneurs réinvestira les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2022. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

3) Les achats nets en vertu du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) vont continuer à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, ainsi que les achats au titre de l'enveloppe supplémentaire temporaire à hauteur de 120 milliards d'euros, jusqu'à la fin de l'année. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE. Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

4) Le Conseil des gouverneurs continuera également à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, les volumes souscrits lors de la dernière opération de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ont été très élevés, ce qui soutient l'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises et aux ménages.

Le Conseil des gouverneurs reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie ».

Autrement dit, la BCE ne modifie en rien sa politique monétaire. Par contre, lors de son intervention devant la presse, Christine Lagarde, bien qu'elle affirme que « je n'ai jamais et je ne commenterai jamais le niveau du taux de change », elle reconnaît en même temps qu'elle « surveille attentivement » le taux de change de l'euro. Certes, il avoisine maintenant 1,20 \$ mais en réalité il reste plutôt sous-évalué. D'ailleurs, la déclaration de la présidente de la BCE n'a pas d'effet sur le marché des changes puisque l'euro continue à progresser.

Ce même jeudi 10, la Cour des comptes européenne publie un Document d'analyse « La réponse de l'UE à la stratégie d'investissement étatique de la Chine » (https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/RW20_03/RW_EU_response_to_China_FR.pdf)

Dans la synthèse, on lit notamment :

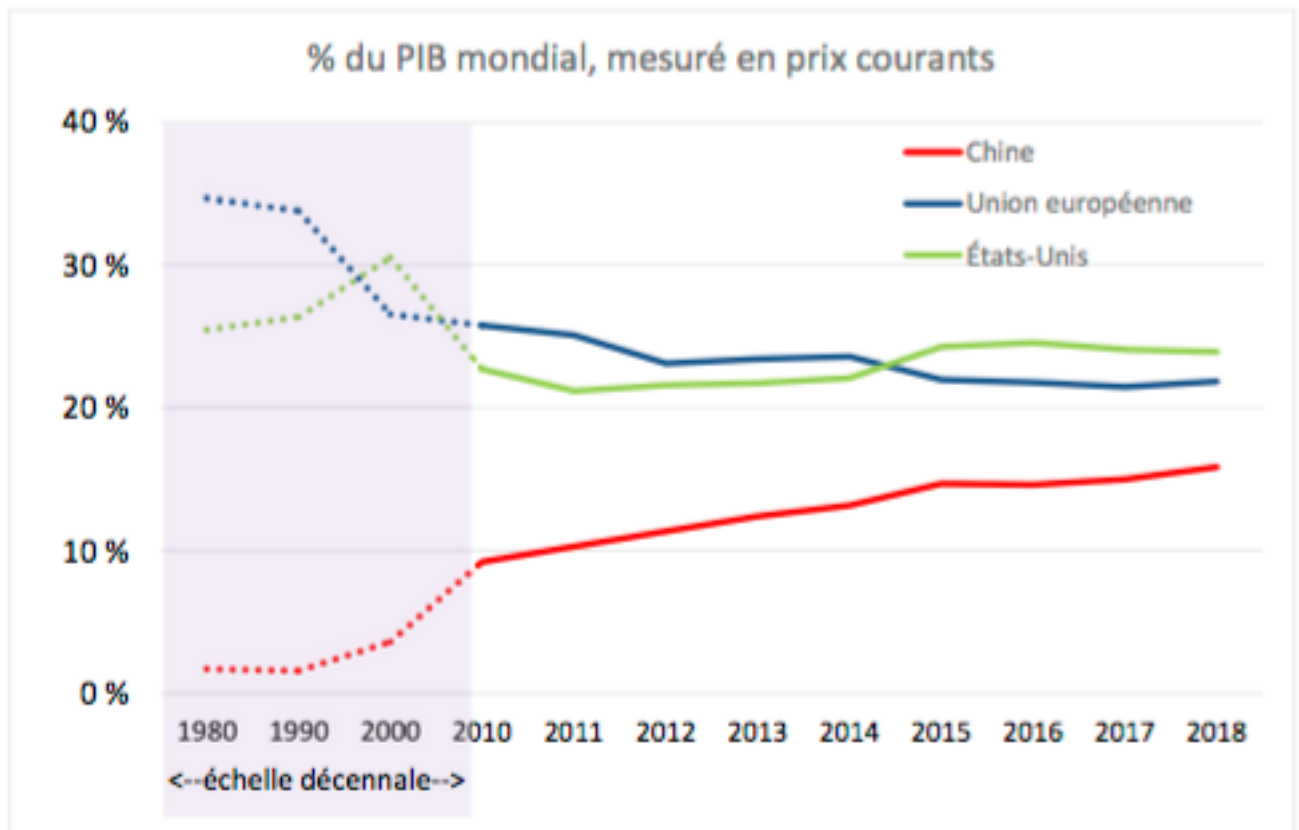
« (...) Selon différentes sources, les États membres interagissent souvent de manière bilatérale avec la Chine en suivant leurs propres intérêts nationaux et sans toujours en informer la Commission ou se concerter avec elle, le cas échéant. Dans certains domaines, il est par conséquent difficile pour les institutions et les États membres de l'UE d'apporter une réponse coordonnée.

Nous avons mis en évidence une série de défis liés aux risques que nous avons détectés. Nous les avons examinés avec les services de la Commission et le Service européen pour l'action extérieure et, le cas échéant, nous avons fait état des opinions exprimées par ces derniers. Les défis à relever sont les suivants :

- 1) fournir des données et des statistiques plus complètes et plus actualisées sur les investissements relevant de la stratégie d'investissement de la Chine dans l'Union européenne, afin de mieux éclairer l'élaboration des politiques de l'UE à l'égard de ce pays ;
- 2) procéder à une analyse formalisée, exhaustive et actualisée des risques et des perspectives pour l'Union européenne, et contribuer ainsi à faire face à toute la série de défis posés par la stratégie d'investissement chinoise ;
- 3) améliorer la mise en œuvre des 74 actions présentées dans la stratégie de l'UE à l'égard de la Chine, notamment celles qui promeuvent la réciprocité et préviennent les effets de distorsion sur le marché intérieur de l'UE, et faire face aux autres risques ;
- 4) permettre aux décideurs de l'UE de mieux définir la stratégie UE-Chine et d'en assurer un meilleur suivi, grâce à une évaluation préalable des fonds européens nécessaires à la mise en œuvre des actions relevant de la poursuite de cette stratégie, à une affectation de ces financements et à une vue d'ensemble des dépenses connexes ;
- 5) s'assurer que les problèmes posés par la stratégie d'investissement chinoise sont pris en considération en renforçant les dispositifs mis en place à cet égard en matière de mesure des performances, de suivi, d'établissement de rapports et d'évaluation ;
- 6) mieux coordonner la réponse des institutions et des États membres de l'UE en les incitant à échanger des informations sur la coopération entre l'UE et la Chine ».

On trouve aussi le graphique instructif suivant sur l'évolution du rapport de forces économiques :

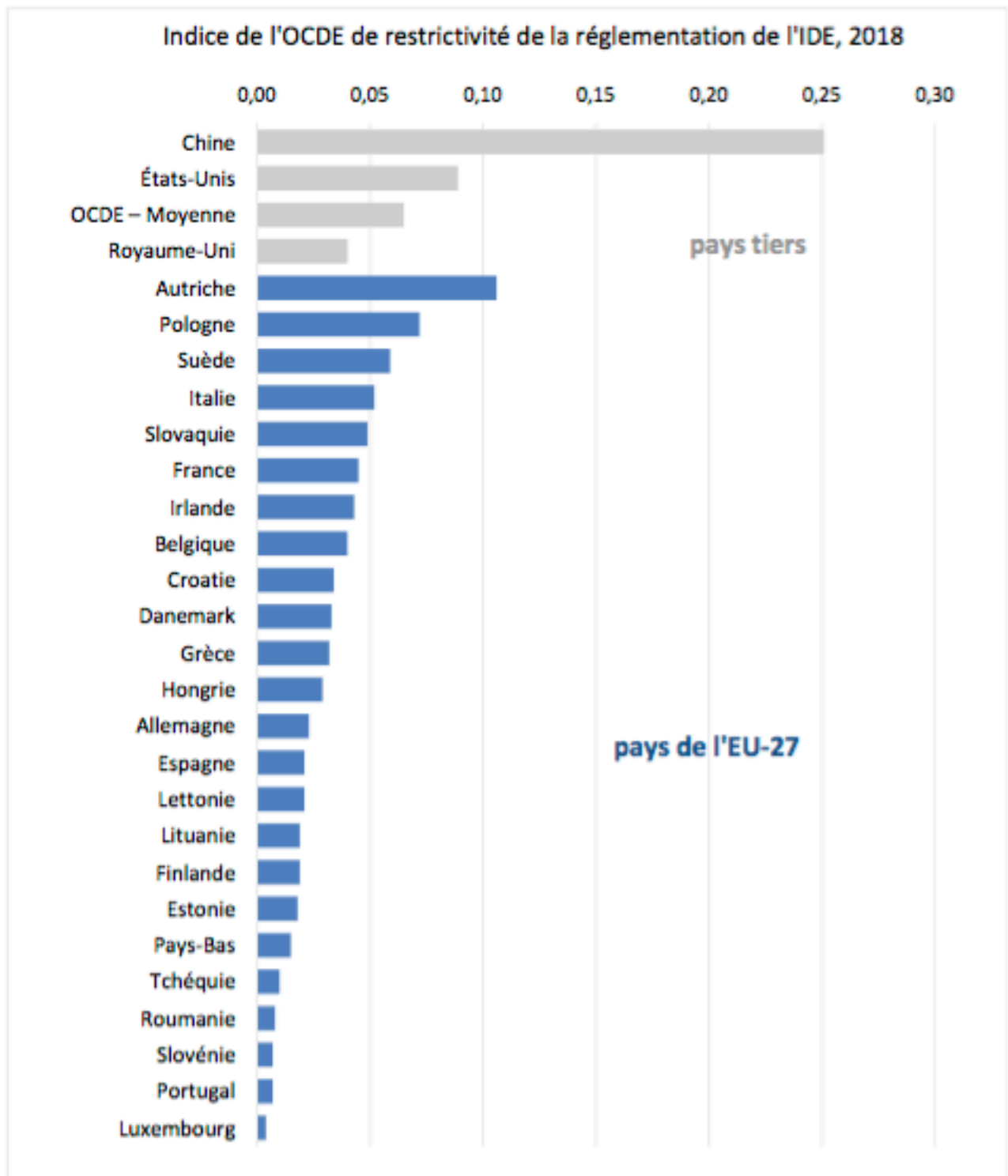
Figure 2 – Part, en pourcentage, du PIB mondial (en dollars courants des États-Unis)



Source: Base de données – Indicateurs de développement dans le monde « PIB (en \$ US courants) », Groupe de la Banque mondiale. Dernière mise à jour le 9.4.2020.

Le schéma suivant porte sur l'indice de restrictivité de l'OCDE de la réglementation en matière d'investissement direct étranger (IDE) qui mesure les restrictions légales applicables aux IDE dans plusieurs pays. « Cet indice couvre quatre grands types de restrictions : seuils autorisés pour les participations étrangères, mécanismes de filtrage ou d'approbation, restrictions à l'emploi d'étrangers à des postes clés et restrictions à l'exploitation (c'est-à-dire, afférentes à l'ouverture de succursales et au rapatriement de capitaux ou à la propriété foncière) ».

Figure 5 – Indice de l'OCDE de restrictivité de la réglementation de l'IDE, 2018

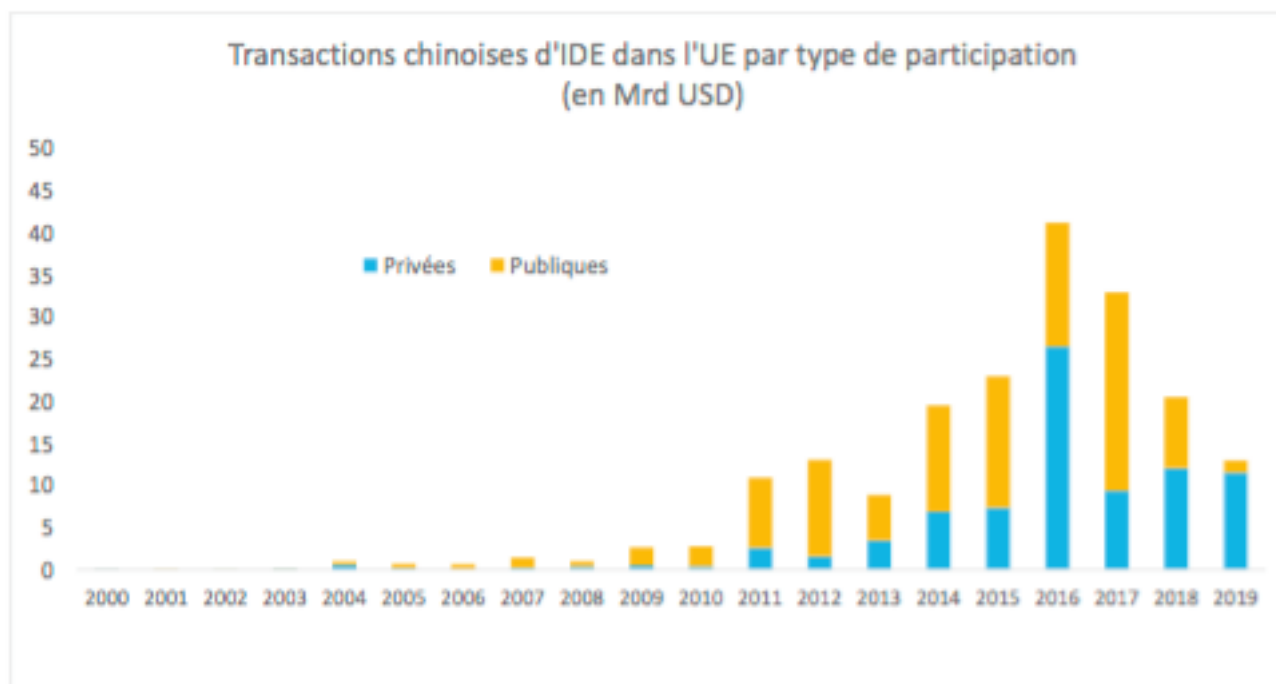


Remarque: Une valeur égale à 0 indique que le pays est ouvert. Une valeur égale à 1 indique que le pays est fermé. Plus la valeur est proche de 1, plus un pays est considéré comme étant fermé.

Source: «Indice de l'OCDE de restrictivité de la réglementation de l'IDE, dernière année», OCDE. Stat.

Il apparaît clairement que la Chine est le pays le moins ouvert de tous référencés ici ; et que les États-Unis sont en deuxième position !

Le graphique suivant montre l'évolution des IDE chinois dans l'UE et leur composition public/privé :

Figure 7 – Les IDE chinois dans l'UE au cours de la période 2000–2019

Source: Rhodium Group, 2020.

Précisons enfin que le montant des IDE chinois dans l'UE représente actuellement seulement 2% du total des IDE dans l'UE ; cela est encore très peu, relativement, mais ce pourcentage a doublé en 10 ans... Le Luxembourg et les Pays-Bas sont les principaux destinataires... La France est le 4^{ème} après les R.U., l'Allemagne le 7^{ème}.

Les 12 et 13, le Cercle des économistes consacre ses « Rencontres économiques d'Aix-en Provence 2020 » à l'évaluation du plan de relance et à la situation économique en France et dans le monde. Ses conclusions sont en deux parties. La première est consacrée aux « Quatre enjeux du monde de demain » (retrouver la croyance dans le progrès, éviter la fracture sociale entre les détenteurs de patrimoine et les ménages reposant sur les revenus du travail, inventer un nouveau modèle européen, financer l'économie de long terme) et la seconde partie expose les « 10 propositions » que fait le Cercle pour « compléter le plan France Relance » : priorité à la jeunesse, redonner à l'Europe et à la France un leadership technologique, financer les TPE, PME et ETI, réorganiser la dépense publique, réinjecter l'épargne dans le circuit économique, prévenir une nouvelle crise sociale.

À propos du « nouveau modèle européen », le Cercle souhaite que l'Europe « se réinvente et arrive à trouver un modèle innovant entre le fédéralisme et l'union commerciale et économique. Le plus important reste de bâtir une puissance européenne, maîtresse d'une politique fiscale, sociale et à la pointe de l'innovation, qui montre l'exemple et rivalise avec les autres puissances économiques, tant au niveau des États que des grandes entreprises du numérique qui menacent nos libertés ».

Le lundi 14, sur Xerfi Canal, Olivier Passet se pose judicieusement la question : « face aux dégâts de la crise sanitaire, la finance nous sauve-t-elle ou nous achève-t-elle ? ».

À cette question quelque peu provocatrice, O. Passet donne la réponse percutante suivante :

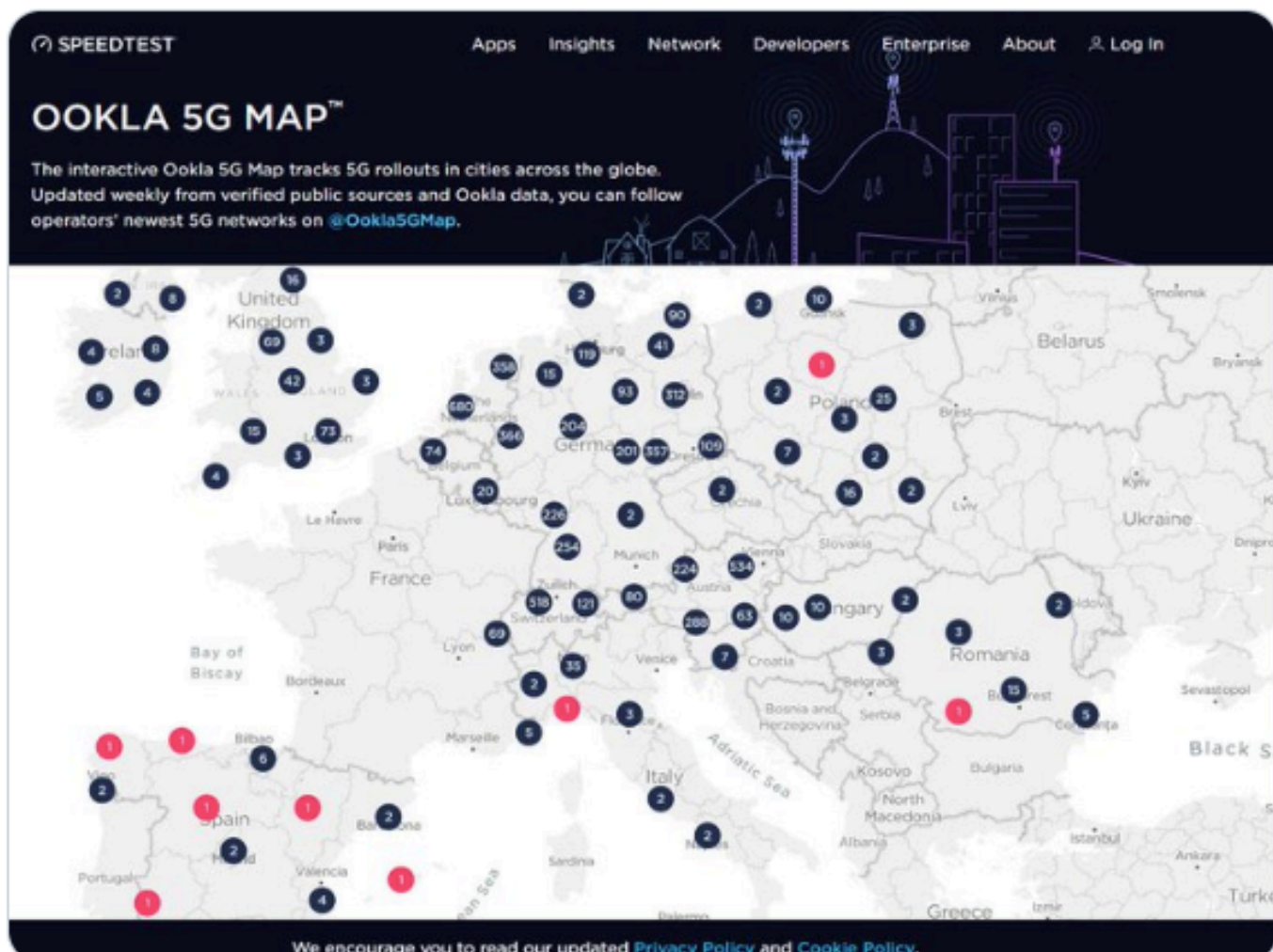
« (...) Dans le cadre de la crise sanitaire, que se passe-t-il ? L'apport de liquidité a jusqu'ici amorti ou différé la vague de défaillances et de licenciements attendue. Ce résultat étant acquis, la solution devient maintenant le problème. Les dettes publiques se sont accrues de 20 points de PIB. La dette financière des entreprises a bondi pour sa part de 20 points de valeur ajoutée. Générer la capacité de remboursement de ce surcroît d'endettement, c'est, soit entrer dans une spirale de crédit revolving incessante, où les nouveaux crédits financent les échéances des précédentes, à taux zéro, sans pricer le risque. Mais il arrive un moment où tout l'édifice financier est adossé à une économie zombie, et où ce dernier est gorgé de créances douteuses non déclarées. Arrive aussi le moment, où à force de prolonger indéfiniment la situation atypique d'une courbe de taux aplatie, les banques perdent leur principale source de rentabilité. Soit, et c'est l'autre issue, les banques et les marchés renouent avec des comportements plus sélectifs. Pour affronter leur surendettement les entreprises doivent dégager

L'EURO

du cash-flow supplémentaire, abaisser leur point-mort donc. A minima, 4 à 5 points de valeur ajoutée. Autrement dit, une pression sur le taux de marge et sur les charges d'exploitation (masse salariale, sous-traitance, fournisseurs) considérable, qui étouffe toute possibilité de reprise et alimente une dynamique dépressive. Et dans ce contexte, les marchés financiers sont à nouveau fragilisés, les bilans bancaires exposés au risque d'une explosion des risques de défaut, et les salariés sous pression.

Et l'on se dit qu'à un moment, à force d'acharnement thérapeutique, ce n'est pas la grande catastrophe financière qui va engloutir le système, mais bien la catastrophe sociale ».

Le mardi 15, au vu de la carte des déploiements actuels de la 5G en Europe produite par ookla et reproduite ci-après, Jacques Attali tweete : « La France ne peut signer ainsi son arrêt de mort industriel ! L'industrie, bien conduite, constitue le cœur de la puissance d'une nation, du bien-être de ses habitants et de la résolution de ses problèmes sociaux, écologiques et sanitaires ».



Le mercredi 16, premier discours de l'état de l'Union d'U. van der Leyen (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/soteu_2020_fr.pdf)

Le site officiel de la Commission européenne résume ainsi les points forts du discours :

« la Présidente de la Commission européenne Ursula von der Leyen a présenté sa vision pour une Europe sortant plus forte de la pandémie et ouvrant la voie vers une nouvelle vitalité. Avec NextGenerationEU, l'Europe a une occasion unique de faire changer les choses dès la conception. Elle a la vision, le plan, l'investissement. Pour donner les moyens à l'Europe de devenir verte, numérique et plus résiliente, la Commission européenne se concentrera sur les actions suivantes :

- . Protéger les conditions de vie et les moyens de subsistance, la santé de nos citoyens et la stabilité de notre économie ;
- . Renforcer les éléments constitutifs du Pacte vert pour l'Europe et augmenter nos ambitions ;
- . Conduire la transformation numérique, particulièrement concernant les données, la technologie et l'infrastructure ;
- . Tirer le maximum de notre marché commun ;

- . Poursuivre la mobilisation de la réponse mondiale alors que le monde attend un vaccin contre la COVID-19 qui soit accessible, à un prix raisonnable et sans danger ;
- . Apporter une réponse plus assurée face aux événements mondiaux et approfondir nos relations avec les voisins les plus proches de l'UE et les partenaires mondiaux ;
- . Adopter une nouvelle approche sur la question migratoire, rester vigilant concernant l'état de droit et construire une Union où le racisme et la discrimination n'ont pas leur place.

La Présidente de la Commission européenne Ursula von der Leyen a également envoyé une lettre d'intention à David Sassoli, le Président du Parlement européen, et à la Chancelière Angela Merkel, en tant que Présidence du Conseil, au cours de laquelle elle a détaillé les actions que la Commission a l'intention de prendre durant les années à venir par voie législative et d'autres initiatives » (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/state_of_the_union_2020_letter_of_intent_fr.pdf).

À la suite de la lettre proprement dite, sont énoncées les « principales initiatives nouvelles pour 2021 » :

« Un pacte vert pour l'Europe

- Proposition législative relative à la révision du système d'échange de quotas d'émission (SEQE) de l'UE
- Proposition législative relative au mécanisme d'ajustement carbone aux frontières
Paquet « Ajustement à l'objectif 55 » (climat et énergie)
- Règlement sur la répartition de l'effort
- Révision de la directive sur les énergies renouvelables, de la directive sur l'efficacité énergétique et de la directive sur la performance énergétique des bâtiments
- Révision du règlement relatif à la prise en compte des émissions et des absorptions de gaz à effet de serre résultant de l'utilisation des terres, du changement d'affectation des terres et de la foresterie
- Proposition législative visant à lutter contre les émissions de méthane dans le secteur de l'énergie, révision du cadre réglementaire pour des marchés concurrentiels du gaz décarboné et révision de la directive sur la taxation de l'énergie
- Révision de la directive relative aux systèmes de transport intelligents et de la directive sur le déploiement d'une infrastructure pour carburants alternatifs
- Règlement établissant des normes de performance en matière d'émissions de CO₂ pour les voitures et les véhicules utilitaires légers et proposition législative relative à l'élaboration de normes d'émission post-Euro 6/VI pour les voitures, les camionnettes, les camions et les autobus
- Proposition législative relative à une initiative en faveur d'une politique des produits durables

Une Europe adaptée à l'ère du numérique

- Communication relative à la décennie numérique de l'Europe : objectifs numériques pour 2030
- Proposition législative relative à une loi sur les données
- Proposition législative relative à une redevance numérique
- Proposition législative relative à une identité électronique européenne fiable et sécurisée
- Initiative visant à améliorer les conditions de travail des travailleurs des plateformes
- Communication sur la mise à jour de la nouvelle stratégie industrielle pour l'Europe
- Réexamen de la politique de concurrence
- Proposition législative relative à l'établissement de conditions de concurrence égales pour tous en ce qui concerne les subventions étrangères
- Plan d'action sur les synergies entre les industries civile, spatiale et de la défense

Une économie au service des personnes

- Proposition législative relative à un cadre de protection et de facilitation des investissements
- Révision des règles prudentielles pour les entreprises d'assurance et de réassurance (Solvabilité II)
- Révision de la directive et du règlement sur les marchés d'instruments financiers
- Proposition législative en matière de gouvernance d'entreprise durable

L'EURO

- Établissement d'une norme de l'UE en matière d'obligations vertes
- Proposition d'un ensemble de mesures législatives sur la lutte contre le blanchiment de capitaux
- Plan d'action sur le socle européen des droits sociaux, garantie européenne pour l'enfance, nouvelle stratégie en matière de sécurité et de santé au travail, plan d'action pour l'économie sociale
- Vers le futur cadre juridique relatif au système de préférences généralisées accordant des avantages commerciaux aux pays en développement
- Instrument visant à décourager et contrer les mesures coercitives de pays tiers

Une Europe plus forte sur la scène internationale

- Communication conjointe sur le renforcement de la contribution de l'UE au multilatéralisme fondé sur des règles
- Communication conjointe sur la politique arctique et la dimension septentrionale
- Communication conjointe sur un partenariat renouvelé avec les pays du voisinage méridional
- Communication conjointe sur une approche stratégique de soutien au désarmement, à la démobilisation et à la réintégration des anciens combattants

Promotion de notre mode de vie européen

- Proposition législative visant à créer une nouvelle Agence européenne de recherche et de développement dans le domaine biomédical
- Proposition législative visant à prolonger le mandat de l'Agence européenne des médicaments
- Proposition législative visant à prolonger le mandat du Centre européen de prévention et de contrôle des maladies
- Proposition législative relative à l'espace européen des données de santé
- Initiatives de suivi dans le cadre du nouveau pacte sur la migration et l'asile
- Stratégie relative à l'avenir de Schengen
- Communications sur un programme de l'UE destiné à lutter contre la criminalité organisée et sur la lutte contre le terrorisme

Un nouvel élan pour la démocratie européenne

- Stratégie relative aux droits de l'enfant
- Proposition législative visant à prévenir et combattre des formes spécifiques de violence sexiste
- Propositions visant à étendre la liste des infractions pénales de l'UE à toutes les formes de crimes et de discours haineux
- Proposition législative relative à la numérisation de la coopération judiciaire transfrontière
- Révision du règlement relatif au statut et au financement des partis politiques européens et des fondations politiques européennes
- Communication sur une vision à long terme pour les zones rurales ».

Soulignons que dans son discours U. van der Leyen fait explicitement référence à l'économie sociale de marché : l'ordolibéralisme est donc bien dans la tête de la Présidente de la Commission européenne.

Dans Savoir/Agir n°48 de 2019, Frédéric Lebaron écrit : « La France apparaît, avec un peu de recul, comme un assez bon élève de l'ordolibéralisme, mais un élève qui s'imagine capable d'entrer dans un rapport de force avec son maître allemand et d'en contester les orientations. Le cadre institutionnel de l'UE repose sur une "eurocratie", constituée de permanents de l'Europe, dévoués à la permanence de l'ordre institutionnel de l'économie sociale de marché ». Notons que Frédéric Lebaron a contribué au travail collectif consacré au « Champ de l'Eurocratie », paru en février 2012 chez Économica, dont un intéressant commentaire est fait en 2013 dans « Politique européenne » (n°42) : <https://www.cairn.info/revue-politique-europeenne-2013-4-page-164.htm>.

Ce même mercredi 16, après sa réunion, le comité monétaire de la Fed (FOMC) réaffirme la politique monétaire qu'avait précisée son Président lors du symposium de Jackson Hole (27 août).

Voici son communiqué de presse :

« Le chemin de l'économie dépendra considérablement de l'évolution du virus. La crise actuelle de la santé publique continuera de peser sur l'activité économique, l'emploi et l'inflation à court terme et pose des risques considérables pour les perspectives économiques à moyen terme

Le Comité cherche à atteindre un taux maximum d'emploi et d'inflation au taux de 2 % sur le long terme. Avec une inflation constamment inférieure à cet objectif à long terme, le Comité visera à atteindre une inflation modérément supérieure à 2% pendant un certain temps afin que l'inflation s'établisse en moyenne à 2% au fil du temps et que les anticipations d'inflation à long terme restent bien ancrées à 2%. Le Comité prévoit de maintenir une orientation accommodante de la politique monétaire jusqu'à ce que ces résultats soient atteints. Le Comité a décidé de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux entre 0 et 1/4 % et espère qu'il sera approprié de maintenir cette fourchette cible jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux compatibles avec les évaluations du Comité sur l'emploi maximal et l'inflation a augmenté à 2 % et est en voie de dépasser modérément 2 % pendant un certain temps. En outre, au cours des prochains mois, la Réserve fédérale augmentera ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des hypothèques d'agences au moins au rythme actuel pour maintenir le bon fonctionnement du marché et contribuer à favoriser des conditions financières accommodantes, soutenant ainsi le flux de crédit vers les ménages et les entreprises.

En évaluant l'orientation appropriée de la politique monétaire, le Comité continuera de surveiller les incidences des informations reçues sur les perspectives économiques. Le Comité serait disposé à ajuster l'orientation de la politique monétaire en tant que de besoin si des risques surgissaient susceptibles d'entraver la réalisation des objectifs du Comité. Les évaluations du Comité tiendront compte d'un large éventail d'informations, y compris des lectures sur la santé publique, les conditions du marché du travail, les pressions inflationnistes et les anticipations d'inflation, ainsi que les développements financiers et internationaux ».

En cette mi-septembre paraissent deux articles sur le plan de relance européen.

• *Le premier*, édité par Le Monde, est du directeur de Bruegel, Guntram Wolff. Certains passages sont particulièrement importants :

« (...) Il manque à l'accord du Conseil une stratégie claire pour garantir que l'argent stimule une croissance inclusive et durable et évite la corruption. Cette lacune doit être comblée, car le fonds de relance sera délégitimé s'il est gaspillé. Les négociations en cours entre le Parlement européen, la Commission et le Conseil (le trilogue) sont l'opportunité d'améliorations et devraient se focaliser sur trois points cruciaux.

Premièrement, l'objectif de stimuler le potentiel de croissance durable de l'Europe doit être plus clairement énoncé. (...) Tous les pays de l'UE peuvent emprunter sur les marchés, et ce sont les budgets nationaux qui peuvent et doivent être utilisés pour soutenir les économies qui subissent les effets immédiats de la pandémie. Le fonds de l'UE, quant à lui, devrait s'inscrire dans une stratégie à moyen terme, clairement axée sur des dépenses de qualité. Cela permettra d'offrir une certaine protection contre les dommages permanents que le Covid-19 risque de laisser dans son sillage. Ainsi, le fonds de l'UE devrait porter sur des objectifs de croissance à moyen terme, et non sur une politique budgétaire contracyclique.

La deuxième question est donc de savoir comment réaliser des dépenses de qualité qui stimuleraient une croissance durable. Les conclusions du Conseil européen de juillet comprennent quelques vagues déclarations sur le lien entre les fonds de l'UE et le semestre européen, le processus annuel de l'UE visant à orienter les États membres vers une croissance inclusive et durable, ainsi que vers la transformation numérique. Mais le semestre européen s'est avéré un processus bureaucratique plutôt inefficace, que les pays de l'UE tendent à négliger. (...)

Qui dit dépenses de qualité dit bonne gouvernance. La troisième question est donc le contrôle, afin que les dépenses atteignent leurs objectifs et soient exemptes de corruption. Malheureusement, les fonds européens font état d'un bilan mitigé en ce qui concerne la corruption. (...) Le Parlement européen insiste à juste titre sur la nécessité d'avoir son mot à dire. Il faut une meilleure procédure de "carton rouge" pour arrêter les versements, au cas où l'argent ne permettrait pas de réaliser les ambitions politiques. (...) Le Parlement européen devrait donc insister pour recevoir des rapports réguliers et détaillés de la Commission, et devrait organiser des auditions avec le commissaire concerné afin d'assurer la transparence et la responsabilité publique. En outre, le Parlement devrait confier à la Cour des comptes européenne et à l'Office européen de lutte antifraude (OLAF) le contrôle permanent des dépenses. (...)

• *Le second article*, très documenté et argumenté, est celui de J.-F. Collin, publié par AOC (en date du 17), intitulé « Le fragile accord de relance européen ». On en propose ci-après quelques extraits : « Les 750 milliards d'euros d'emprunts que la Commission est autorisée à souscrire constituent donc bien une mesure exceptionnelle qui n'a pas vocation à être renouvelée. Ce n'est pas un nouveau budget européen ou l'embryon d'un budget fédéral comme elle est parfois abusivement présentée. Le financement de l'UE reste assuré par son budget, financé par les contributions des États membres – donc les contribuables européens – proportionnellement à leur richesse, si l'on ne prend pas en compte les rabais accordés à certains pays. De plus, le budget 2021-2027 est un budget de reconduction, les avancées voulues par la Commission et le Parlement européen ayant été sacrifiées au cours de la négociation sur le programme d'urgence.

Les dispositions relatives aux ressources qui financeront les subventions et le remboursement des emprunts du programme européen de relance ainsi que le budget européen pour les années à venir sont peu explicites et ne permettent pas non plus de dire que l'option fédéraliste l'a emporté sur la vision interétatique de l'Union européenne. (...)

L'EURO

Pour le moment, les dépenses ordinaires de l'UE et le plan exceptionnel seront donc financés par les moyens habituels : les contributions des États au budget européen, donc par les impôts des contribuables européens, qu'il s'agisse d'impôts directs ou indirects (fraction de la TVA collectée). Il est donc mensonger de dire, comme l'ont fait MM. Macron et Le Maire, que "le plan européen ne sera financé ni par nos impôts ni par notre dette". C'est exactement le contraire dans l'état actuel des choses.

Difficile de parler de mutualisation à propos d'un système qui est organisé pour que les aides bénéficient aux pays les plus importants au sein de l'UE par leur économie et leur démographie et qui prévoit un remboursement des dépenses engagées par une contribution des États proportionnelle à leur richesse. En l'absence de décisions de l'UE à venir sur son financement, c'est bien la situation dans laquelle nous nous trouvons après le 21 juillet 2020. (...)

La seule ressource nouvelle présentée comme certaine est donc la taxe sur les plastiques non recyclés, qui ne rapportera certainement pas de quoi financer le plan d'urgence de 750 milliards d'euros. Le reste n'est qu'une simple déclaration d'intention affirmant la volonté de faire évoluer la situation. (...)

Le financement du plan de relance sera donc assuré pour le moment, et peut-être pour longtemps, par les contributions des États à proportion de leur richesse. Il n'y a là aucun changement, aucun pas en avant vers le fédéralisme souhaité par certains, si ce n'est l'affirmation d'une volonté de "s'efforcer" de trouver d'autres ressources. Mais dans ce domaine, c'est l'unanimité des États qui prévaut et elle n'a pas prévalu dans l'élaboration du programme de relance. Au contraire, on a vu s'agrandir le fossé entre ceux qui veulent que l'UE ne soit qu'un espace de coordination des disciplines budgétaires imposées aux États membres et ceux qui disent vouloir une Europe plus solidaire.

Pire encore, le compromis adopté par le Conseil européen n'a pas rendu plus fédéral ou solidaire le financement de l'Union, il a maintenu les entorses actuelles aux règles normales de financement de l'UE – et auxquels il devait être mis fin dans le nouveau budget –, en prolongeant les "rabais" dont bénéficient certains États membres. (...)

Le budget européen pour la période 2021-2027 sera de 1 074,3 Mds€, soit 153,4 Mds€/an, à comparer au PIB total des 27 membres de l'Union européenne en 2019, à savoir 13 929 Mds€. Le budget de l'Union européenne représente donc 1,1 % du PIB européen.

Avec les 312 Mds€ de subventions adoptées par le Conseil européen, qui seront engagées entre 2021 et 2023, le budget annuel de l'UE passera à 257 Mds€/an pendant cette période, soit 1,8 % du PIB européen. Si l'on ajoute les 360 Mds€ de prêts auxquels pourront avoir accès les pays qui le souhaitent, le budget annuel de l'UE représentera 2,7 % du PIB européen.

Une augmentation de 63 % (en prenant en compte les seules subventions) ou de 170 % (avec les prêts) du budget de l'UE rapporté au PIB européen n'est pas insignifiante. Elle représente une rupture dans l'univers de l'Union européenne – qui souhaite maintenir son budget à un niveau aussi bas que possible –, même si elle ne constitue pas le basculement vers un budget fédéral.

Mais ces décisions importantes du point de vue du fonctionnement de l'UE n'auront qu'un impact économique très limité. Prenons le cas de la France, deuxième contributeur au budget européen, derrière l'Allemagne avec 21 Mds€ de contribution en 2019, soit 14 % des recettes de l'UE, et 14,5 Mds€ de "retour" sur le budget européen, dont 9,2 Mds au titre de la politique agricole commune (PAC). Sa "contribution nette" au budget européen en 2019 fut donc de 6,5 Mds€. Si la France présente un plan de relance satisfaisant aux yeux des instances européennes, elle pourra bénéficier de 13 Mds€/an de subventions en moyenne de 2021 à 2023, soit 13 % du plan de relance de 100 Mds annoncé le 3 septembre par le gouvernement de Jean Castex. C'est moins que le seul plan de soutien consenti au secteur aéronautique de 15 milliards d'euros. Dans cette logique comptable, il faudrait déduire un certain nombre de choses de ces 50 Mds€ de subventions pour arriver à un compte juste. Les crédits consacrés à la PAC génèrent jusque-là un retour de 9 Mds €/an à la France. Les moyens qui lui sont accordés vont baisser de 10 %/an dans le prochain budget communautaire, ce qui devrait entraîner un manque à gagner de l'ordre de 900 M€/an, donc 6,3 Mds€ sur la période 2021/2027. Les fonds structurels vont également diminuer. Notre contribution au budget européen va augmenter relativement à notre PIB pour financer le plan exceptionnel et le prochain budget. La France n'étant pas portée à utiliser l'emprunt européen puisqu'elle emprunte sur les marchés financiers à des taux très bas, les subventions constitueront l'essentiel de l'intérêt qu'elle peut trouver à ce plan de relance européen. Le plan de relance de la France sera donc financé par les Français, par leurs impôts et par une croissance phénoménale de la dette publique. (...)

Mercredi 16, l'ancien premier ministre Édouard Philippe – classé récemment par les Français première de toutes les personnalités politiques pour représenter l'autorité - fait une bien sombre déclaration devant une centaine d'élus de Seine-Maritime à Octeville-sur-mer : « je pense que nous allons affronter une tempête – une tempête économique, une tempête sanitaire, une tempête à tous égards – et peut-être une tempête sociale, peut-être une tempête politique. Et je pense que les temps qui viennent sont des temps difficiles ».

Ces mots venant de la bouche de celui qui a été à Matignon il y a encore quelques semaines seulement sont étonnants. Il se pourrait qu'ils aient été soufflés par une étude de Natixis datant de l'avant-veille et dont le titre est « une dynamique qui aboutit nécessairement à une crise sociale et politique » :

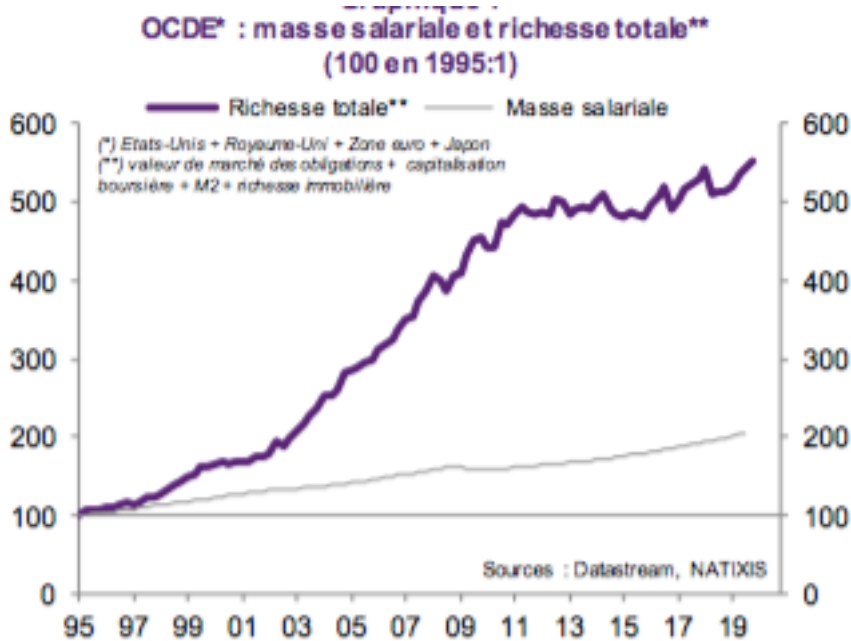
« Dans les pays de l'OCDE, la richesse augmente tendanciellement plus vite que la masse salariale. Ceci veut dire que la situation financière des détenteurs de la richesse s'améliore continuellement par rapport à celle des salariés.

On voit aussi aujourd'hui après la crise de la Covid la présence simultanée d'un côté du freinage des salaires et de la hausse du chômage, d'autre part de la poursuite de la hausse des prix de l'immobilier et d'une forte hausse des cours boursiers.

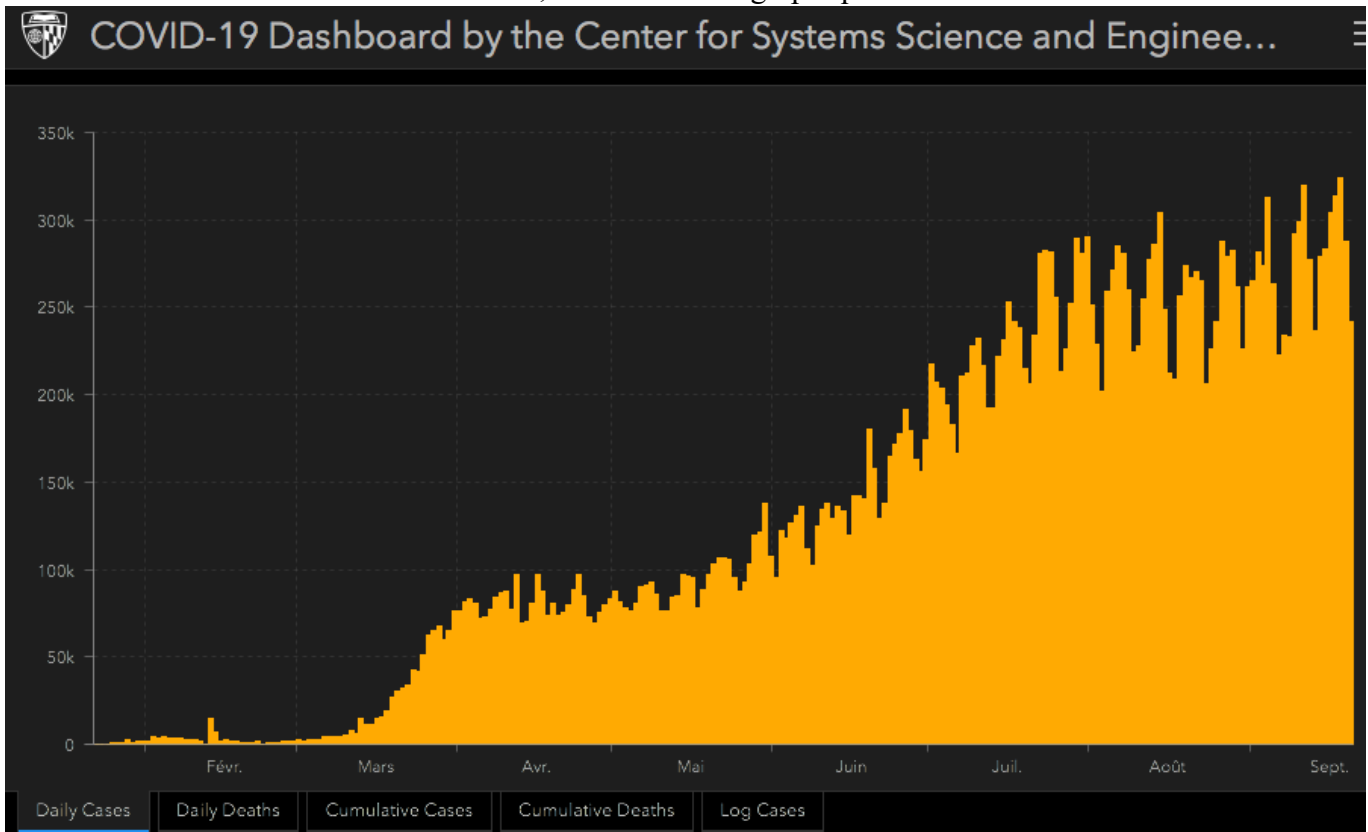
Cette situation, qui résulte en particulier des politiques monétaires expansionnistes et de la déformation du partage des revenus au détriment des salariés, ne peut pas être indéfiniment acceptée socialement et politiquement.

Il faut donc attendre dans le futur soit un partage des revenus plus efficace associé à une politique monétaire plus restrictive, soit une taxation beaucoup plus forte de la richesse ».

On trouve dans le corps de l'article le schéma suivant, très explicite :

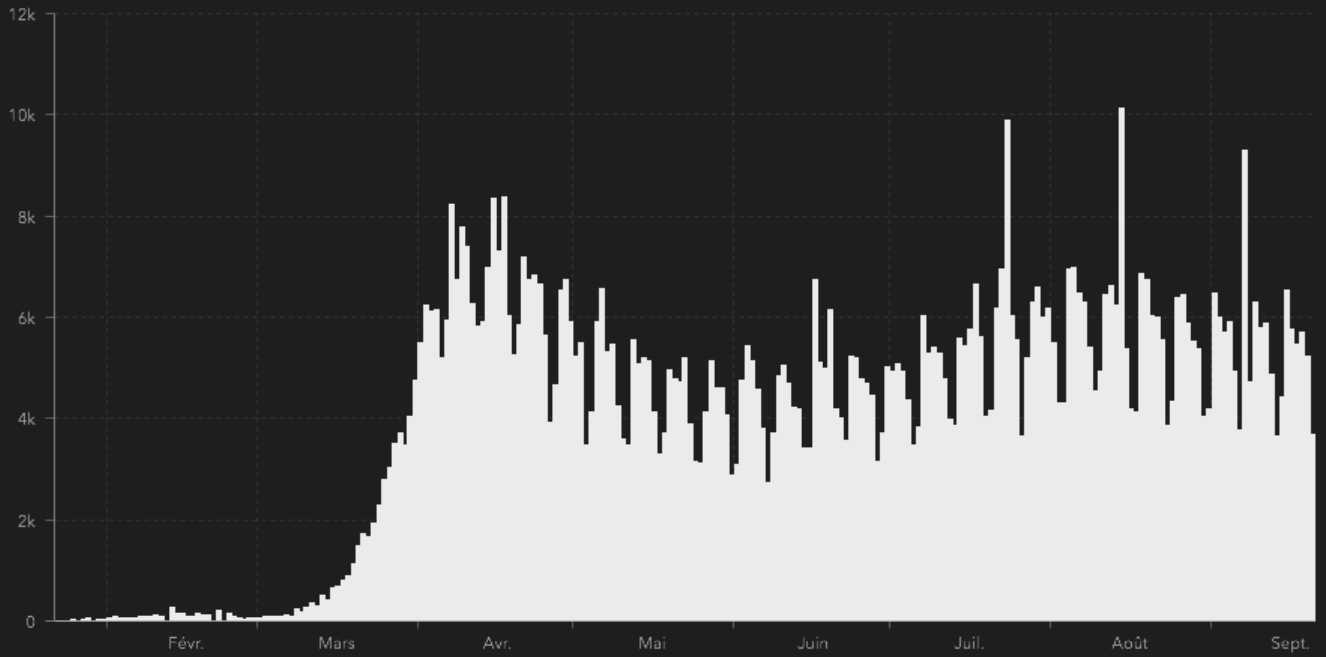


Le lundi 21, quand on consulte le site de la Johns Hopkins University, on trouve une foulditude d'informations sur la crise du coronavirus, notamment les graphiques suivants :





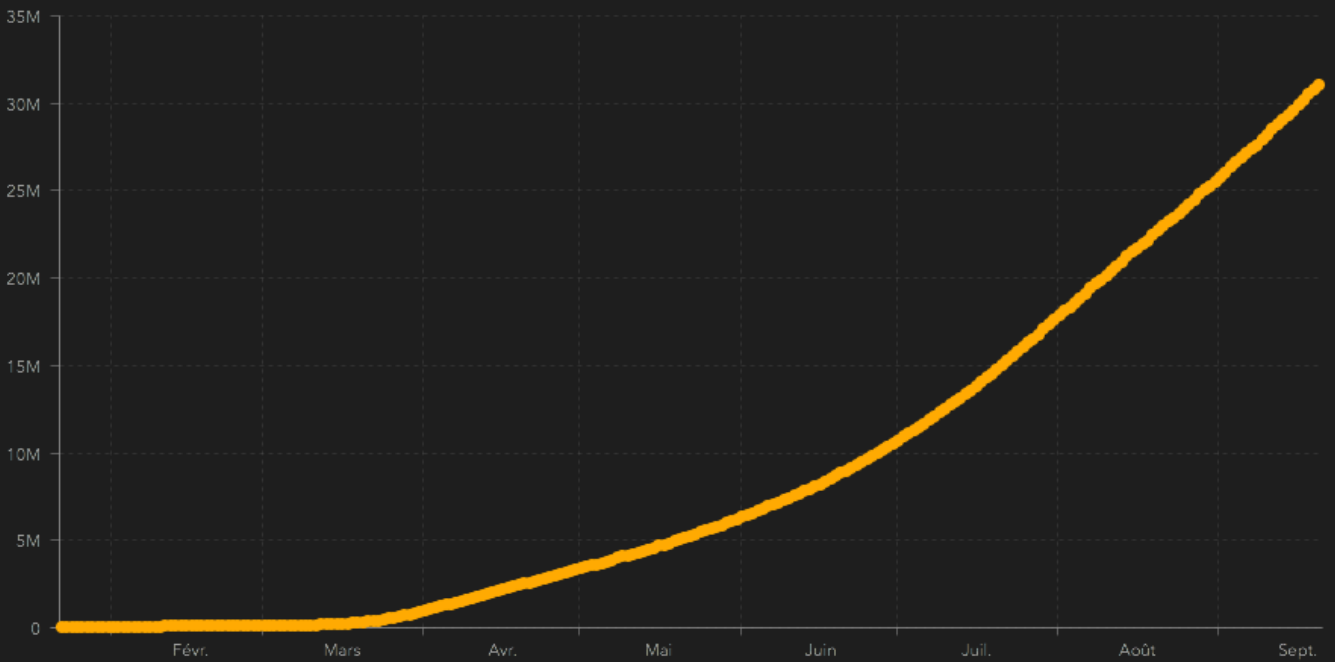
COVID-19 Dashboard by the Center for Systems Science and Enginee...



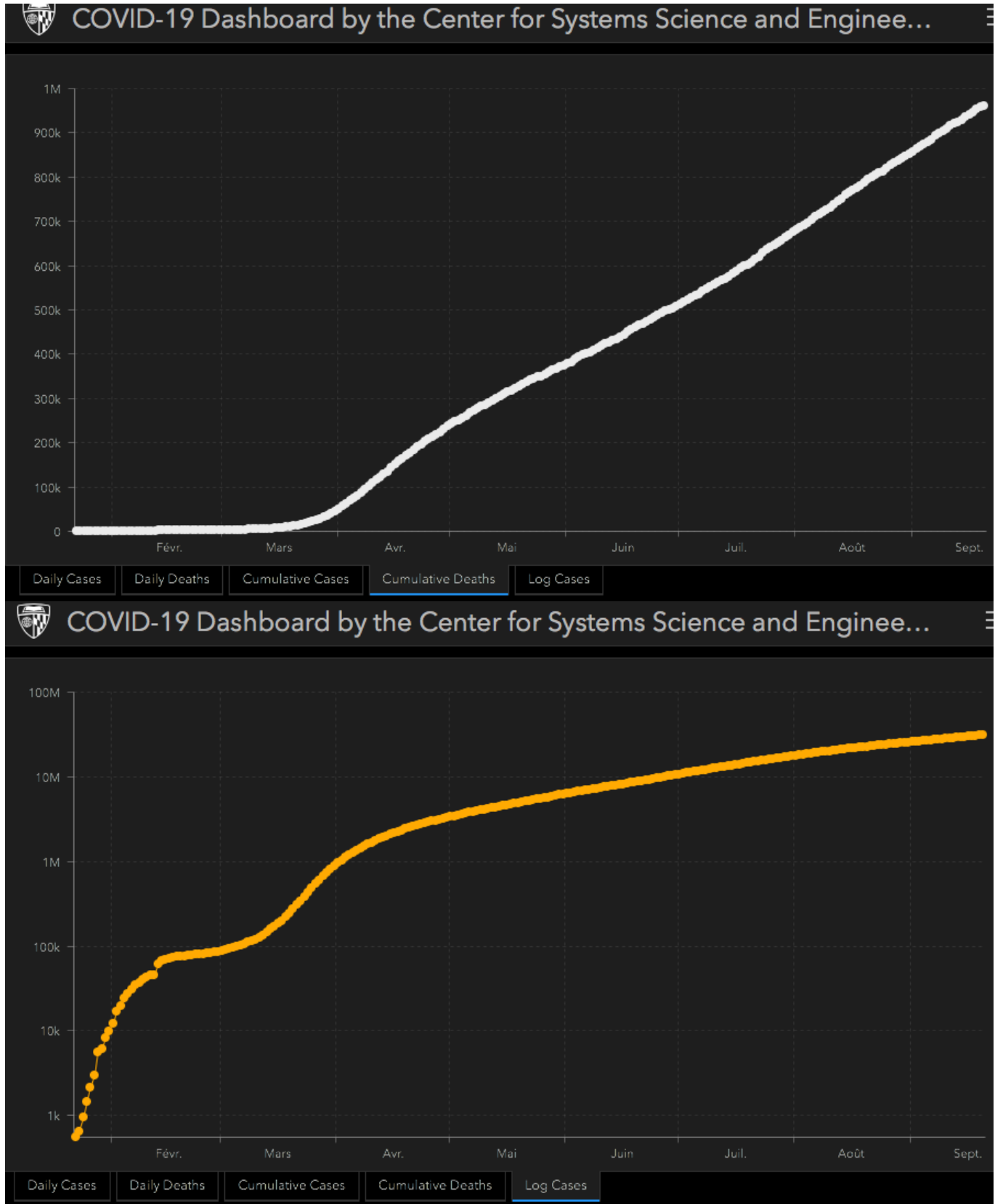
Daily Cases **Daily Deaths** Cumulative Cases Cumulative Deaths Log Cases



COVID-19 Dashboard by the Center for Systems Science and Enginee...

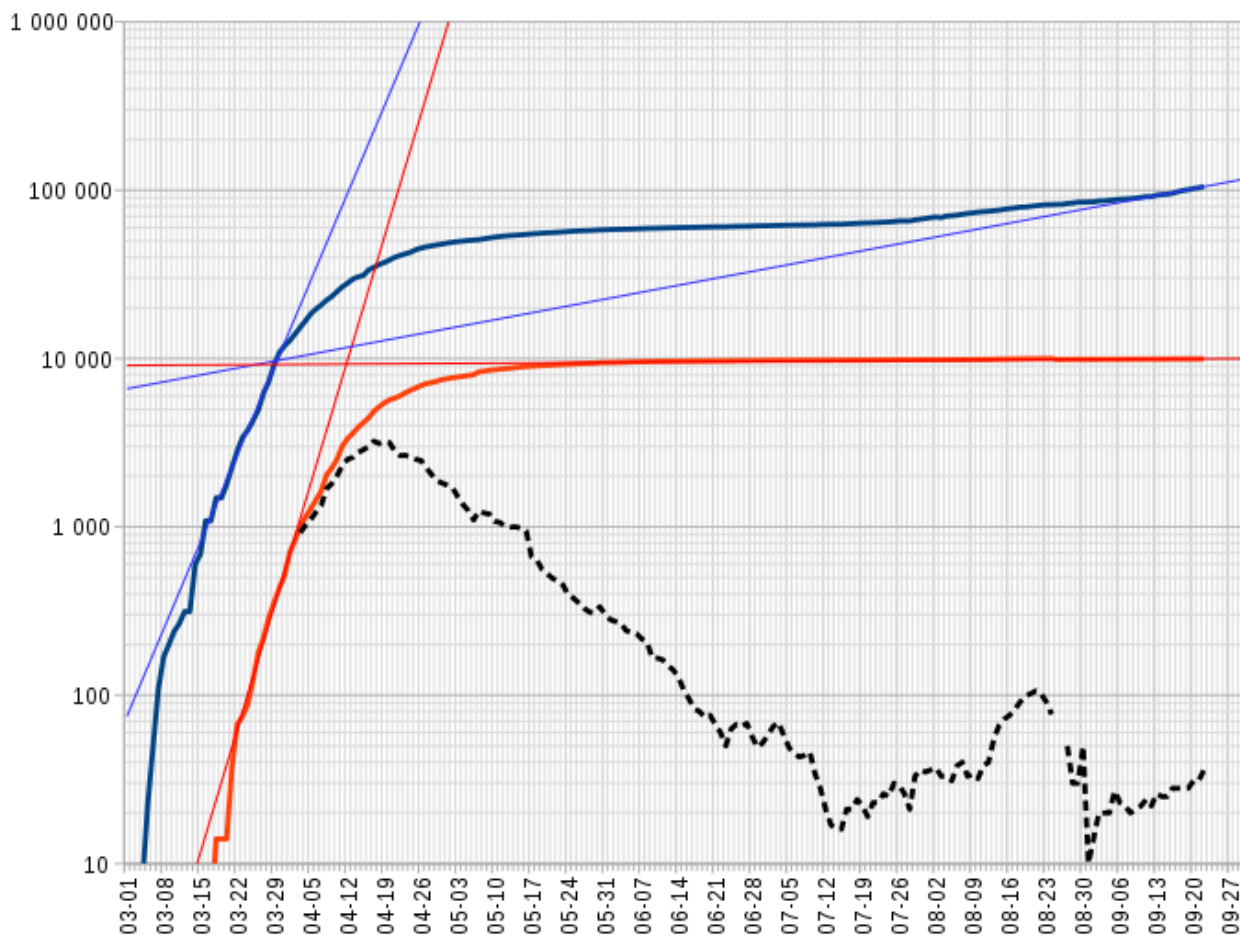


Daily Cases Daily Deaths **Cumulative Cases** Cumulative Deaths Log Cases



Note : « La plus grande faiblesse de l'espèce humaine vient de son incapacité à comprendre la fonction exponentielle » (Albert Allen Bartlett, professeur de physique à l'université du Colorado, mort en 2013, qui a toujours été très préoccupé par les conséquences de la croissance exponentielle de la population mondiale).

Pour la France, on trouve sur Wikipedia l'important travail de Micheletb (Licence Creative Commons Attribution), également en échelle semi-logarithmique :



Voici le commentaire qui en est fait :

« Nombre total de cas confirmés (bleu), nombre total de décès (rouge) et décès signalés au cours des dix derniers jours (pointillé noir). (...) »

La croissance d'une pandémie à son stade initial est exponentielle, ce qui signifie que le pourcentage d'augmentation d'un jour à l'autre est (à peu près) constant. Ceci signifie que dans un graphique semi-logarithmique, la pente est (à peu près) constante, donc la courbe est (à peu près) un segment droit. À la fin d'une pandémie, aucune victime supplémentaire n'est signalée et la courbe est plate et horizontale. Entre les deux, la politique de santé publique consiste à faire baisser la courbe. Un changement de politique ou de son efficacité entraîne un changement de pente.

Pour décrire l'évolution de la pandémie, un rapport quotidien des victimes ou des décès n'est pas vraiment informatif dans la foulée. La description pertinente est la suivante : où sont les changements de pente, qui indiquent un changement dans le régime de la pandémie ? Ces points d'inflexion sont les limites à l'intérieur desquelles la description de ce qui s'est passé peut être homogène. La plupart des pays commencent avec une courbe très faiblement inclinée, presque horizontale, avec peu de patients positifs pour le SRAS-CoV-2 : c'est le stade contenu. Puis la courbe monte tout d'un coup, c'est le point de départ local de la pandémie, le virus s'est échappé à l'état sauvage et n'est plus confiné à l'hôpital. Quelques semaines plus tard, la courbe semi-log a un premier point d'inflexion, c'est l'effet des mesures prises à la fin de la phase "sauvage", qui ralentit le régime de croissance. Il peut y avoir d'autres changements de régime avant que la courbe ne s'incline vers des valeurs très basses, ce qui est plus ou moins la fin (locale) de la pandémie.

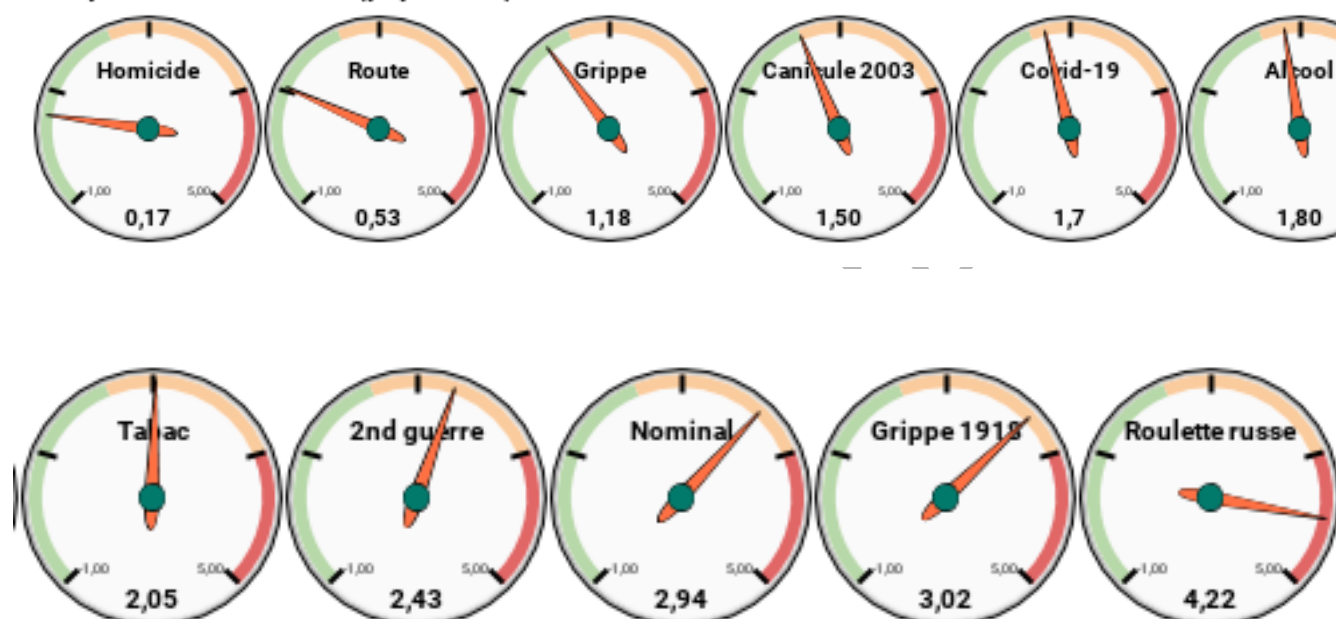
Ces intervalles, où la courbe est (à peu près) un segment droit, sont mieux vus lorsqu'ils sont illustrés par une ligne droite mince de référence. Cette ligne de "meilleur ajustement" est une fonction statistique standard des données ; et si le segment est suffisamment droit, le choix du point de départ et d'arrivée du segment fait peu de différence. Même lorsque la courbe s'incline vers le bas et qu'aucun segment droit ne peut être identifié, une ligne de référence droite qui souligne la tangente en un point est utile pour juger de la courbure elle-même, bien que le point tangent soit bien sûr arbitraire dans ce cas.

Veillez ne pas utiliser ces lignes “best fit” pour l'extrapolation : les mathématiques des épidémies impliquent de nombreux effets différents et la modélisation doit prendre en compte de nombreuses incertitudes différentes. Quelle que soit la pente de la courbe à un instant donné, elle finira par se courber vers le bas (passer à une horizontale). Dans le cas de la pandémie COVID-19, les valeurs peuvent augmenter à nouveau avec des pics répétés au cours des 12 à 18 mois jusqu'à ce que les vaccins soient jugés sûrs et produits en masse et fournis à la population mondiale ».

Sur le site Qualitiso.com, on trouve de très nombreuses statistiques sur la crise sanitaire, et notamment celle-ci, plutôt originale :

Les risques sont annualisés. (notamment : risque de décès pendant la seconde guerre mondiale, calculé à partir des décès sur 5 ans divisés par 5)

Risque de décès annuel (population)



Sur le même site, on trouve également des classements des différents pays en fonction du critère bénéfice / risque pour plusieurs domaines (<https://www.qualitiso.com/benefice-risque-monde.html>) : Pour sortir d'une vision trop hexagonale, il est impératif de consulter les informations précises qui sont fournies.

Pour la « santé », la France est classée 29^{ème} avec un score de 2,2 (Islande : 2,63 ; Finlande : 2,61 ; Slovénie : 2,47 ; Suède : 2,47 ; ... Allemagne : 2,39 ; Italie : 2,39, ...)

Pour le « progrès », la France est classée 11^{ème} avec un score de 1,31, après l'Allemagne (1,32) ; les Pays-Bas (1,52), le Danemark (1,47) et la Suède (1,45) sont en tête.

Pour l'économie, la France est classée 23^{ème} avec un score de 0,99 ; l'Allemagne est 5^{ème} avec 1,26.

Pour l'éducation, la France est classée 42^{ème} avec un score de 1 ; le Canada est 1^{er} avec 1,6 ; l'Allemagne est 23^{ème} avec 1,14.

Pour l'environnement de la planète, la France est 119^{ème} avec - 0,84 !

Note : quand le score B/R est favorable s'il est supérieur à 0, défavorable s'il est inférieur à 0 ; il est bon quand il est supérieur à 1 et mauvais s'il est inférieur à 1.

Remarque : en pondérant ces divers critères, à l'exclusion du dernier, la France se classe 15^{ème} avec un score global de 1,17 (la Suède est 2^{ème}, le Danemark 6^{ème}, l'Allemagne 10^{ème}, l'Autriche 12^{ème}, les EU 13^{ème}, les Pays-Bas 14^{ème}, le Portugal 21^{ème}, le Japon 22^{ème}, l'Espagne 25^{ème}, l'Italie 26^{ème}, la Grèce 41^{ème}) :

Le classement ci-dessous tient compte de toutes les catégories dédiées à l'Homme (voir le § Modélisation) le B/R environnemental pour la planète est donc exclu.

Le B/R est favorable s'il est >0 , défavorable sinon. Il est bon si >1 , mauvais si <-1 .

	PAYS	B/R GLOBAL ▼
1	Islande	1.40
2	Suède	1.39
3	Norvège	1.34
4	Finlande	1.32
5	Irlande	1.32
6	Danemark	1.29
7	Luxembourg	1.24
8	Suisse	1.23
9	Canada	1.22
10	Allemagne	1.21
11	Belgique	1.21
12	Autriche	1.20

13	USA	1.18
14	Pays-Bas	1.17
15	France	1.17
16	Estonie	1.16
17	Royaume-Uni	1.14
18	Nouvelle-Zélande	1.12
19	Australie	1.12
20	Slovénie	1.10
21	Portugal	1.09
22	Japon	1.09
23	République tchèque	1.09
24	Lituanie	1.03

Note : les analyses faites ici sont « macros » et un écart $<0,05$ entre 2 pays est peu significatif.

Le vendredi 25, en France, nouvelles mesures de soutien pour les entreprises impactées par les nouvelles restrictions d'accueil au public à cause d'une reprise de l'épidémie.

Sur les mesures de soutien aux entreprises, des voix syndicales et politiques ont exigé que soient demandées aux entreprises bénéficiaires des « contreparties ».

Comme l'analyse le Flash Economie de Natixis du jeudi 24, « Le gouvernement français a mis en place des politiques économiques favorables aux entreprises (baisse des impôts, aides à l'embauche et à l'apprentissage, aides aux secteurs en difficulté, prêts avec la garantie de l'État, aides sectorielles aux relocalisations) (...). Faut-il que des contreparties soient explicitement définies ? La réponse est négative, pour plusieurs raisons :

- dans certains cas, la question de la contrepartie n'a pas de sens, parce que l'aide de l'État est liée à une action des entreprises : une aide à l'embauche est versée s'il y a embauche, une aide aux relocalisations est versée s'il y a relocalisation ;
- l'expérience de la période 2017-2019 en France, avant la crise de la Covid, montre que les entreprises réagissent positivement (hausse de l'emploi, y compris dans l'industrie, hausse de l'investissement, modernisation) aux politiques qui leur sont favorables (réforme du marché du travail, baisse des cotisations sociales) ;
- la bonne pratique est d'évaluer ex post les politiques publiques, après quelques années pour qu'elles aient eu le temps d'avoir des effets, et d'arrêter les politiques inefficaces, pas de poser des conditions pour qu'elles soient mises en œuvre ;
- la diversité des situations individuelles des entreprises implique que la négociation des contreparties, si elle doit avoir lieu, ne peut se faire que dans le cadre du dialogue social en entreprise, certainement pas au niveau national ».

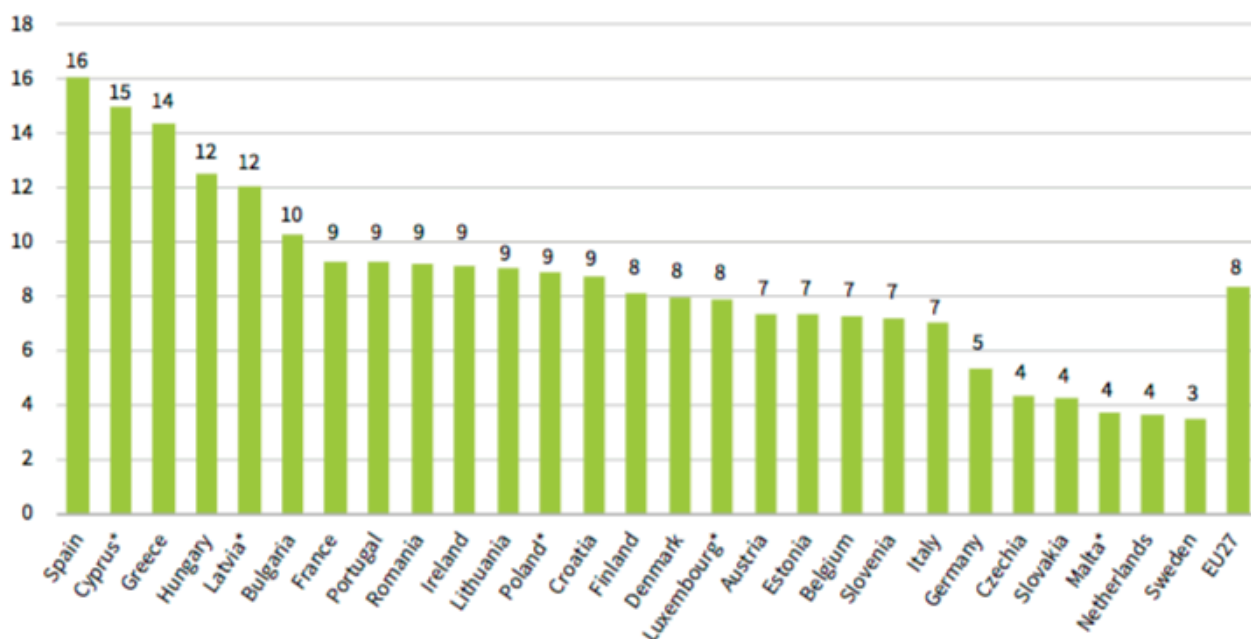
Lundi 28, l'agence européenne Eurofound publie un rapport sur les conditions de vie et de travail au temps du Covid (https://www.eurofound.europa.eu/sites/default/files/ef_publication/field_ef_document/ef20059en.pdf).

Ce rapport est une mine d'informations.

Voici quelques extraits.

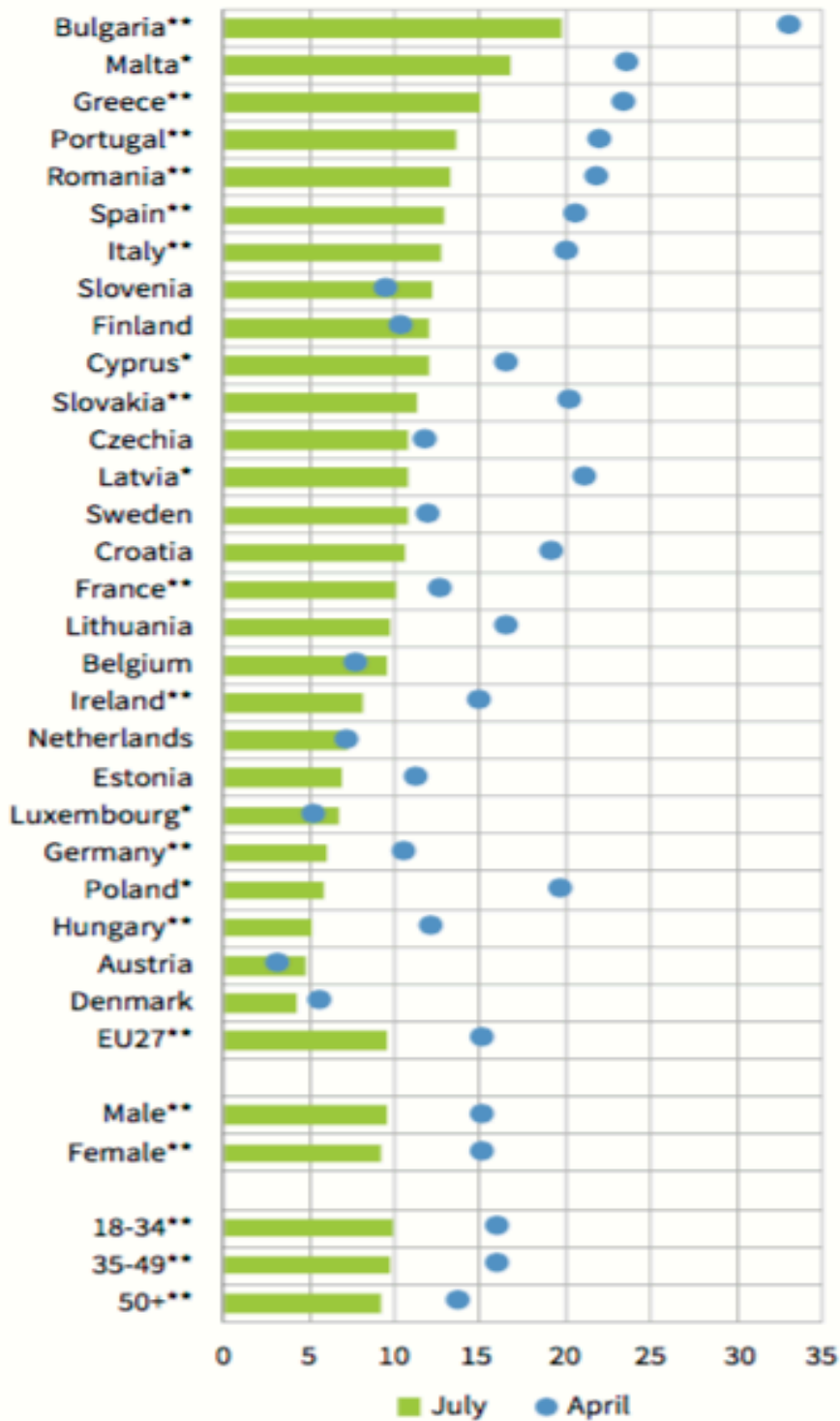
Le premier est un schéma qui indique le pourcentage de répondants à l'enquête qui ont été mis au chômage depuis le début de la pandémie.

Figure 1: Respondents who became unemployed since the onset of the pandemic, by country (%)



Le schéma suivant montre le % de répondants en avril et en juillet qui estimaient pouvoir perdre leur emploi dans les 3 mois :

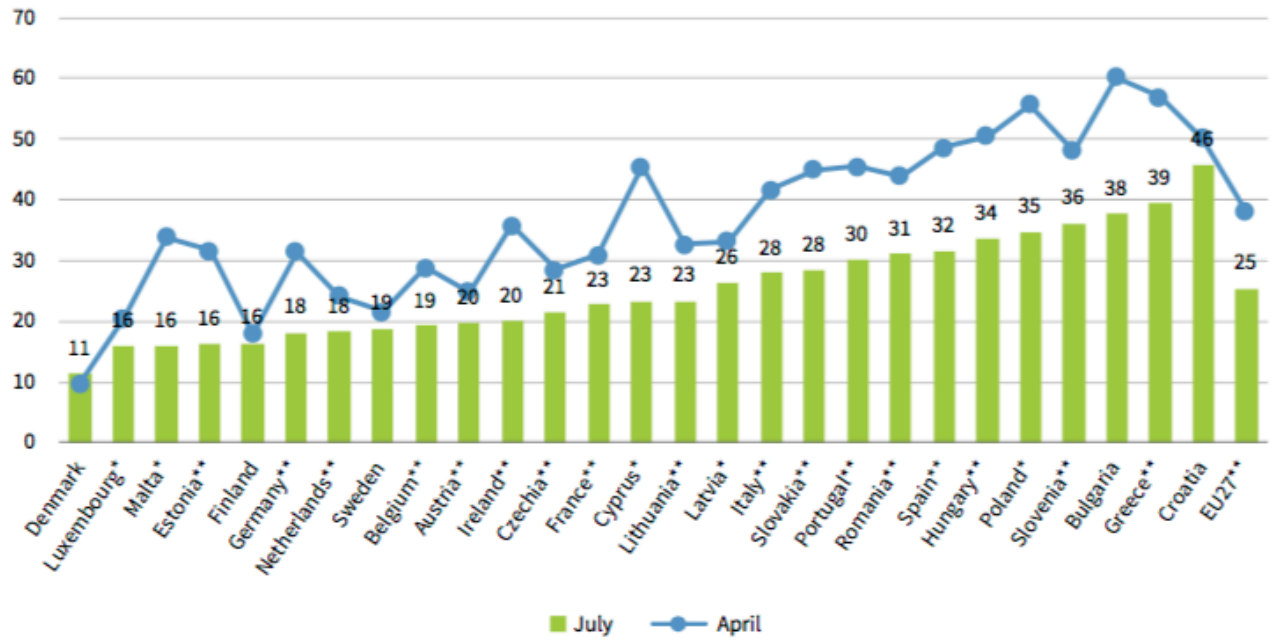
Figure 5: Likelihood of losing one's job in next three months (very likely and rather likely), by country (%)



Notes: * Low reliability in July for Cyprus, Latvia, Luxembourg, Malta and Poland. **Statistically significant change ($p=0.05$).

Le schéma suivant concerne le % de répondants estimant que leur situation financière va empirer dans les 3 mois :

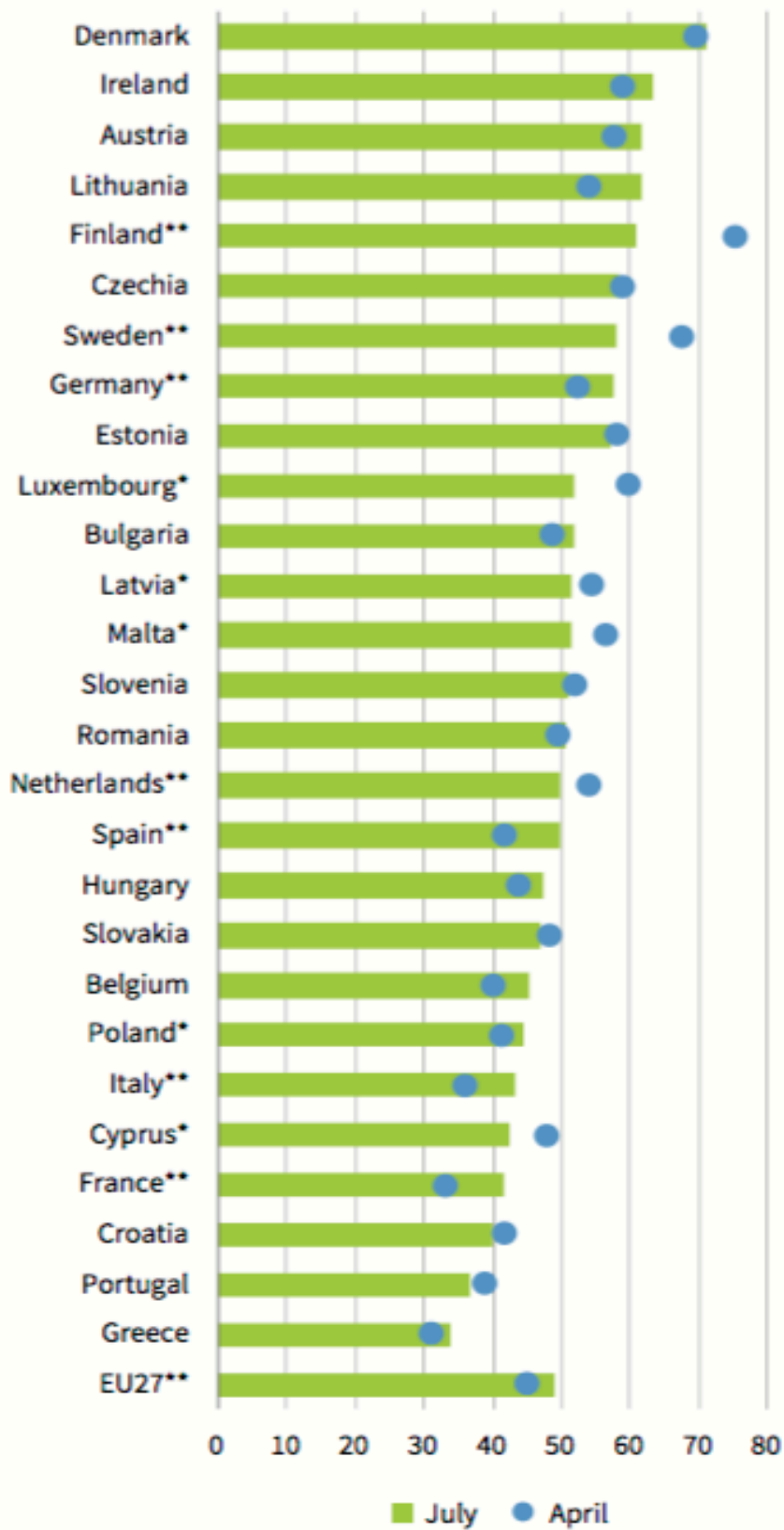
Figure 9: Respondents reporting that their financial situation will get worse in three months' time, by country, EU27 (%)



Notes: The survey question was: 'Thinking of the financial situation of your household in 3 months' time do you think it will become better, stay the same or get worse?' *Low reliability in round 2 for Cyprus, Latvia, Luxembourg, Malta and Poland. **Statistically significant increase ($p=0.05$).

Le schéma suivant montre le % des répondants exprimant de l'optimisme pour leur futur :

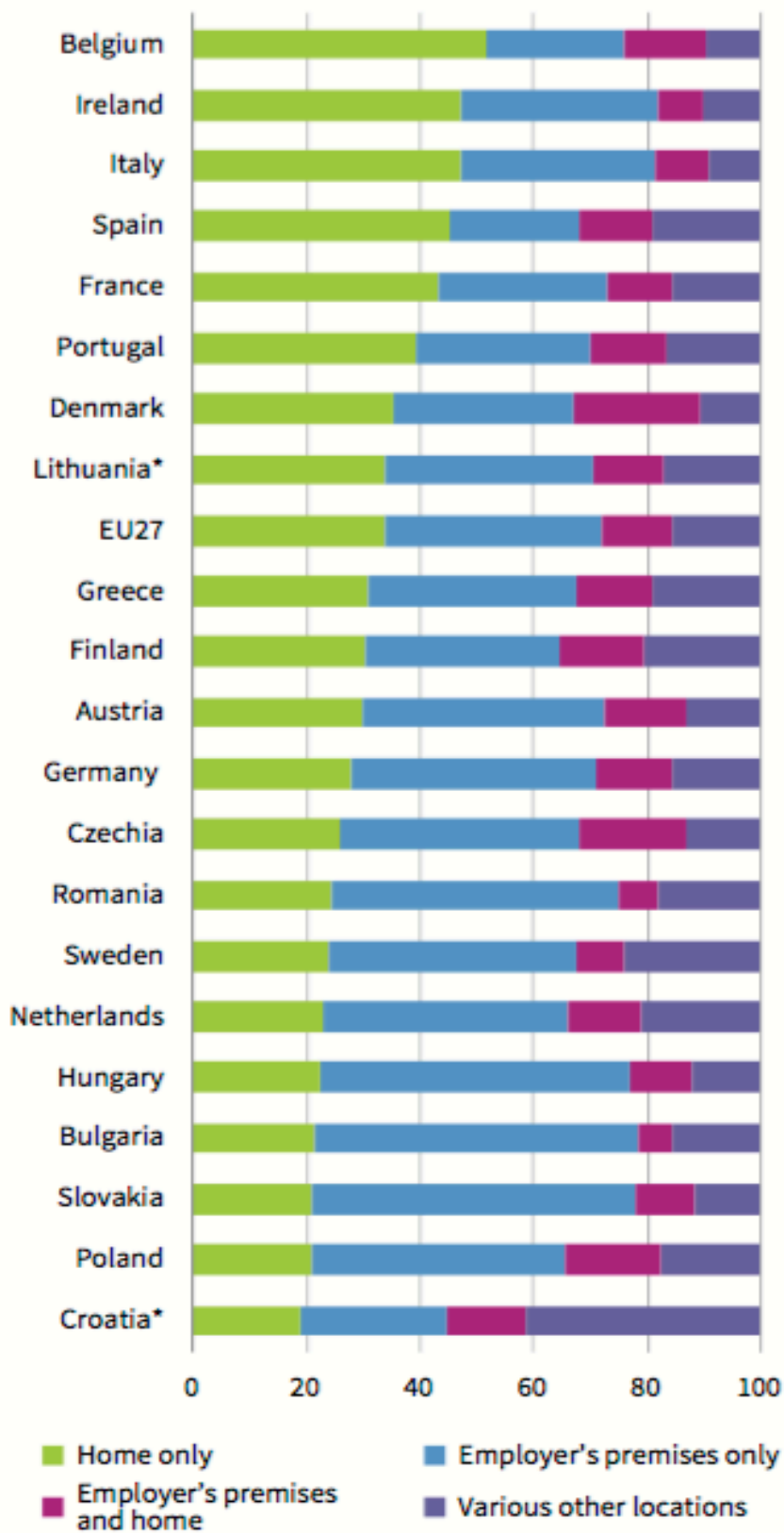
Figure 17: Optimism about one's future in April and July, by country, EU27 (%)



Notes: * Low reliability in July for Cyprus, Latvia, Luxembourg, Malta and Poland. **Statistically significant change ($p=0.05$).

Le schéma suivant montre comment les répondants ont utilisé le télétravail :

Figure 21: Employees' place of work during the pandemic, by country, EU27 (%)



Notes: *Low reliability; Cyprus, Estonia, Latvia, Luxembourg, Malta and Slovenia not included due to insufficient number of cases.

Le schéma suivant montre le % de répondants se sentant épuisés émotionnellement par le travail :

Figure 28: Employees feeling emotionally drained by work, country, EU27 (%)



La 3^{ème} partie du rapport est consacrée à l'importance de la qualité de la société pour la sortie de la pandémie.

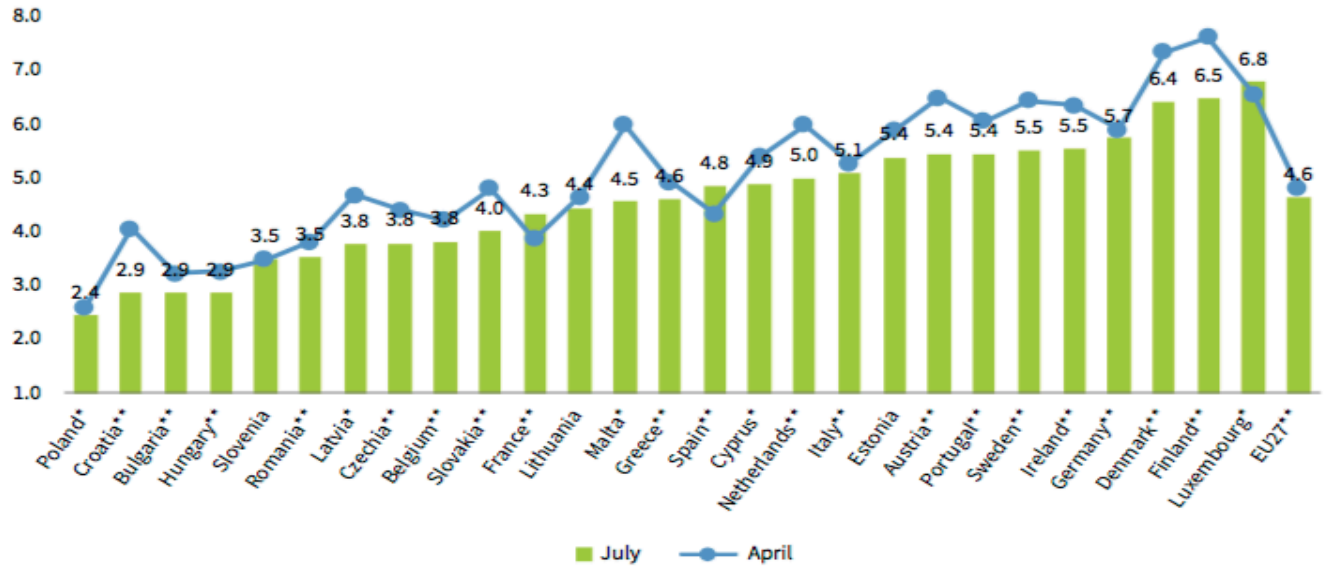
On trouve notamment le tableau et les graphiques suivants sur l'importance de la confiance :

Table 4: Trust in institutions (mean scores), EU27 (scale 1 to 10)

Survey round	Media	Police	Government	EU	Healthcare system
1. April 2020	4.6	6.2	4.8	4.6	6.4
2. July 2020	4.5	6.2	4.6	5.1	6.5

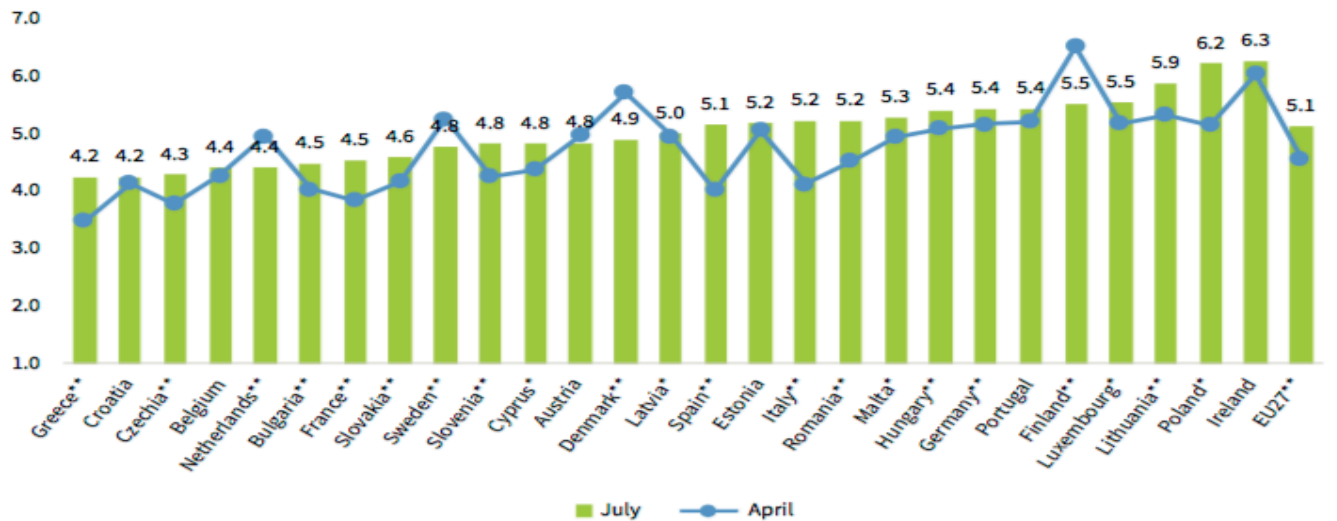
Note: The survey question was: 'Please answer on a scale of 1-10 how much you personally trust each of the following institutions' 1 - Do not trust at all; 10 - Trust completely.

Figure 45: Trust in national government (mean scores by country)



Notes: The survey question was: 'Please answer on a scale of 1-10 how much you personally trust each of the following institutions' 1 - Do not trust at all; 10 - Trust completely. * Low reliability in July in Cyprus, Latvia, Luxembourg, Malta and Poland. **Statistically significant change (p=0.05).

Figure 46: Trust in the European Union (mean scores by country)



Notes: The survey question was: 'Please answer on a scale of 1-10 how much you personally trust each of the following institutions? 1 - Do not trust at all; 10 - Trust completely. * Low reliability in July in Cyprus, Latvia, Luxembourg, Malta and Poland. **Statistically significant change (p=0.05).

En fin de mois, le taux de change euro/dollar connaît une certaine pause après une période de taux assez élevé :



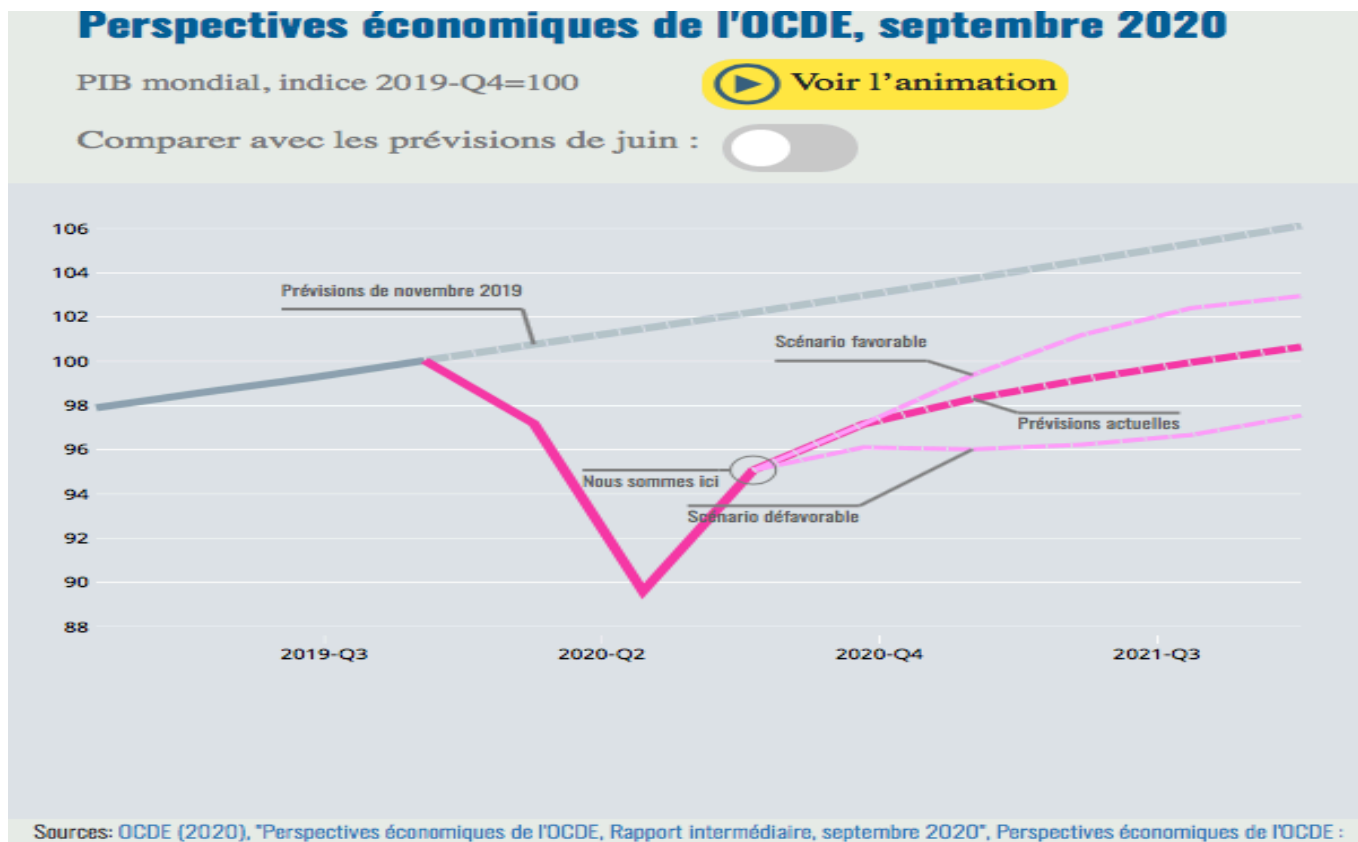
[Markiteconomics.com](https://www.markiteconomics.com) publie ses indices qui sont très suivis pour porter un jugement sur la situation actuelle et à venir.

. Concernant la zone euro, l'indice PMI Flash composite pour l'activité globale se replie à 50,1 après avoir été à 51,9 : c'est son plus bas de 3 mois. Chris Williamson fait le commentaire suivant : « Le mois de septembre a marqué un coup d'arrêt à la reprise économique de la zone euro, l'augmentation du nombre de cas de Covid-19 ayant entraîné, dans l'ensemble de la région, un retour à la contraction de l'activité dans le secteur des services. Les signes d'une économie à deux vitesses sont manifestes : si la production du secteur manufacturier a augmenté, portée par une hausse de la demande (notamment en provenance des marchés à l'export) et par la réouverture du secteur du commerce de détail dans de nombreux pays, l'activité du secteur des services est quant à elle repartie à la baisse, la montée des inquiétudes liées à l'évolution du virus ayant tout particulièrement affecté les entreprises en contact direct avec les consommateurs. La baisse des effectifs s'est en outre accélérée dans le secteur des services, un nombre croissant d'entreprises cherchant à limiter leurs coûts et charges diversés. Les suppressions de postes ont en revanche ralenti dans le secteur manufacturier, (...) ».

. Pour la France, l'indice Flash composite de l'activité globale s'est replié à 48,5, après avoir été à 51,6 en août, et c'est son plus bas de 4 mois. Eliot Kerr commente ainsi les résultats : « La forte augmentation du nombre de cas de Covid-19 observée en France au cours du mois de septembre permet en partie d'expliquer la première baisse mensuelle de l'activité économique depuis mai dernier. Si les données PMI sur le secteur privé français du mois d'août avaient mis en évidence un essoufflement de la reprise, celles du mois de septembre marquent un renversement de tendance par rapport à celle d'un retour de l'activité vers son niveau d'avant crise enregistrée au cours des trois mois précédents. Si la recrudescence du nombre de cas s'est accompagnée de nouvelles restrictions imposées par le gouvernement, elle a également causé une certaine paralysie des entreprises, désormais préoccupées par le risque de nouvelles fermetures dans le cadre d'un éventuel confinement. (...) ».

Par ailleurs, l'OCDE comme la BCE modifient à la baisse leurs prévisions pour la période suivante : baisse de la récession pour 2020 mais baisse de la croissance pour 2021. Concernant la récession en 2020, l'OCDE ramène sa prévision de -9,1% à -7,9% et la BCE de -8,7% à -8%. Concernant la croissance en 2021, l'OCDE ramène sa prévision de 6,1% à 5,1% et la BCE de 5,2% à 5%.

. Les prévisions de l'OCDE sont résumées dans le graphique suivant :



« Dans le scénario de révision à la hausse des prévisions ("scénario favorable"), les ménages et les entreprises pourraient renouer avec la confiance plus rapidement que prévu s'il s'avérait que des mesures d'endiguement plutôt clémentes suffisaient à maîtriser une nouvelle propagation du virus, ou si des signes annonciateurs d'un déploiement plus massif et plus rapide que prévu d'un traitement ou d'un vaccin efficace se profilaient. La demande intérieure s'en trouverait confortée et avec elle, les perspectives de croissance. (...) Dans le scénario de révision à la baisse ("scénario défavorable"), la confiance pourrait rester fragile pendant un certain temps et les incertitudes se multiplier encore si la propagation du COVID-19 venait à s'accélérer, ou si des mesures d'endiguement plus fortes s'imposaient pour la maîtriser. Nombre d'entreprises se trouveraient alors dans une situation encore plus tendue pendant une longue période, en particulier dans les secteurs dont l'activité serait à nouveau soumise à de sérieuses restrictions, accentuant le risque de voir se multiplier des faillites et des destructions d'emplois. L'épargne de précaution des ménages repartirait à la hausse, l'investissement des entreprises fléchirait sensiblement et l'aversion pour le risque gagnerait du terrain sur les marchés financiers. (...) »

. Dans l'Economic Bulletin de la BCE (septembre), on lit :

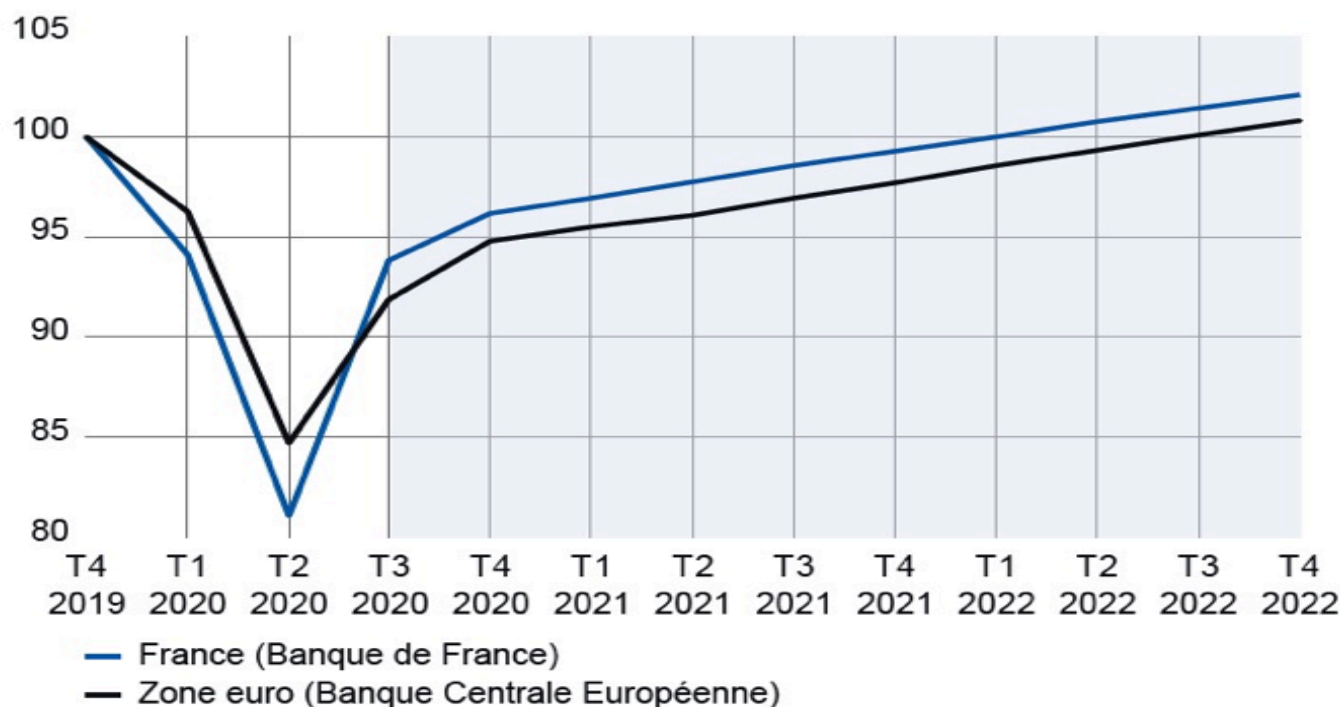
« (...) L'activité de la zone euro devrait rebondir de 8,4% au troisième trimestre. Par la suite, la projection de référence repose sur l'hypothèse clé d'un succès partiel dans la maîtrise du virus, avec une certaine résurgence des infections au cours des prochains trimestres conduisant à la poursuite des mesures de confinement, quoique moins strictes que dans la vague initiale, jusqu'à ce qu'une solution médicale devienne disponible en mi-2021. Ces mesures de confinement, associées à une incertitude accrue et à une détérioration des conditions du marché du travail, devraient continuer de peser sur l'offre et la demande. Néanmoins, un soutien substantiel des politiques monétaire, budgétaire et du marché du travail, qui ont toutes été renforcées depuis les projections des services de l'Eurosystème de juin 2020, devrait maintenir les revenus et limiter les séquelles économiques qui pourraient suivre la résolution de la crise sanitaire. On suppose également que ces politiques réussissent à éviter les grands canaux d'amplification financière. Selon ces hypothèses, le PIB réel de la zone euro devrait

baisser de 8,0% en 2020 et rebondir de 5,0% en 2021 et de 3,2% en 2022. À la fin de l'horizon de projection, le PIB réel serait de 3,5% sous le niveau prévu dans les projections des services de l'Eurosystème de décembre 2019, dernier exercice de projection pré-pandémique. Le niveau du PIB au quatrième trimestre 2019 sera atteint au second semestre 2022. Dans un contexte d'incertitude autour de la trajectoire de la pandémie, deux scénarios alternatifs ont été élaborés. Le scénario doux considère le choc pandémique comme temporaire, avec la mise en œuvre rapide d'une solution médicale permettant un assouplissement supplémentaire des mesures de confinement. Dans ce scénario, le PIB réel baisserait de 7,2% cette année, puis rebondirait fortement en 2021. À la fin de l'horizon, le PIB réel dépasserait légèrement le niveau attendu dans les projections des services de l'Eurosystème de décembre 2019. En revanche, le scénario sévère avec une forte résurgence de la pandémie implique un retour à des mesures d'endiguement strictes, avec des pertes d'activité substantielles et permanentes. Dans ce scénario, le PIB réel baisse de 10% en 2020. À la fin de l'horizon, il se situe environ 9% en dessous du niveau envisagé dans les projections des services de l'Eurosystème de décembre 2019 ».

Pour la Banque de France, ses prévisions publiées le 14 sont les suivantes :

Graphique 2 : Niveau du PIB réel en France et en zone euro

(Base 100=T4 2019)



Source : Insee, Banque de France, Eurostat, Banque Centrale Européenne.

Ces prévisions qui montrent une reprise en « aile d'oiseau » sont un peu plus optimistes : « (...) les années 2021 et 2022 seraient des années de redressement net mais graduel, avec un retour au niveau d'activité de fin 2019 qui s'effectuerait désormais dès le premier trimestre 2022 contre mi-2022 dans nos projections de juin. Au bénéfice d'un rebond plus rapide qu'anticipé fin 2020, la croissance annuelle 2021 est revue légèrement en hausse (7,4 % vs 6,9 %). Celle de 2022 est revue légèrement en baisse (3,0 % vs 3,9 %) car le rebond plus important sur 2020 et 2021 réduit l'effet de rattrapage en 2022, même si la croissance resterait à cet horizon supérieure à son potentiel. (...) Cette projection reste marquée par d'importants aléas qui pourraient jouer à la hausse comme à la baisse. Au premier rang, l'évolution de l'environnement sanitaire en France et dans le monde reste très incertaine. L'environnement international est aussi l'objet de nombreux aléas, avec notamment un risque de « no deal Brexit ». Au plan interne, le plan de relance annoncé le 3 septembre par le gouvernement est de nature à soutenir l'activité mais avec une ampleur et à un horizon qui restent à évaluer. Cette projection n'intègre en effet qu'une petite partie de l'ensemble des mesures du Plan de Relance

présenté le 3 septembre car leurs modalités et leur calendrier restent à préciser dans la loi de finances à venir. (...)

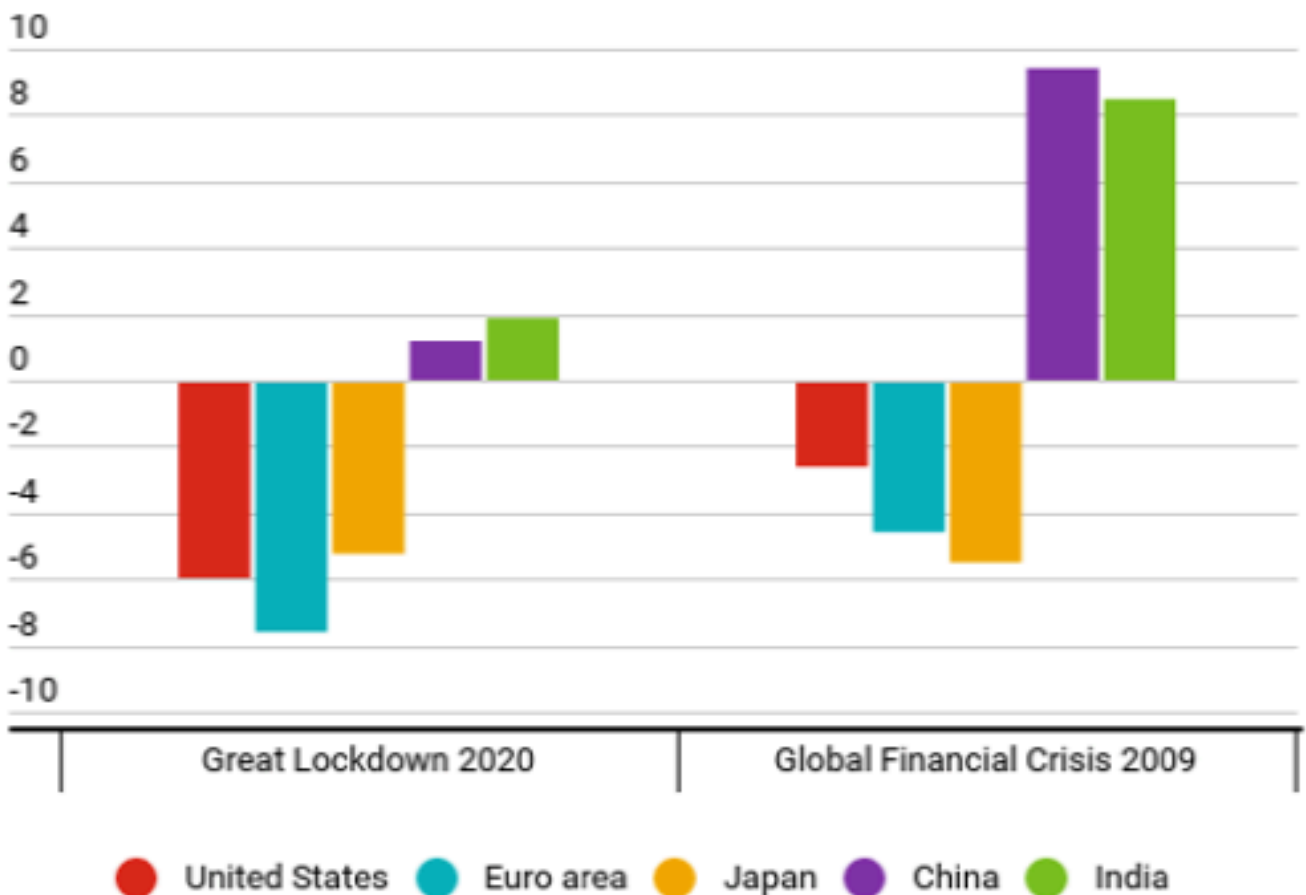
Les entreprises ayant largement fait appel au dispositif d'activité partielle, l'ajustement de l'emploi au choc d'activité est resté relativement contenu au premier semestre, avec des destructions d'emplois liées principalement à l'ajustement de l'emploi intérimaire et au non-renouvellement de contrats courts. Fin 2020-début 2021, l'emploi continuerait à se contracter, avec retard par rapport à l'activité, avec des pertes d'emplois plus pérennes dans les entreprises en difficulté. Les pertes nettes d'emplois dans l'ensemble de l'économie s'élèveraient au total à un peu plus de 800 000 fin 2020 par rapport à fin 2019. (...)

Le graphique suivant illustre les aléas qui relativisent sensiblement la fiabilité des prévisions. En effet, on voit déjà les différences de profils entre les prévisions faites en juin et celles faites en septembre ; on voit aussi la nécessité de distinguer deux scénarios, l'un sévère, l'autre favorable selon en particulier l'évolution de l'épidémie et la façon dont on la maîtrise plus ou moins bien. Il apparaît que dans le scénario favorable, le niveau d'avant-crise peut être retrouvé dès la fin 2020 alors que dans le scénario sévère le rattrapage est reporté à beaucoup plus tard.

Selon un communiqué de mi-juillet, le FMI prévoit une contraction du PIB réel de l'UE de 9,3% en 2020, puis une croissance de 5,7% en 2021 mais le PIB réel ne retrouverait son niveau de 2019 qu'en 2022. « La reprise pourrait s'accélérer si l'on découvrait un traitement efficace ou un vaccin contre la Covid-19, mais elle pourrait aussi ralentir en cas de nouvelles vagues d'infection ».

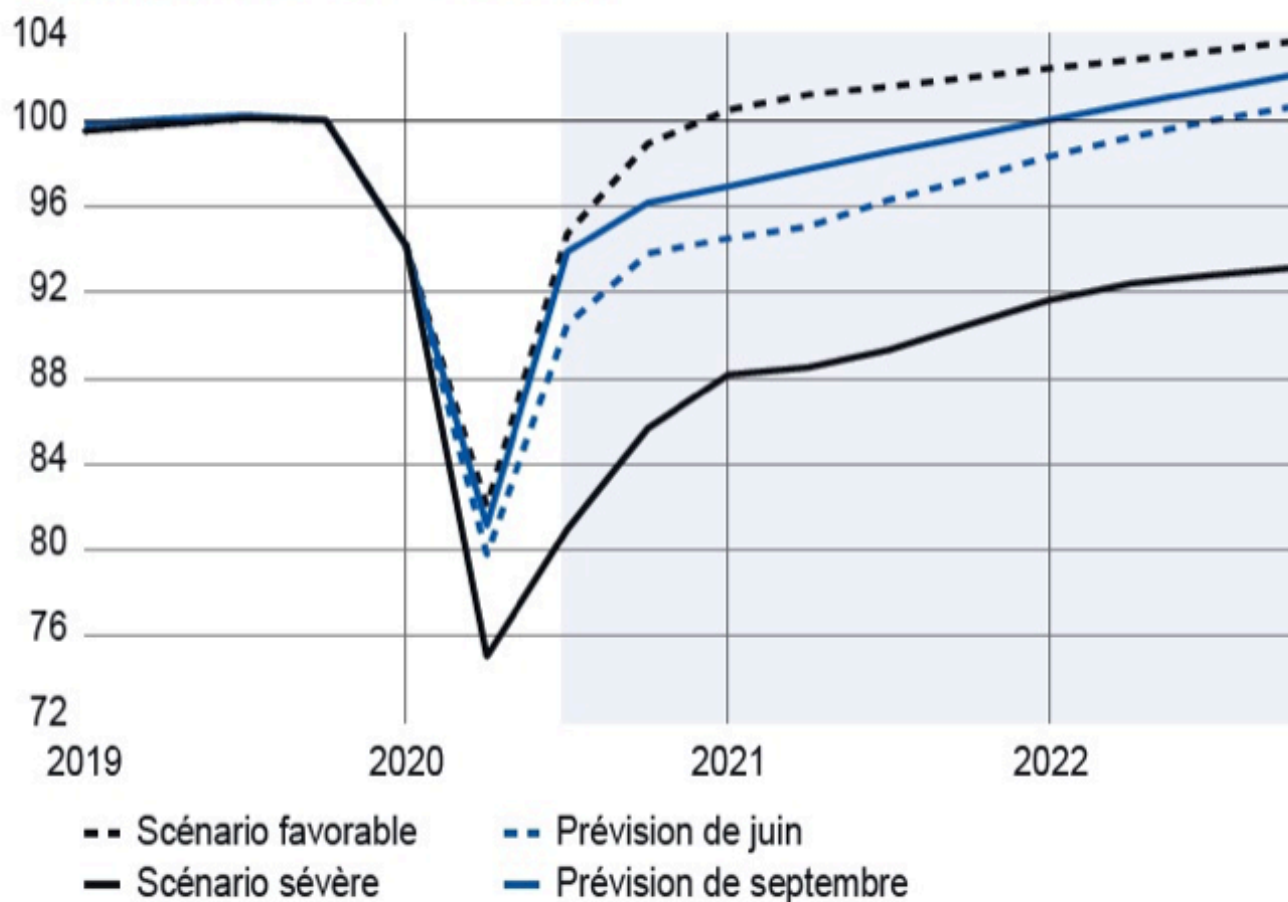
Notons que dans un travail du FMI apparaît la comparaison suivante entre la dépression due au « grand confinement » et la crise financière de 2007-2008 :

(real GDP growth, year-on-year percent change)



Source: IMF, *World Economic Outlook*.

Graphique 5 : Niveau du PIB dans les scénarios favorable et sévère (Niveau, base 100 = T4 2019)

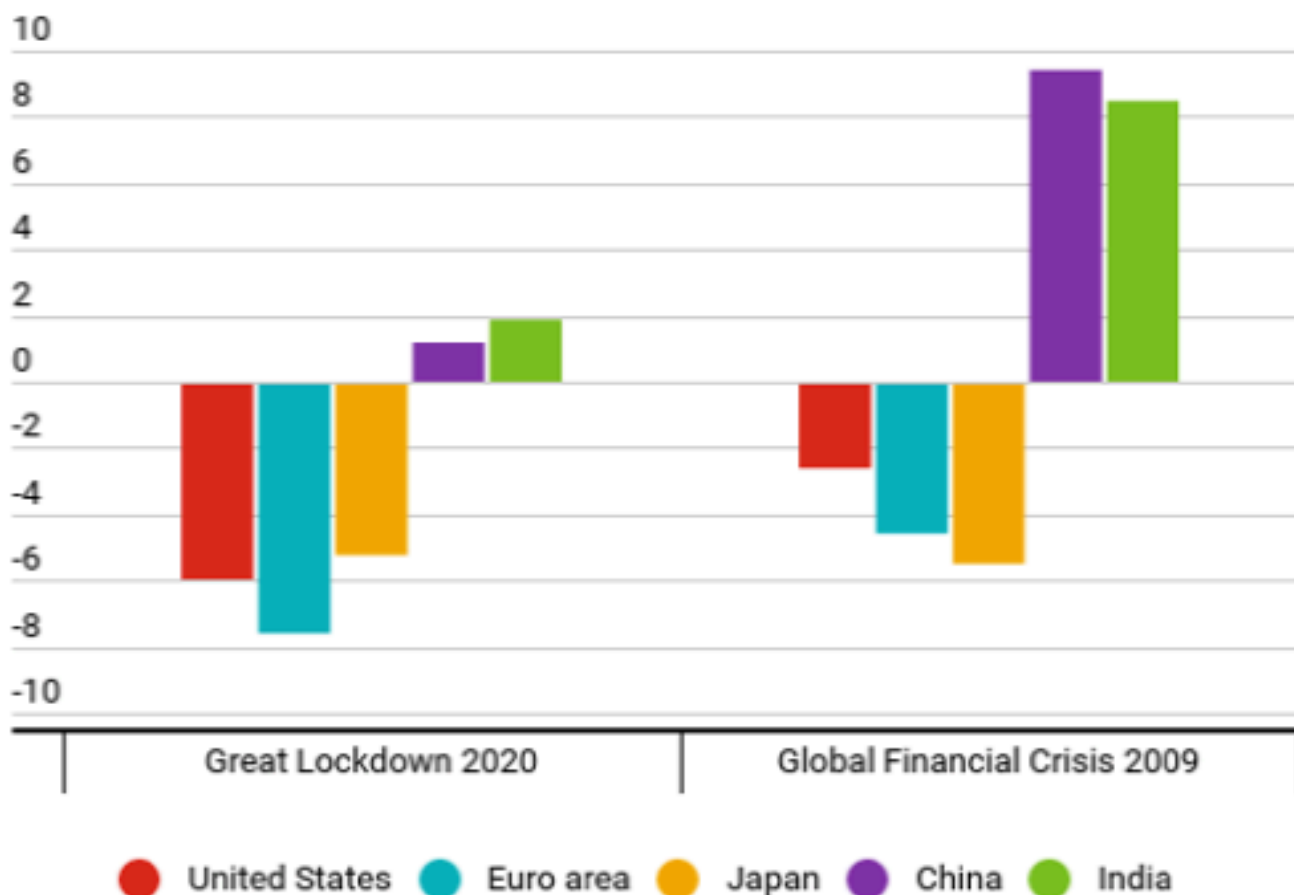


Source : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2020 et projections Banque de France

Selon un communiqué de mi-juillet, le FMI prévoit une contraction du PIB réel de l'UE de 9,3% en 2020, puis une croissance de 5,7% en 2021 mais le PIB réel ne retrouverait son niveau de 2019 qu'en 2022. « La reprise pourrait s'accélérer si l'on découvrait un traitement efficace ou un vaccin contre la Covid-19, mais elle pourrait aussi ralentir en cas de nouvelles vagues d'infection ».

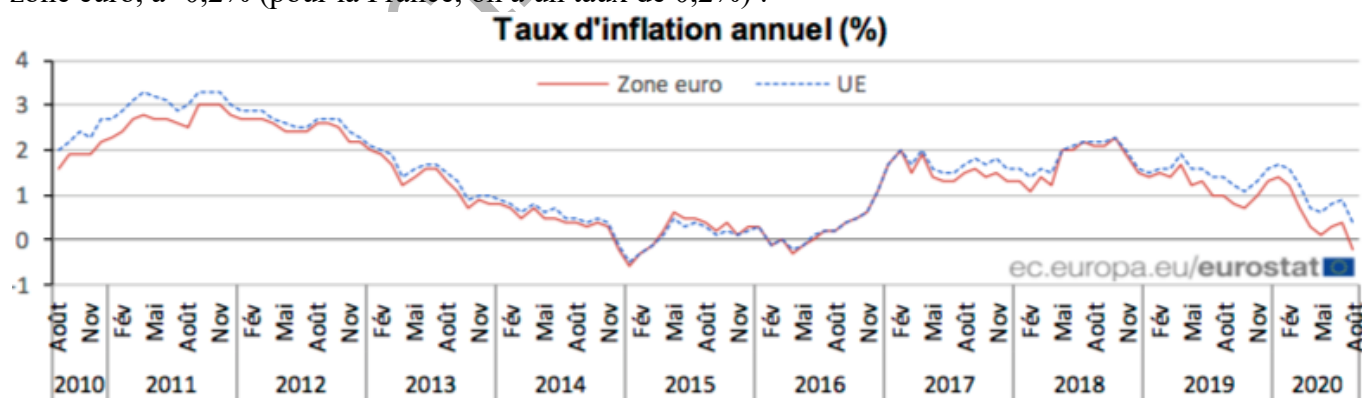
Notons que dans un travail du FMI apparaît la comparaison suivante entre la dépression due au « grand confinement » et la crise financière de 2007-2008 :

(real GDP growth, year-on-year percent change)



Source: IMF, World Economic Outlook.

Eurostat publie le taux d'inflation (annuel) pour le mois d'août : il passe en territoire négatif pour la zone euro, à -0,2% (pour la France, on a un taux de 0,2%) :



En toute fin du mois de septembre, le 30 exactement, paraît chez Fayard un livre qui tombe à pic, écrit par Patrick Artus et Olivier Pastré, tous deux membres du Cercle des économistes. Son titre est en effet : « L'économie post-Covid ».

Nous en proposons ci-après les idées-clés, spécialement celles qui enrichissent les analyses déjà faites dans notre document :

La crise actuelle est différente des précédentes, en particulier de celle de 2007-2008, par ses caractéristiques :

- elle est d'abord un choc d'offre alors que celle des subprimes était au départ un choc de demande ;

- la crise touche davantage les pays émergents que les pays industrialisés ;
- la crise déforme profondément la structure sectorielle des économies ;
- les États et les Banques centrales décident d'intervenir massivement, les États pour soutenir les ménages et les entreprises, les Banques centrales pour solvabiliser les États ;
- la crise remet profondément en cause le modèle économique et social actuel ;
- la crise a des effets politiques et géopolitiques considérables.

Les auteurs font une critique utile du capitalisme néolibéral avant de se poser la question de savoir si la crise actuelle peut annoncer un autre capitalisme. Ils montrent d'abord que le capitalisme néolibéral n'est pas efficace (baisse des gains de productivité et de la croissance potentielle, persistance du chômage, hausse des inégalités), en particulier parce que l'écart entre le taux de rentabilité exigé par les détenteurs de fonds propres et le taux d'intérêt à long terme est trop important (il est passé de 3 points en 1990 à 13 points aujourd'hui) ; et expliquent cela par les délocalisations qui permettent de profiter de coûts salariaux faibles, les rachats d'actions en utilisant le levier d'endettement et par l'évolution du partage des revenus défavorable aux salariés, et les entreprises demandent en plus une fiscalité faible et font le maximum pour être en position dominante et pour bénéficier de rentes de monopoles (ce qui est contraire, soit dit en passant, aux principes fondamentaux du libéralisme économique). La crise fait monter l'exigence de donner au capitalisme une dimension morale ou éthique, de façon à le rendre plus « inclusif ». Pour ce faire, il faudrait internaliser les externalités générées par les entreprises, externalités sociales, économiques, climatiques et environnementales ; en mettant en pratique le principe du « pollueur-payeur ». Mais trois grands obstacles sont là pour compliquer la mutation du capitalisme : le premier est la défaillance des États (Milton Friedman lui-même était convaincu que les entreprises doivent maximiser leurs profits mais sous les contraintes définies par l'État), qui ont renoncé à obliger les entreprises à internaliser les externalités dont elles sont responsables, le second est l'affaiblissement des entreprises qui va causer inévitablement la crise du Covid et le troisième est le rôle ambigu de la finance, qui de manière contradictoire demande à la fois une forte rentabilité et le respect de valeurs « ESG » (environnement-social-gouvernance).

Dans le Chapitre 3, intitulé « Travail et emploi, quel nouveau paradigme ? », les auteurs dénoncent un certain nombre de « faux-débats » : pour eux, la relocalisation mérite de la planification mais ce n'est pas fait parce que cela prend du temps et que cela pose la délicate question des compétences ; pour eux, ce n'est pas en réduisant les dividendes distribués que l'on permettra d'augmenter les salaires ; enfin, en augmentant le SMIC on risque à la fois de nuire aux emplois en CDI et d'accroître le déficit budgétaire. Cela dit, le travail et l'emploi vont être bousculés par la crise, mais de manière plus ou moins marquée selon les secteurs qui ne sont pas concernés par le Covid au même degré : la polarisation du marché du travail va considérablement s'accroître ; et donc les inégalités face à l'emploi aussi (les auteurs insistent beaucoup sur le mauvais sort que la crise réserve aux jeunes et montrent que l'ascenseur social marche plus facilement à la descente qu'à la montée). Mais il faut s'attendre à ce que les entreprises soient toutes obligées à repenser leur organisation sous la pression d'une numérisation croissante. Il faut aussi qu'elles envisagent de recourir au système d'intéressement et de participation, de manière à répondre aux revendications pour des améliorations des salaires et du dialogue social. La crise révèle aussi l'urgence d'une totale refonte du système de formation professionnelle tant il est impératif de favoriser le plus possible l'adaptation des compétences et l'employabilité des salariés. Par contre, si le développement du télétravail qu'a suscité le confinement est amené à persister, comment traiter ses indéniables limites ? Comment aussi renouveler le dialogue social et le rôle des syndicats ? Enfin, selon P. Artus et O. Pastré, « face à l'effondrement du PIB, il n'y a qu'une solution : donner un “coup de reins” productif partagé par tous » ; bref, il va falloir travailler plus, surtout si les réformes des retraites et de l'assurance-chômage sont reportées sine die.

Le chapitre 4 est consacré aux bouleversements dans les structures industrielles qu'entraîne la crise sanitaire, qui peuvent aboutir à l'émergence d'un « capitalisme numérique ». Le désendettement des agents va déboucher sur la baisse de la demande de biens durables, le souci plus grand pour les questions environnementales va réduire la demande de transports et augmenter celle des énergies renouvelables, le confinement a boosté pour longtemps la distribution en ligne, les normes sanitaires sont une cause de l'augmentation des coûts et de la baisse de la productivité horaire du travail, la crise

a montré la nécessité de retrouver des industries stratégiques. Toutes ces facteurs expliquent que la crise va faire des secteurs d'activité gagnants et perdants :

Secteurs gagnants	Secteurs perdants
Biens de consommation courante	Biens d'équipement
Services à la personne	Matériel de transport (automobiles, avions)
Luxe	Biens intermédiaires
Pharmacie-santé	Immobilier commercial
Agroalimentaire	Énergies fossiles
Technologies au sens large (télécoms, e-commerce, moyens de paiement, média et loisirs en ligne, services Internet)	Tourisme (hôtels, restaurants)
Énergies renouvelables	Distribution traditionnelle
	Transport aérien
	Services financiers

Les auteurs considèrent qu'il n'est pas sûr que la « nouvelle économie » soit plus efficace, plus productive que l'ancienne. Par contre, ils portent un jugement plutôt favorable sur les chances que l'Europe se positionne bien par rapport aux États-Unis et à la Chine.

Dans le chapitre 5, les auteurs tentent de répondre à la question de savoir à quelle macroéconomie nous allons avoir affaire. Ils redoutent que l'on accumule stagflation (concomitance inflation -par la demande et par les coûts- et croissance très ralentie) et bulles spéculatives (causée par l'excès de liquidité : la monétisation des déficits publics a conduit les banques centrales de l'OCDE à multiplier leur base monétaire par 8 en 7 ans !). Or, les Banques centrales seront assez désarmées devant une telle situation. Sans parler du risque de voir mise en cause la confiance dans les monnaies publiques de nos États, et donc le développement des cryptomonnaies privées, d'où une mise en cause radicale du SMI.

Comme la politique monétaire expansionniste n'est pas près de s'arrêter, la question de la confiance en la monnaie se pose maintenant de manière de moins en moins hypothétique. Surtout qu'un aspect de la question mérite qu'on y prête attention : comme les Banques centrales appartiennent aux États, le raisonnement doit être tenu à partir du bilan consolidé BC + État. Au passif de ce bilan consolidé, on a les billets et les réserves des banques commerciales (passif de la BC) et la dette publique qui n'est pas détenue par la BC (passif de l'État). À l'actif du bilan consolidé, on a le déficit public accumulé (actif de l'État) et divers actifs achetés par la BC (actif de la BC). Les statistiques concernant la zone euro, les E.-U., le R.-U. et le Japon montrent que la dette publique et la part de cette dette détenue par la BC ont évolué de la même façon jusqu'au lendemain de la crise de 2007-2008 mais après, la part de la dette publique non détenue par la BC n'a cessé de diminuer (actuellement, alors que la dette publique totale représente environ 135% du PIB, la part de cette dette qui n'est pas détenue par la BC en représente 95%, après être montée jusqu'à 110% à la suite de la crise de 2007-2008). La part de dette publique non détenue par la BC représente donc environ 70% du total. Ces mêmes statistiques montrent que si la part des billets reste relativement stable depuis le début des années 2000 (entre 5 et 10% du PIB et une pointe cette année à plus de 10%), les réserves des banques commerciales auprès des BC ne cessent d'augmenter depuis la crise de 2007-2008 en passant de 3% environ à 20% avant la crise du Covid puis à près de 28% aujourd'hui ! L'évolution de la base monétaire (= passif monétaire de la BC) suit la même évolution : 10% du PIB environ jusqu'à la crise de 2007-2008 puis forte progression après pour atteindre 30% avant la crise du Covid et près de 50% maintenant ! Pour déterminer la créance monétaire sur l'État qu'ont globalement les agents économiques non

L'EURO

bancaires, on peut ajouter aux billets en circulation et aux réserves bancaires auprès des BC (50% du PIB) la part de la dette publique non détenue par les BC (95% du PIB), qui est obligatoire mais qui est supposée pouvoir être monétisée en cas de besoin - d'où le fait qu'elle soit considérée comme sans risque -, ce qui représente un total de 145% du PIB ! Avec de tels chiffres, on comprend que la confiance en la monnaie puisse être mise à mal et, surtout, si c'était le cas, il y aurait non seulement une fuite devant la monnaie mais aussi une crise majeure de la dette publique obligatoire, avec toutes les conséquences gravissimes qui pourraient alors en découler : courses vers des valeurs refuges et vers toutes sortes d'actifs équivalents et déséquilibres macroéconomiques de tous ordres ; bref, une crise d'une gravité extrême.

Concernant les perspectives de croissance, P. Artus et O. Pastré montrent bien que les économistes sont très divisés : les uns, optimistes, croient en un sursaut schumpétérien et au passage à un capitalisme numérique ; les autres, pessimistes, pensent au contraire que la croissance potentielle va se réduire encore parce que la désindustrialisation va se poursuivre et que, par conséquent, la productivité va continuer à baisser et les entreprises zombies à se multiplier.

C'est cette baisse prévisible de la croissance potentielle (déjà faible à 1,2% l'an), qui pourrait passer à 0,5% par an si rien n'est fait – ou si peu – qui amène P. Artus et O. Pastré à fortement recommander 8 ruptures :

- soutenir les catégories les plus touchées par la crise par un revenu universel ciblé ;
- réformer réellement les retraites pour aider les entreprises à survivre et investir (pour les auteurs, cette réforme est indispensable pour pouvoir corriger la pression socio-fiscale qui désavantage les entreprises françaises) ;
- créer un choc de compétences pour favoriser la transformation des emplois, ce qui passe, entre autres, par une refonte du système de formation professionnelle ;
- créer un partenariat État-entreprises sur les technologies d'avenir ;
- définir une autre réglementation financière et refonder les actuelles normes prudentielles (pour faire efficacement face au risque de bulles qu'entraîne l'excès d'offre de monnaie par les Banques centrales, soucieuses d'assurer la solvabilité des États) ;
- « profiter » de cette crise pour assurer une véritable transition énergétique, ce qui passe nécessairement par une « taxe carbone » digne de ce nom ;
- inverser le processus de décentralisation (regain bienvenu du girondinisme, de l'approche « bottom up » et supprimer « le droit de tous de décider de tout » en promouvant « la répartition des pouvoirs et des responsabilités ») ;
- rénover le financement du syndicalisme.

Dans l'épilogue de leur ouvrage, et pour ce qui concerne l'Europe, P. Artus et O. Pastré espèrent que dans les années qui viennent il y aura bel et bien la mutualisation des dettes publiques et aussi la constitution d'un noyau dur de 5 à 7 pays pour avancer plus vite vers l'intégration.

Tout ce qui réduit la croissance potentielle doit être évité. Or, la politique sanitaire en « stop and go » est un facteur défavorable supplémentaire parce qu'elle accroît inutilement l'incertitude pour les entreprises. De manière plus générale encore, la stratégie de l'État est trop réactive et pas assez proactive, autrement dit pas assez anticipatrice : il ne faut donc pas craindre d'envisager de faire, comme autrefois, souffler l'air de la planification indicative dans notre stratégie économique pour que l'État dépasse son rôle de régulation et d'assurance. Soulignons aussi que le livre insiste comme on le fait souvent ici sur la question des compétences : selon un document de travail de France Stratégie de décembre 2020 sur l'évolution de la productivité du travail depuis les années 1970, « tout se passe comme si le ralentissement de la progression du niveau de formation initiale des nouvelles générations, là où hier, cohortes après cohortes, il augmentait rapidement, expliquait 59 % du ralentissement tendanciel de la productivité en France sur l'ensemble de la période. Au niveau de l'entreprise, la qualité du capital humain est fondamentale en ce qu'elle agit directement sur des déterminants mis en avant dans les études empiriques micro-économétriques comme la qualité du management et l'innovation, l'adoption de nouvelles technologies et les formes innovantes d'organisation du travail notamment ».

• Octobre 2020 ->

Le mardi 1^{er}, La Tribune publie un article important d'Olivier Klein, « Taux d'intérêt bas : attention à la fuite en avant permanente ! ». Hélas, on ne peut citer ici qu'un extrait :

« Quel peut être le danger d'une telle politique monétaire qui protège l'économie contre une crise systémique et une profonde dépression ? Le risque vient d'une utilisation de la politique monétaire qui, de fait, est asymétrique. S'il est très utile et même indispensable que les banques centrales aient

adopté ce type de politiques dans ce genre de situations, on assiste en réalité à une asymétrie problématique, car, lorsque la croissance est de retour avec une reprise notable du crédit, les banques centrales n'inversent que peu ou pas leur politique en n'augmentant pas ou trop peu leurs taux d'intérêt et en ne diminuant pas ou trop peu leur QE, c'est-à-dire la quantité de monnaie banque centrale. La raison affichée dans la zone euro a souvent été une inflation encore trop basse, donc une cible d'inflation non encore atteinte, ce qui justifiait de maintenir une politique monétaire ultra accommodante. Mais l'inflation n'est-elle pas structurellement et non conjoncturellement très basse, de par les effets de la mondialisation, du progrès technique (automatisation), qui pèsent tous les deux sur la capacité d'augmentation des salaires, comme du vieillissement de la population mondiale ? La politique monétaire peut-elle de ce fait la faire remonter ? Or, si la politique monétaire ne peut pas faire remonter une inflation fondamentalement très basse, il devient évidemment dangereux de continuer de mener une telle politique trop longtemps car elle maintient alors des taux d'intérêt inférieurs aux taux de croissance trop longtemps. Donc elle provoque des taux d'intérêt "too low for too long". Ce qui induit le retour d'un cycle financier, c'est-à-dire d'un endettement qui monte plus vite que la croissance économique, ce qui entraîne ainsi un nouveau surendettement, et le retour de bulles sur l'immobilier et/ou les actions. Avec un effet de boucle, car l'endettement sert aussi à acheter ces actifs patrimoniaux, ce qui nourrit les bulles et rend possible le fait de s'endetter davantage. On augmente ainsi la vulnérabilité financière de l'ensemble de l'économie, avec des risques incorporés dans les bilans qui s'aggravent de plus en plus dangereusement. (...)

Mais il faut malgré tout réfléchir dès à présent à la sortie à terme d'une situation exceptionnelle où les Banques Centrales auront à raison suspendu transitoirement la logique du marché, en assurant de façon délibérée et massive la liquidité des marchés et la solvabilité des États et, conjointement à l'action des États, en assurant également la solvabilité des entreprises, par le contrôle des taux d'intérêt et des "spreads" ».

Olivier Klein s'autorise ensuite un certain nombre de recommandations pour réaliser au mieux cette sortie : d'abord, aller très doucement, ensuite les banques centrales doivent éviter le double risque de « fiscal dominance » et de « financial market dominance », enfin, mener des politiques budgétaires soutenables à moyen terme, en évitant des mesures austéritaires tout au moins au début...

Rappelons les 3 conséquences principales de taux d'intérêt inférieurs au taux de croissance : 1) les emprunteurs sont avantagés (leur solvabilité s'améliore mais en même temps, c'est un encouragement à s'endetter encore davantage), 2) il n'est plus possible de calculer la valeur fondamentale des actifs puisque le taux d'actualisation a perdu de son sens, et 3) il est opportun d'accroître les déficits publics non seulement parce que leur coût est faible mais surtout parce que, paradoxalement, il faut faire jouer l'effet d'éviction pour empêcher les investissements privés inefficaces et le maintien d'entreprises zombies.

Le vendredi 2, publication par la BCE d'un rapport sur l'euro numérique : https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Report_on_a_digital_euro~4d7268b458.en.pdf#page=4

C'est également ce vendredi 2 que la BCE, suite à la recommandation faite par le Conseil de Stabilité financière, introduit un nouvel indice de taux d'intérêt à court terme pour la zone euro, l'€STR (ou ESTR, Euro Short Term Rate), destiné à remplacer l'EONIA (Euro OverNight Index Average) qui disparaîtra définitivement le 3/1/2022.

À l'occasion de la parution de son livre « Les capitalismes à l'épreuve de la pandémie » aux éditions La Découverte, Le Monde publie dans son édition des 3-4 octobre un article de Robert Boyer, l'un des économistes très représentatifs de l'école française de la régulation : « Le capitalisme sort considérablement renforcé par cette pandémie ». On conseille vivement la lecture de l'un et de l'autre.

Le mercredi 7, publication chez Fayard d'un livre intitulé « Ennemis Héritaires ? ; un dialogue franco-allemand » ... entre deux auteurs, Hélène Miard-Delacroix, professeur d'histoire à Sorbonne-Université à Paris, et Andreas Wirsching, professeur d'histoire à l'Université Ludwig-Maximilian de Munich. Ce livre présente l'avantage de dresser un très grand panorama de l'histoire longue des relations entre l'Allemagne et la France. Il complète ainsi l'ouvrage évoqué ici à plusieurs reprises, de Coralie Delaume, « Le couple franco-allemand n'existe pas » (Michalon ; octobre 2018).

Le vendredi 9, le Flash Economie de Natixis tente de répondre à la question « Faudra-t-il rembourser les dettes publiques ? », question souvent abordée ici-même. L'introduction du Flash pose bien les éléments de cette question importante :

« Le débat sur les dettes publiques et sur la solvabilité budgétaire dans les pays de la zone euro est très confus.

Il faut donc rappeler quelques mécanismes de base :

- si la BCE ne réduit jamais la taille de son bilan, c'est-à-dire renouvelle les dettes publiques qu'elle détient lorsqu'elles arrivent à maturité, les États n'ont jamais à rembourser les dettes publiques détenues par la BCE. La solvabilité budgétaire peut dans ce cas être calculée à partir de la partie de la dette publique qui n'est pas détenue par la BCE ;
- dans une situation de taux d'intérêt à long terme et à très long terme très bas, un État peut utiliser l'endettement public pour financer des investissements efficaces (à condition de savoir les identifier) ou d'horizon très long, même si cette dette n'est pas monétisée par la BCE ;
- la réduction des déficits publics sera nécessaire, pour la partie des déficits qui ne finance pas des investissements efficaces, lorsque la BCE arrêtera d'acheter de nouvelles obligations du secteur public, ce qui de plus fera remonter les taux d'intérêt à long terme donc rendra plus difficile le financement des investissements à horizon long. Ceci pousse à réaliser rapidement les investissements publics à horizon long nécessaires ».

Le hasard veut que dans Le Monde du mardi 13, Thomas Piketty réponde dans sa chronique à la lancinante question : « Que faire de la dette Covid-19 ? ». Après le froid constat de l'augmentation vertigineuse du bilan des Banques centrales (celui de l'Eurosystème est passé de 10% du PIB de la zone euro en 2008 à 60% actuellement), du montant exorbitant des actifs et passifs financiers privés détenus par les banques, entreprises et ménages des pays riches qui représentent plus de 1000% du PIB global contre 200% dans les années 1970, et du montant de plus en plus important des dettes publiques détenues par les Banques centrales (la BCE avait déjà 20% des dettes publiques de la zone euro au début de 2020 et cette proportion va sans doute atteindre 30% à la fin de cette année), puis après un retour historique sur la crise de 2008, Piketty pose la question décisive : doit-on continuer dans cette voie, et peut-on envisager que les banques centrales détiennent à l'avenir 50% puis 100% des dettes publiques, allégeant d'autant la charge financière des États ? ». Voici sa réponse : « D'un point de vue technique, cela ne poserait aucun problème. La difficulté est qu'en résolvant la question des dettes publiques d'une main, cette politique crée d'autres difficultés ailleurs, notamment en matière d'accroissement des inégalités de richesses. L'orgie de création monétaire et d'achat de titres financiers conduit en effet à doper les cours boursiers et immobiliers, ce qui contribue à enrichir les plus riches. Pour les petits épargnants, les taux d'intérêt nuls ou négatifs ne sont pas forcément une bonne nouvelle. Mais pour ceux qui ont les moyens d'emprunter à bas taux et qui disposent de l'expertise financière, légale et fiscale permettant de dénicher les bons placements, il est possible d'obtenir d'excellents rendements. (...) Il en irait différemment si la création monétaire, au lieu d'alimenter la bulle financière, était mobilisée pour financer une véritable relance sociale et écologique, c'est-à-dire en assumant de fortes créations d'emplois et augmentations de salaire dans les hôpitaux, les écoles, la rénovation thermique, les services de proximité. Cela permettrait d'alléger la dette tout en réduisant les inégalités, en investissant dans les secteurs utiles pour l'avenir et en déplaçant l'inflation des prix des actifs vers les salaires et les biens et services. Pour autant, il ne s'agirait pas d'une solution miracle. Dès lors que l'inflation redeviendrait substantielle (de 3 % à 4 % par an), il faudrait lever le pied sur la création monétaire et en venir à l'arme fiscale. Toute l'histoire des dettes publiques le montre : la monnaie seule ne peut offrir de solution apaisée à un problème de cette ampleur, car elle entraîne d'une façon ou d'une autre des conséquences distributives incontrôlées. C'est en ayant recours à des prélèvements exceptionnels sur les plus aisés que l'on a éteint les grandes dettes publiques de l'après-guerre, et que l'on a rebâti le pacte social et productif des décennies suivantes. Gageons qu'il en ira de même à l'avenir ».

On connaît l'importance qu'accorde Thomas Piketty au problème des inégalités. Il analyse dans sa chronique les inégalités que génère la politique de création monétaire que les Banques centrales sont obligées de mettre en œuvre. Mais il y a de surcroît toutes les inégalités que la crise crée elle-même au point que de nombreuses analyses estiment que le niveau de la pauvreté a bondi et que l'on est loin de la fin de la crise : les faillites et le chômage risquent d'exploser ; de plus, la gravité de toutes ces conséquences est liée à l'évolution de la situation sanitaire...

Dans la même édition du journal Le Monde, Markus C. Kleber et Jean-Michel Naulot soulèvent de leur côté une autre question, également très épineuse, en affirmant que « les traités européens

L'EURO

n'autorisent en aucun cas l'Union à s'endetter » : si l'article 122 du TFUE autorise les subventions, l'emprunt que la Commission est sur le point de lancer est-il légal ? Les auteurs donnent des arguments qui amènent à répondre négativement et, comme ils le disent dans leur conclusion, « Le silence sur cet aspect juridique, qui n'est pas anodin compte tenu des montants en jeu, est à ce point étonnant que l'on peut se demander si Angela Merkel et Emmanuel Macron ne se sont pas mis d'accord pour faire l'impasse sur une modification des traités. Le débat sur les "eurobonds" risquait peut-être de ressurgir... Mais les parlementaires, qui voteront lors de la ratification des accords, et nos concitoyens, qui rembourseront tout ou partie des emprunts, n'ont-ils pas le droit d'être éclairés ? ».

Ajoutons un point sur cette question de l'endettement public. Non seulement l'endettement soulève la question de la monétisation des dettes publiques par la BCE pour ce qu'elle en détient mais en plus les dettes publiques sont détenues aussi par le système des banques-assurances, ce qui crée de la « répression financière », c'est-à-dire un important effet d'éviction du financement des investissements privés par ce financement des dépenses publiques. Alors, si on parle de remboursement de la dette publique accumulée, on comprend rapidement que cela n'est pas raisonnable : rembourser la dette détenue par la BCE, cela signifie une destruction de la monnaie qu'elle a initialement créée, ce qui pèserait sur l'activité et pourrait même créer une crise de liquidité, et rembourser la dette détenue par les agents autres que la BCE créerait un grave déséquilibre entre une forte demande et une trop faible offre de dettes sans risque et par conséquent un abaissement incroyable et inacceptable des taux longs. Bref, le traitement de la dette Covid (et post-Covid) doit se faire autrement que par un remboursement en bonne et due forme ou même en la « cantonnant ». On pourrait alors aller jusqu'à dire que l'endettement public élevé auquel nous contraignent les circonstances exceptionnelles actuelles n'est pas un problème aussi grave que les gouvernants français veulent nous le faire croire (il est vrai que les orthodoxes comme le Gouverneur de la Banque de France souhaitent que nous revenions à une politique d'austérité dès 2022... !).

Également le 13, le FMI publie ses « perspectives de l'économie mondiale », dont voici le tableau qui les résume :

Dernières projections de croissance des Perspectives de l'économie mondiale

(PIB réel, variation annuelle en pourcentage)	2019	2020	2021
Production mondiale	2,8	-4,4	5,2
Pays avancés	1,7	-5,8	3,9
États-Unis	2,2	-4,3	3,1
Zone euro	1,3	-8,3	5,2
Allemagne	0,6	-6,0	4,2
France	1,5	-9,8	6,0
Italie	0,3	-10,6	5,2
Espagne	2,0	-12,8	7,2
Japon	0,7	-5,3	2,3
Royaume-Uni	1,5	-9,8	5,9
Canada	1,7	-7,1	5,2
Autres pays avancés	1,7	-3,8	3,6
Pays émergents et pays en développement	3,7	-3,3	6,0
Pays émergents et pays en développement d'Asie	5,5	-1,7	8,0
Chine	6,1	1,9	8,2
Inde	4,2	-10,3	8,8
ASEAN-5	4,9	-3,4	6,2
Pays émergents et pays en développement d'Europe	2,1	-4,6	3,9
Russie	1,3	-4,1	2,8
Amérique latine et Caraïbes	0,0	-8,1	3,6
Brésil	1,1	-5,8	2,8
Mexique	-0,3	-9,0	3,5
Moyen-Orient et Asie centrale	1,4	-4,1	3,0
Arabie saoudite	0,3	-5,4	3,1
Afrique subsaharienne	3,2	-3,0	3,1
Nigéria	2,2	-4,3	1,7
Afrique du Sud	0,2	-8,0	3,0
Pays en développement à faible revenu	5,3	-1,2	4,9

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2020.

Le mercredi 14, l'OFCE publie ses « Perspectives économiques 2020-2021 ».

Dans l'introduction, on lit en particulier :

« (...) En France, sur l'ensemble de l'année 2020, nous prévoyons une baisse de 9 % du PIB. 55 % du choc serait absorbé par les administrations publiques.

Les entreprises verraient leur revenu se réduire de 56 milliards (ce qui correspond à 41 % du choc) et leur taux de marge baisserait de 4,2 points de valeur ajoutée sur l'année.

La baisse de revenu pour les ménages serait limitée (-5 milliards) et l'accumulation d'« épargne Covid » serait élevée, représentant 86 milliards d'euros sur l'ensemble de l'année 2020.

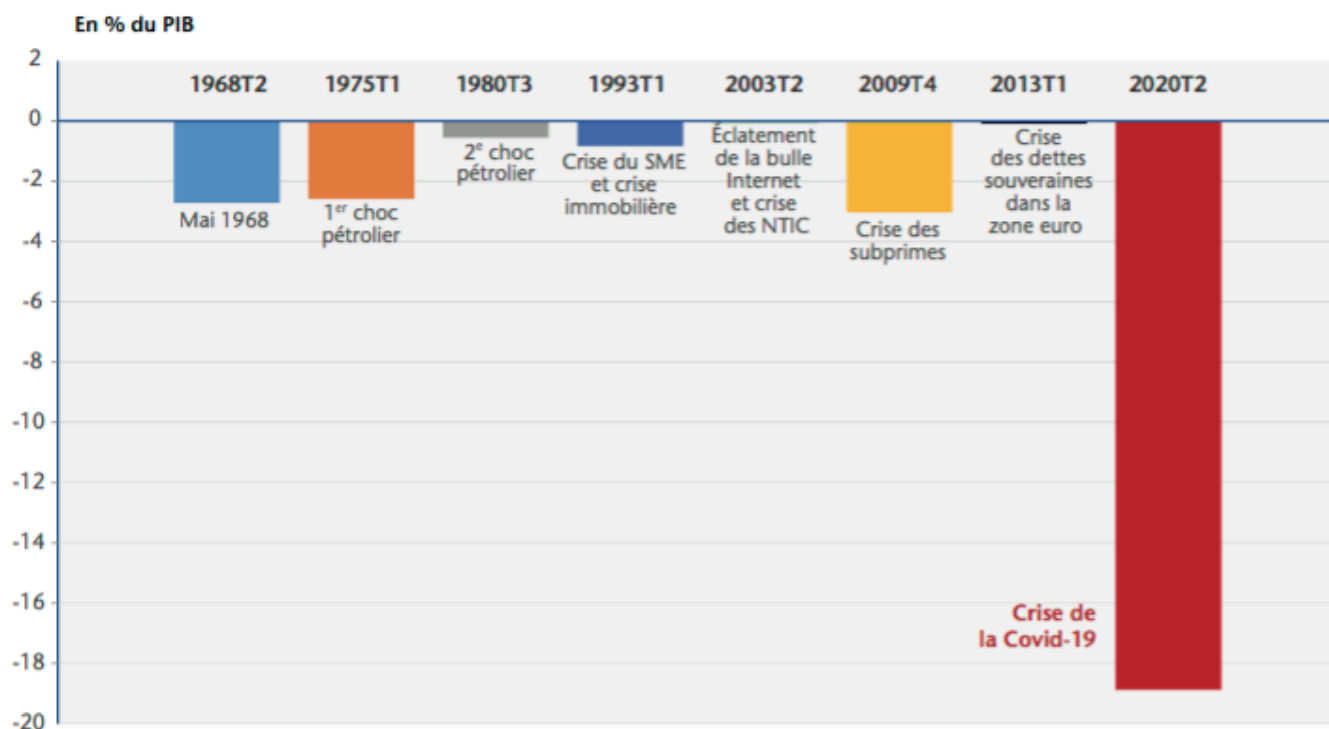
Pour 2020 le déficit atteindrait -8,9 % de PIB, un maximum historique depuis que les comptes nationaux sont disponibles. En 2021 le déficit public s'établirait à -6,3 % du PIB.

Le nombre de chômeurs augmenterait de 810 000 sur l'année 2020 et le taux de chômage atteindrait 11 % en fin d'année. Le chômage baisserait de 400 000 personnes en 2021 et le taux de chômage

serait de 9,6 % de la population active fin 2021, soit 1,5 point de plus que son niveau observé fin 2019. Le Plan de relance améliorerait le PIB à hauteur de 1,1 % pour 2021 et la croissance serait de 7 %. Le calibrage budgétaire des mesures de réponse à la crise sur deux ans couvre environ 30 % des pertes cumulées d'activité sur 2020-21, soit une part similaire au plan de relance de 2009-2010. En 2022, les nouvelles mesures issues du Plan de relance auraient un impact de 0,9 point de PIB sur l'activité ».

Dans le développement, on est attiré par les deux graphiques suivants, qui se passent de commentaires (le premier montre la gravité exceptionnelle de la crise actuelle et le second montre les limites du plan de relance et d'urgence) :

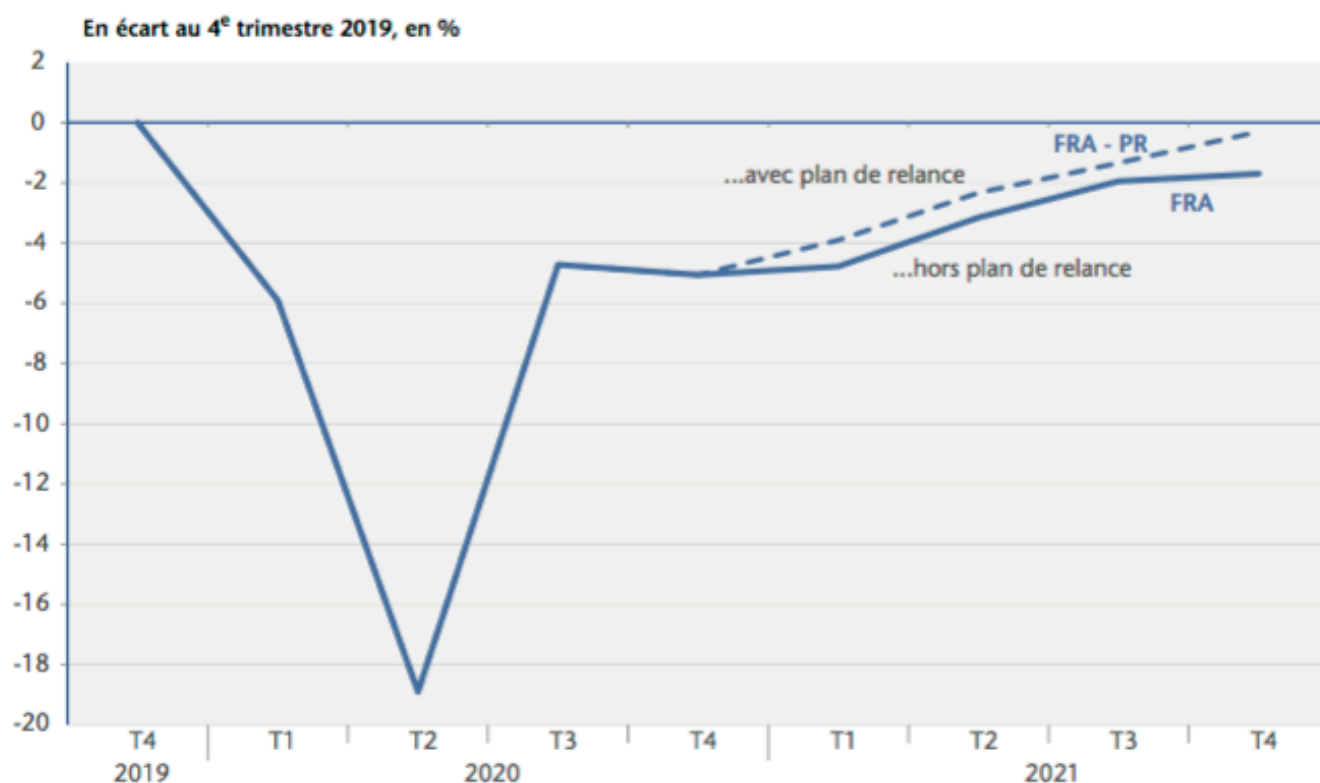
Graphique 1. Pertes de PIB semestrielle depuis l'après-guerre lors des différentes crises



Sources : comptes nationaux, calculs OFCE.

WWW.CHA

Graphique 5. Niveau du PIB, en volume



Sources : Insee, prévisions OFCE.

« (...) Sous l'impulsion du Plan de relance, la croissance du PIB attendue pour 2021 serait de 7 % alors qu'elle aurait été de 6 % hors Plan de relance. À noter que le PIB de la France reviendrait fin 2021, à un niveau proche (-0,3 %) de celui de fin 2019 (graphique 5). Cela ne veut pas pour autant dire que l'économie française aura comblé ses pertes. En effet, en supposant une croissance potentielle de 1,2 % (telle qu'estimée en 2019), la perte d'activité estimée par rapport à ce potentiel serait de -2,7 points de PIB fin 2021, malgré le Plan de relance. (...) ».

Tableau 5. Résumé des prévisions pour l'économie française 2020-2021

	2020	2021
Taux de croissance du PIB en moyenne annuelle (en %)	-9	+7
Niveau du PIB en fin d'année (par rapport au T4 2019)	-5	-0
Taux de chômage en fin d'année (en % de la population active)	11	9,6
Solde public (en % du PIB)	-8,9	-6,3
Dettes publiques (en % du PIB)	115	114

Source : prévision OFCE.

Les samedi 17 et lundi 19, Agnès Bénassy-Quéré, cheffe économiste du Trésor, publie deux articles. Le premier, où elle se demande si l'euro peut disparaître. Elle explique les deux scénarios possibles de la disparition de la monnaie unique : d'abord, le cas qu'elle juge improbable, où un pays, estimant que son appartenance à la zone euro lui coûte plus qu'elle ne lui rapporte, décide de quitter la zone euro, ce qui provoquerait l'implosion de celle-ci ; ensuite le cas, davantage concevable où la crise actuelle réactiverait les mécanismes qui étaient déjà à l'œuvre lors de la crise des dettes souveraines, comme en particulier « la boucle d'interaction entre risque bancaire et risque souverain » dont les effets seraient catastrophiques si les taux devaient remonter.

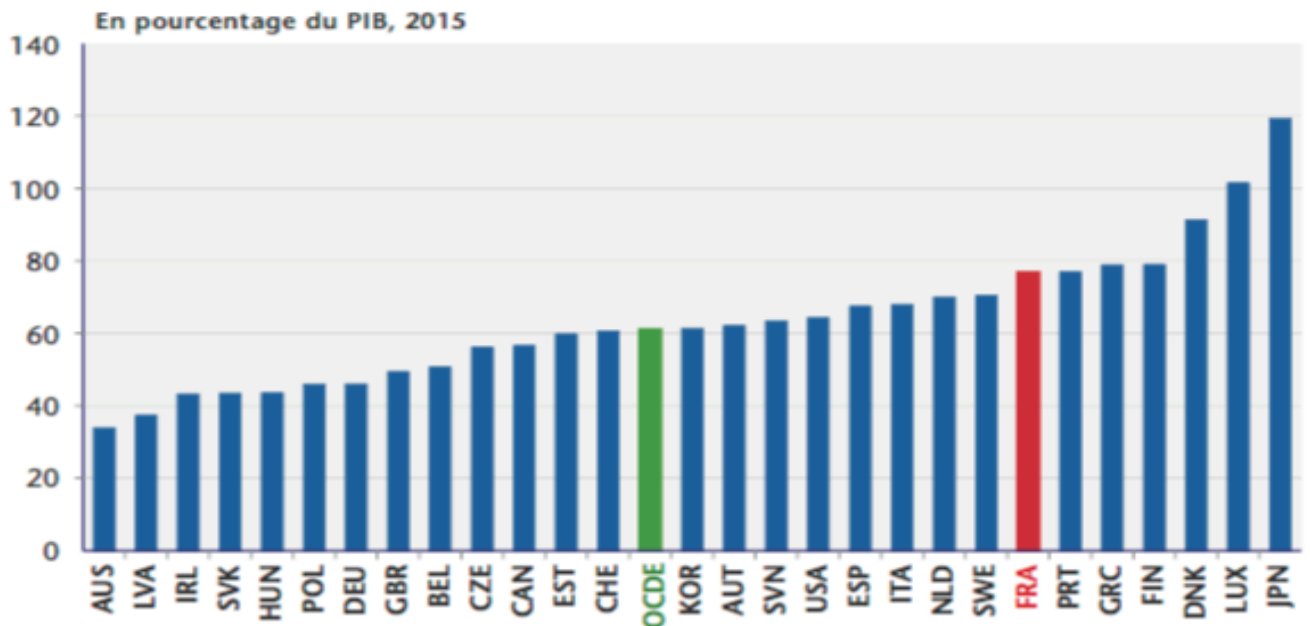
L'EURO

Le deuxième article est en réalité un débat entre Agnès Bénassy-Quéré et Jézabel Couppey-Soubeyran sur la question de savoir s'il faut annuler la dette (publique). Cette question a été envisagée ici à plusieurs reprises et on sait que la seconde (J. C-S) répond à la question positivement. Par contre, la première (A. B-Q) est beaucoup plus circonspecte en rappelant que les traités européens, tels qu'ils sont, ne permettent pas à la BCE d'annuler la dette publique qu'elle détient. Cela dit, le débat aborde d'autres questions intéressantes - le rôle de la croissance, l'avenir des règles budgétaires, le financement du plan de relance, l'utilisation de l'épargne des ménages,....- et il mérite donc à ce titre une lecture complète.

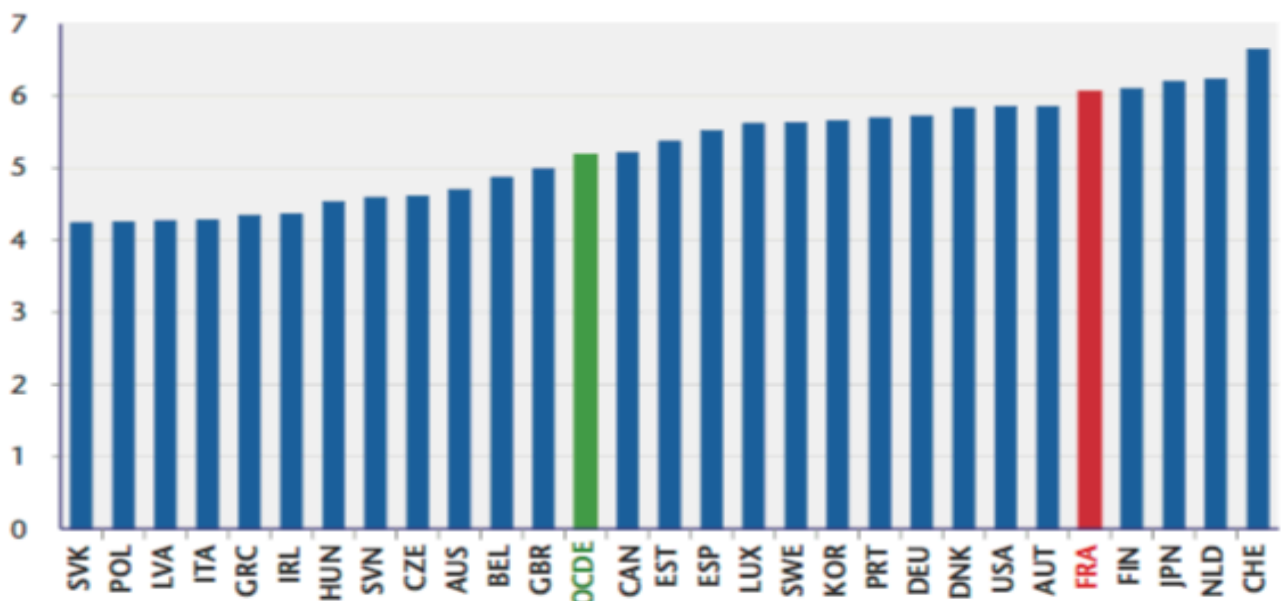
Le lundi 19, publication par l'OFCE d'un « policy brief » signé par Mathieu Plane, Xavier Ragot et Francesco Saraceno sur l'évolution de l'investissement et du capital productif publics en France (<https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2020/OFCEpbrief79.pdf>).

On y trouve deux schémas, émanant de l'OCDE, qui montrent, certes, que la France est bien placée au sein de l'OCDE à la fois pour l'importance de son stock de capital public et pour la qualité de ses infrastructures :

Stock de capital public



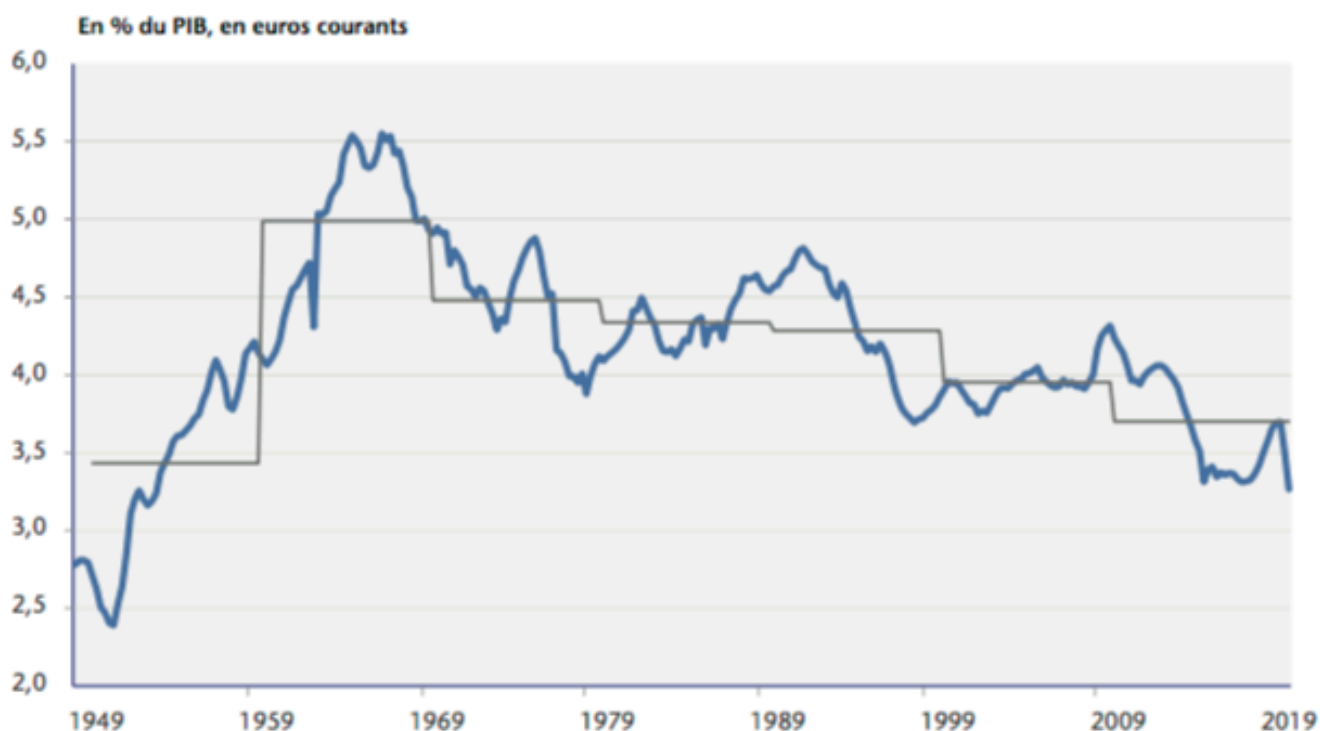
Qualité des infrastructures (2017)



Source : OCDE.

Mais les auteurs produisent un graphique qui montre que l'investissement public connaît une évolution sur longue période très défavorable :

Graphique 2. Taux d'investissement public



Comme la dette publique n'a pas diminué, la valeur nette du patrimoine public a considérablement diminué, et cela pose un problème qui ne s'était jamais vraiment posé auparavant, celui de la solvabilité de nos administrations publiques :

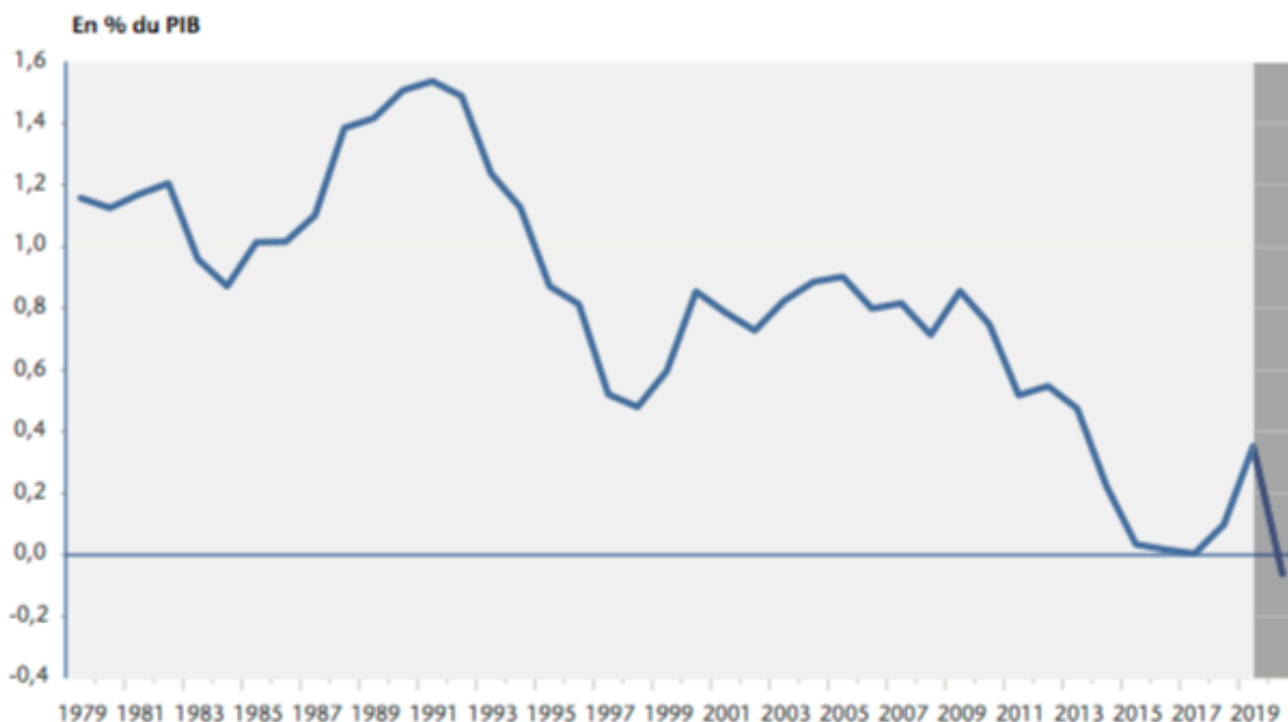
Tableau 1. Décomposition de la situation patrimoniale des APU

	En % du PIB		En euros par habitant
	1978	2019	2019
Actifs non financiers	60,8	92,0	33 300
Actifs financiers	62,7	59,9	21 700
Passif financier	78,6	137,6	49 800
Valeur nette	49,6	14,2	5 200

Sources : Insee, calculs auteurs.

Le graphique suivant montre la gravité de la situation actuelle puisqu'il révèle qu'en 2020 « l'investissement public réalisé sur l'année serait pour la première fois insuffisant pour compenser la dépréciation du capital productif public » :

Graphique 7. Investissement public net de la dépréciation du capital



Sources : Insee, calculs auteurs.

Autrement dit, tout baisse : l'investissement public, le stock de capital public, le patrimoine public net et la qualité du capital public. Et de surcroît, comme l'investissement public diminue, se réduisent aussi mécaniquement les avantages pour la relance économique que l'on pourrait retirer du multiplicateur d'investissement, actuellement plutôt élevé (au moins 1,5).

Le mardi 20, une grande première : l'UE lance les premières obligations communautaires prévues pour financer le plan européen de relance, en l'occurrence le programme SURE dont le but est de couvrir les dépenses engagées par les États pour le chômage partiel et le soutien de l'emploi. Deux émissions ont lieu, la première avec une échéance de 10 ans qui a suscité une demande de 95 Mds d'euros, la seconde avec une échéance de 20 ans qui a suscité une demande de 55 Mds, soit un total de demandes de 150 Mds alors que les prévisions étaient de 15Mds, et que la demande de fonds était de 87 Mds : autant dire que ces deux premières émissions ont eu un énorme succès. Les investisseurs ont visiblement une grande confiance dans les titres émis qui bénéficient en effet d'un AAA par Fitch, Aaa par Moody's et AA par S&P. Le lancement des émissions est assuré par les banques Barclays, BNP-Paribas, Deutsche Bank, Nomura et Unicredit dans le rôle de chef de file.

Le mardi 20 également, Natixis publie un Flash Economie qui fait en quelque sorte suite à celui du 9 évoqué plus haut. En effet, l'étude montre d'abord que, comme les Banques centrales achètent la totalité des dettes publiques émises par les États en les payant par création monétaire, cette partie de dette publique est ni plus ni moins annulée et il ne reste comme endettement de l'État que la part de sa dette qui n'est pas détenue par la Banque centrale. Ensuite, ces achats de dettes publiques par les BC augmentent la taille de leur bilan et la masse de monnaie de BC créée ; et également la quantité de monnaie détenue par les agents non financiers. Or il est remarquable que cette augmentation pourtant importante n'empêche pas l'inflation des biens et services : depuis 30 ans maintenant, la théorie quantitative est complètement démentie. La monnaie n'est plus vue comme une monnaie de transaction mais bien plutôt comme une monnaie de placement : en supposant que la monnaie doit occuper à moyen terme une place relativement stable dans les patrimoines des agents, cela signifie que les prix des autres actifs (actions, obligations, immobiliers) doivent progresser. Autrement dit, la théorie quantitative s'applique non plus aux prix des biens et services mais à ceux des actifs spéculatifs. Mais si les prix des actifs augmentent plus vite que les revenus, cette évolution ne peut avoir qu'un temps car viendra un moment où les actifs n'auront plus d'acheteurs...

Le jeudi 22, l'INSEE publie plusieurs documents sur l'évolution du climat des affaires, qui se dégrade avec le rebond de l'épidémie :

Indicateurs du climat des affaires et du climat de l'emploi

	Jun 20	Juil. 20	Août 20	Sept. 20	Oct. 20
Indicateurs du climat des affaires					
France	79	84	90	92	90
Industrie	78	82	92	94	93
Bâtiment*	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Services	78	88	93	94	89
Commerce de détail	84	88	93	95	95
Commerce de gros		79		92	
Emploi	67	76	88	92	89

* c.f. « Pour en savoir plus »

Sources : Insee, enquêtes de conjoncture

Le même jour, Rexecode publie ses « Perspectives France 2020-2021 », en particulier en reconnaissant l'équilibre difficile que recherche la politique budgétaire entre la sauvegarde de l'économie et la relance de la croissance. Mais cette étude se fonde sur des prévisions qui ont été faites début septembre, avant le durcissement de l'endiguement sanitaire, et Rexecode s'attend donc à des résultats encore moins bons que ceux attendus.

Le jeudi 22, à nouveau Natixis fait paraître un Flash Economie qui pousse à réfléchir. Même dans notre document, nous faisons souvent la critique de l'idéologie (ordo)libérale qui prévaut dans la gouvernance européenne. L'analyse de Natixis relativise pour le moins l'impact du néo-libéralisme en France :

- « la France est caractérisée par une protection sociale et des politiques redistributives de grande taille, des inégalités de revenu faibles après redistribution, un salaire minimum élevé, un poids considérable de l'État dans l'économie, un marché du travail très régulé, une déformation du partage des revenus en faveur des salariés ;
- les difficultés de la France (déindustrialisation, chômage élevé des peu qualifiés, chômage élevé des jeunes) n'ont rien à voir avec le néo-libéralisme ; elles viennent de problèmes structurels non réglés (système éducatif peu efficace, compétences faibles de la population active) et de la pression fiscale élevée sur les entreprises, contrepartie de la générosité de la protection sociale, donc précisément du fait que la France n'est pas néo-libérale ».

Il est vrai que l'économie française est peu libérale par de nombreux côtés. Il suffit pour s'en convaincre de parcourir son histoire, de connaître le poids de l'interventionnisme étatique au point que l'on continue à parler de colbertisme. Même si l'économie française a pris quelques couleurs libérales sous la pression des instances européennes et de la mondialisation post-Reagan et post-Thatcher, cela n'empêche pas de nombreux partenaires de l'UE et de la zone euro de nous encourager à aller beaucoup plus loin en adoptant toute une panoplie de réformes structurelles de façon, nous assurent-ils, à améliorer nos performances. Mais, de toute manière, le libéralisme économique ne peut pas être un libéralisme absolu. D'abord parce que notre économie est soumise aux règlements et décisions européennes qui s'imposent aux États membres et à la nécessité de transposer les directives européennes dans nos règlements et dans notre législation, ce qui limite la souveraineté étatique. Ensuite parce que l'économie de marché n'est pas « libérale » par nature et que le marché ne fonctionne de manière à peu près satisfaisante que lorsqu'il est encadré par des normes et des règles émanant des pouvoirs publics. Rappelons-nous que J.-M. Keynes, que l'on présente comme le chantre de l'interventionnisme étatique, se déclarait lui-même comme étant un libéral mais qui propose, spécialement pour les périodes de crise, que l'État intervienne pour pallier les imperfections fondamentales des marchés, surtout que leur équilibre peut être un équilibre de sous-emploi (haro sur la loi de J.-B Say dans ses 2 énoncés – l'offre crée sa propre demande et les

produits s'échangent contre les produits, d'où à la fois un équilibre automatique et forcément de plein-emploi -si chômage il y a, il est nécessairement volontaire- et la monnaie est neutre !). De plus, l'État permet de corriger la myopie du marché en développant une dynamique schumpétérienne qui, par une politique d'offre (structurelle et qui concerne par définition le moyen et long terme), complète la politique de la demande d'inspiration keynésienne (conjoncturelle et essentiellement de court terme). Mais encore faut-il que l'État soit lui-même efficace et n'accumule pas trop de défaillances. Or, il est indéniable que l'État français est trop lourd et très pataud. Dans son récent livre, « Le Libéralisme stratège contre le chaos du monde » (Odile Jacob, août 2020), l'économiste Christian Saint-Étienne n'hésite pas à écrire dès son introduction : « (...) L'État régalien et stratège est le principal instrument d'action publique pour garantir la liberté collective du peuple. Mais, pour répondre à la demande d'autonomie des citoyens, cet État doit être efficace et peser le moins possible sur leur liberté. Les nouveaux mouvements sociaux traduisent une demande d'autonomie dans une population dont les attentes ont massivement changé depuis l'an 2000, compte tenu de l'élévation du niveau d'éducation et des nouveaux instruments numériques. On évoque souvent une colère d'ordre social qui multiplie les conflits dans la société, mais il s'agit d'une demande de liberté individuelle et d'épanouissement permettant à chacun de construire sa trajectoire personnelle tout en gardant l'assurance de participer à un projet commun favorisé par une action publique efficace. L'État français actuel, borné et impuissant, n'a pas su préparer la nation à la crise du covid-19. S'il s'en sert pour briser la demande d'autonomie, le choc en retour sera d'une violence inouïe. Après l'épidémie qui a déstabilisé les populations et les institutions, le rôle respectif entre l'État et le marché doit être analysé afin de doter la démocratie libérale d'une capacité d'anticipation qui permet de restaurer les grands équilibres économiques et de redonner à la population confiance en l'avenir. L'État libéral stratège à construire doit organiser les forces de la nation afin de conforter sa souveraineté politique économique et militaire. Il doit favoriser la recherche et l'innovation, l'investissement des entreprises et le renouveau des infrastructures publiques et privées, tout en encourageant la recherche de l'excellence intellectuelle et productive dans le cadre de marchés régulés opérant selon un modèle de croissance durable. (...) ». L'État français handicape souvent l'économie nationale, en allant jusqu'à la brider, voire l'étouffer. La gestion de la crise du Covid-19 est une expression claire et tragique des défaillances des pouvoirs publics en la matière ; dans bien d'autres domaines, l'État français montre également beaucoup d'insuffisances, que ce soit dans les domaines régaliens ou dans des secteurs aussi producteurs d'externalités positives que sont la santé, l'éducation et la recherche. De son côté, la crise des « gilets jaunes » a mis en cause la pertinence des maillages territoriaux. Pourtant, les pouvoirs publics pourraient mieux remplir leurs missions et l'État son rôle, indispensable, pour la production des biens collectifs et tutélaires, la redistribution et la régulation si l'on avait le courage de réformer leurs modes d'organisation et de gouvernance. Il faut qu'ils abandonnent leurs fonctionnements tribaux et claniques et leur jacobinisme excessif pour s'orienter vers un management réticulaire en profitant des nouvelles technologies – ce que l'on appelait naguère les « NTIC ». Une telle mutation pourrait alors permettre d'envisager la zone euro comme une « fédération de réseaux » en

s'inspirant de pratiques qui se développent dans la sphère des organisations (l'État est une organisation à part entière) ; d'où de nouvelles perspectives pour la stratégie fédéraliste, qui peut d'ailleurs elle-même combiner un fédéralisme d'États et un fédéralisme de régions.

Le vendredi 23, publication par IHS Markit de ses indices PMI :

L'indice PMI Flash Composite pour la zone euro montre une contraction dans le secteur privé en début de 4^{ème} trimestre puisque, pour l'activité globale, il passe de 50,4 en septembre à 49,4, le plus bas de 4 mois ; cela est essentiellement causé par une nette baisse pour les services. Comme le note en commentaire Chris Williamson, « Le risque d'une récession à double creux s'est accentué en octobre, la hausse des cas de Covid-19 observée récemment ayant fait chuter l'activité globale de la zone euro. Les données PMI flash mettent en évidence une économie à deux vitesses, caractérisée par un secteur manufacturier très dynamique, qui a enregistré sa plus forte croissance depuis le début de l'année 2018, et un secteur des services en difficulté, qui souffre notamment du durcissement des mesures de lutte contre la pandémie de Covid-19. Les restrictions imposées dans le cadre de la crise sanitaire se sont en effet répercutées sur la demande de services, notamment dans le secteur de l'hôtellerie-restauration et du tourisme. Dans l'industrie en revanche, le raffermissement de la demande mondiale a entraîné une forte expansion du volume des nouvelles commandes ». Pour la France, la baisse de l'Index Composite de l'activité globale du secteur privé est encore plus nette puisqu'il passe de 48,5 à 47,3. Dans son commentaire, Eliot Kerr estime que « Les entreprises privées françaises n'ont maintenant plus qu'à espérer que les dernières mesures imposées par le gouvernement parviendront à freiner la progression du virus, la clientèle des entreprises n'étant pas prête à s'engager dans des projets de grande ampleur alors que la contamination poursuit une trajectoire ascendante. L'hiver approchant rapidement, une baisse marquée du nombre de cas et une réouverture totale de l'économie semblent toutefois, fort peu probables. La période des fêtes de fin d'année, habituellement cruciale pour un grand nombre d'entreprises, s'annonce difficile ».

Le reconfinement en France va faire encore plonger davantage l'économie française, mais surtout il va aggraver très dangereusement deux conséquences déjà très négatives de la crise sanitaire-économique pour notre pays : en effet, cette crise affaiblit les secteurs forts de notre économie (aéronautique, tourisme, luxe) et renforce nos faiblesses structurelles et le poids de l'endettement de nos entreprises déjà élevé. De plus, la mise sous cloche et sous perfusion étatiques de l'économie ne peut que dégrader dans des proportions inouïes les paramètres budgétaires (déficit et dette) et les inégalités-chômage-précarité-pauvreté ont plein de raisons d'exploser. D'où au total une accumulation de bombes sociales à retardement... Par ailleurs, comme le dit Olivier Passet, « le nouvel attelage de la finance et des États qui se dessine depuis quelques années, et qui a pris une nouvelle dimension avec la covid, se transforme en nouveau paradigme durable du capitalisme : un capitalisme stato-financier, financiero-interventionniste, financiero-collectiviste, comme on voudra ». Le même Olivier Passet est persuadé que la finance s'est littéralement immunisée contre les aléas de l'économie réelle au point que la situation actuelle, catastrophique pour l'économie réelle, est au contraire une période faste pour la finance : alors que pour celle-là il semble que l'après ne peut pas être du tout comme l'avant, celle-ci semble être au contraire à son apogée et compte bien jouir encore longtemps de son immunité. La finance met en coupes réglées les entreprises (valeur actionnariale) et les banques-assurances et autres fonds en faisant de la gestion d'actifs le cœur du système (en plus, les entreprises européennes sont « tenues » par les banques puisque leur financement est intermédié à hauteur de plus de 75%). Tout cela s'inscrit dans une évolution qui a commencé dans les années 1980 lorsque le libéralisme économique s'est imposé et que les capitalistes au sens de « détenteurs de capital » ont refusé de porter le risque d'une trop grande volatilité de leurs profits et ont cherché à le faire supporter à ceux qui fournissent leur force de travail, en réduisant le pouvoir syndical, en pesant sur le coût salarial (un partage du revenu trop déséquilibré entre salaires et profits présente en lui-même des dangers), en développant le travail flexible et les emplois précaires, en pratiquant une externalisation à outrance et maintenant une « platformisation », en généralisant aujourd'hui le télétravail (au-delà des contraintes sanitaires), en tentant finalement d'ubériser le monde. Selon Olivier Passet, Banques centrales et États marchent main dans la main pour éliminer le risque de sinistralité qui serait coûteux pour la finance. Au final, c'est le contribuable des générations futures qui paiera pour l'immunité de la finance d'aujourd'hui. Et les fonds de gestion continuent à bien se porter. Ils ont plus que jamais la main sur les choix d'investissement, autrement dit sur la construction du monde de demain ». L'autonomisation et l'immunisation de la finance font que le capitalisme auquel on a affaire est d'un type néo-libéral particulier : ce n'est pas le néolibéralisme originnaire théorisé par Milton Friedman, ni celui de l'époque de Reagan et Thatcher où les salariés, leurs syndicats et l'État-providence ont été sacrifiés ; c'est un néolibéralisme pour la sphère de la finance et pour le marché du travail mais pas pour les politiques macroéconomiques qui sont très interventionnistes, avec aussi du protectionnisme.

L'EURO

Frédéric Lebaron a raison quand il parle de « capitalisme étatico-financier » puisque, surtout après la crise de 2007-2008 et encore davantage lors de la crise sanitaire-économique actuelle, « les banques centrales et les États, institutions publiques dominées par des logiques économiques, sont en fait des clés de voute de l'ordre mondial financiarisé » (Savoir/Agir n°48 de 2019). Une manifestation éclatante de la prédation qu'autorise le capitalisme hyper-financiarisé est la progression vertigineuse du nombre de milliardaires. Or, cette progression, si elle a bien sûr quelque chose à voir avec l'autonomisation et l'immunisation de la sphère financière, elle n'est pas pour autant le résultat d'un effet de richesse pur, elle s'accompagne de graves conséquences négatives sur le reste de la population : d'abord parce qu'il faudra bien payer l'immunisation dont profite actuellement la finance quand viendra le moment de la stabilisation macroéconomique ; ensuite il faut bien que l'économie autorise - en pesant sur le prix du travail - la hausse du prix des actifs financiers pour nourrir la recherche incessante des capitalistes pour plus de profit et davantage de rente ; enfin, la concentration des fortunes veut dire concentration du capital, mais cette concentration du capital ne permet pas d'augmenter véritablement l'investissement ni l'emploi car elle est de type externe et non interne. Il est donc clair que le capitalisme néolibéral auquel on a affaire aujourd'hui et tel qu'il se dessine pour demain ne ressemble guère au capitalisme « inclusif » que l'on peut souhaiter.

Le Flash Economie de Natixis du 15 octobre 2020 donne sur cette question une excellente synthèse :

« On parle beaucoup d'un capitalisme « inclusif » qui s'occuperait de toutes les parties prenantes de l'entreprise (actionnaires, salariés, sous-traitants, clients, environnement, collectivités où l'entreprise opère). Certaines entreprises deviennent « entreprise à mission », elles publient toutes un rapport sur leur Responsabilité Sociale et Environnementale. Mais si le capitalisme devient effectivement plus inclusif, on doit voir les évolutions objectives dans ce qui correspondait jusqu'à présent aux dérives du capitalisme néo-libéral ; on voudrait observer :

- *une baisse de l'écart entre rendement des fonds propres pour l'actionnaire et taux d'intérêt sans risque, ce qui est un indicateur synthétique ;*
- *l'arrêt de la déformation du partage des revenus au détriment des salariés ;*
- *l'arrêt de la hausse du levier d'endettement ;*
- *la fin des rentes d'oligopole et des situations dominantes ;*
- *l'arrêt des délocalisations vers les pays à coûts salariaux faibles ;*
- *l'arrêt de la concurrence fiscale ;*
- *la baisse forte des émissions de CO₂.*

Parmi ces évolutions souhaitables, celles qu'on observe dans les dernières années sont :

- *le redressement de la part des salaires dans le PIB ;*
- *l'arrêt des délocalisations ;*
- *le recul des émissions de CO₂.*

Mais l'écart entre rendement des fonds propres et taux d'intérêt sans risque continue à augmenter, le levier d'endettement aussi ; les situations de monopole de s'accroître, la concurrence fiscale d'être forte : peu a été corrigé ».

Comme les perspectives pour les autres grands pays méditerranéens (Italie, Espagne) ne sont pas meilleures, il est prévisible que l'Allemagne et a fortiori les « pays frugaux » ne seront pas prêts à jouer à plein la solidarité ! On peut au moins espérer qu'à la faveur de la crise sanitaire, la souveraineté économique européenne pourra faire des progrès.

Le récentes statistiques des balances Target2 confirment la crainte de voir se creuser les fractures entre les États membres de la zone euro et font même craindre le pire sur la viabilité de l'euro :

1. TARGET balances of participating NCBs

1.1 Historical data

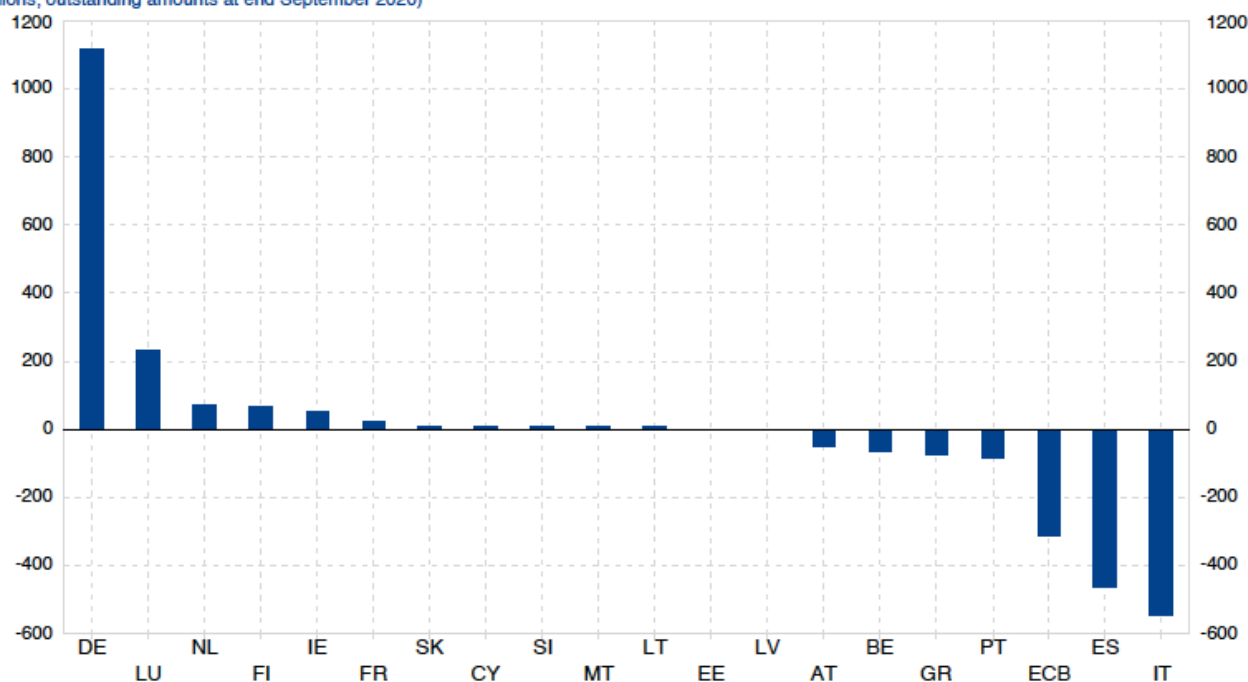
(EUR billions; outstanding amounts at end of period)

	ECB	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI	U4 ¹⁾
2008	234.9	-104.2	115.3	-	-44.4	-35.3	-35.0	-117.7	22.9	-6.5	-	-	42.1	-0.7	-18.8	-35.7	-19.0	-3.6	-	5.2	0.4
2009	4.0	-42.5	177.7	-	-53.5	-49.0	-41.1	-62.0	54.8	-7.1	-	-	52.5	-0.8	15.4	-19.6	-23.4	-3.3	-14.5	9.5	3.2
2010	-22.4	-13.9	325.6	-	-145.2	-87.1	-50.9	-28.3	3.4	-6.4	-	-	67.9	-1.2	40.5	-27.5	-59.9	-2.1	-13.3	19.7	1.1
2011	42.2	-52.9	463.1	0.6	-120.4	-104.8	-175.0	-77.4	-191.4	-7.9	-	-	109.4	-0.4	152.8	-34.6	-60.9	-2.7	-13.6	66.0	7.9
2012	-2.2	-38.2	655.7	1.7	-79.3	-98.4	-337.3	-54.8	-255.1	-7.5	-	-	106.2	-0.2	120.8	-39.9	-66.0	-4.4	0.9	70.6	27.4
2013	-6.7	-15.5	510.2	1.8	-55.1	-51.1	-213.7	-16.2	-229.1	-6.8	-	-	103.7	-0.7	46.1	-39.2	-59.6	-1.0	2.7	22.2	8.0
2014	-23.6	-12.4	460.8	3.2	-22.7	-49.3	-189.9	-17.0	-208.9	-2.5	-0.8	-	105.1	-1.9	19.4	-30.1	-54.6	2.4	2.2	19.7	0.9
2015	-83.8	-7.7	584.2	2.8	-3.0	-94.4	-254.1	-29.2	-248.9	2.4	-1.3	0.2	147.6	-0.9	54.7	-29.2	-61.7	0.2	0.5	20.1	1.5
2016	-159.7	-18.6	754.3	0.9	-1.0	-72.3	-328.1	-13.8	-356.6	5.9	-5.3	-3.6	187.4	1.0	87.0	-31.2	-71.6	-1.2	-5.1	22.0	9.5
2017	-222.8	-36.1	906.9	0.9	1.9	-59.4	-373.7	30.0	-439.0	7.4	-6.3	-4.0	192.1	4.3	71.0	-45.9	-81.2	-1.4	9.0	40.4	6.1
2018	-246.5	-52.9	966.2	0.8	14.3	-28.6	-401.9	-2.3	-482.0	7.8	-6.2	-5.8	213.0	4.5	92.6	-45.6	-82.8	1.2	9.7	39.8	4.6
2019 Q1	-249.5	-36.3	941.3	-0.2	20.5	-23.7	-401.5	-26.7	-474.8	7.5	-6.3	-4.9	213.8	4.4	79.9	-47.8	-80.2	0.1	9.2	71.4	3.9
Q2	-249.6	-52.3	942.3	0.2	25.2	-24.2	-407.0	2.8	-447.6	9.9	-4.2	-2.8	218.7	5.5	36.4	-52.4	-83.3	0.4	10.3	68.9	2.9
Q3	-244.0	-39.9	915.3	0.8	28.0	-23.2	-383.5	-36.7	-468.0	8.2	-3.6	-1.8	215.9	5.4	75.6	-52.5	-80.6	0.9	10.8	69.7	3.0
Q4	-236.1	-63.7	895.2	0.6	35.4	-25.7	-392.4	28.5	-439.4	8.5	-3.8	-0.9	192.4	5.6	46.4	-46.6	-77.0	3.4	9.3	57.1	3.3
2020 Apr.	-131.0	-65.2	918.8	0.6	42.3	-46.7	-431.5	-68.5	-512.9	8.9	-2.0	0.6	225.8	5.4	81.5	-46.0	-69.9	6.7	12.6	67.7	2.9
May	-145.5	-79.6	916.1	0.8	47.6	-55.9	-451.8	-20.0	-517.3	7.6	-2.2	3.6	224.6	5.4	77.9	-36.6	-72.0	7.2	14.6	72.7	2.9
June	-259.9	-63.1	995.1	-0.3	51.0	-66.3	-462.4	48.3	-536.7	7.3	-4.0	3.8	234.7	6.1	69.7	-36.7	-82.7	7.5	13.7	72.4	2.6
July	-289.4	-50.9	1,019.2	-0.5	51.3	-70.0	-460.6	34.4	-522.2	8.3	-4.3	5.5	232.8	5.7	65.2	-33.2	-83.0	6.9	11.1	70.2	3.2
Aug.	-297.1	-42.8	1,056.2	-0.5	50.2	-71.7	-458.5	11.3	-522.9	8.8	-4.5	5.7	228.9	5.9	54.6	-43.3	-80.4	7.3	10.1	78.6	3.9
Sep.	-310.7	-64.3	1,115.2	-0.6	52.3	-73.3	-464.7	19.9	-546.3	8.8	-4.4	5.8	229.3	6.0	69.5	-48.4	-81.7	6.5	10.3	66.7	4.3

1) Extra euro area aggregate (changing composition): since 1 February 2016, the extra euro area countries of which the NCBs participate to TARGET2 are Bulgaria, Croatia, Denmark, Poland and Romania. Lithuania was also participating as an extra-euro area country with its NCB until 31/12/2014, Latvia until 31/12/2013, Estonia until 31/12/2010 and Slovakia until 31/12/2008. Individual TARGET balances of euro area NCBs are not provided for dates before the accession of their countries to the euro area.

1.2 Last reference period

(EUR billions; outstanding amounts at end September 2020)



Source: ECB, ECB calculations.

On voit que l'Allemagne a, fin septembre 2020, une créance de 1150 milliards d'euros sur ses partenaires européens, sachant que cette créance a augmenté de plus de 25% seulement entre janvier et août de cette année. Les pays du Sud (Italie, Espagne, Portugal, Grèce, accumulent à eux seuls une dette de 1300 milliards envers le reste de la zone euro. Quel déséquilibre !

Le mardi 27, interview du ministre fédéral des Affaires étrangères allemand, Heiko Maas, à propos du partenariat transatlantique, à l'approche des élections américaines. Nous en retenons quelques extraits :

Le point 2 en totalité : « Si les forces de l'Amérique restent concentrées à l'intérieur, cela signifie pour nous, Européens, que nous devons nous préparer à un moindre engagement des Américains à l'échelle mondiale. Avant les élections, nous avons déjà dit qu'il était dans notre propre intérêt en matière de sécurité de pouvoir aussi, le cas échéant, régler seuls les crises à nos portes. Cela sera encore plus vrai après les élections, quel que soit celui qui en sortira vainqueur. Nous continuerons donc à investir dans la sécurité européenne et dans nos capacités communes. Notre objectif est la

souveraineté européenne. Cela ne veut pas dire que nous souhaitons nous détourner du partenariat transatlantique mais au contraire que seule une Europe qui fournit des efforts crédibles pour défendre elle-même ses propres intérêts en matière de sécurité restera à l'avenir un partenaire attractif pour les États-Unis. Et cela doit rester notre préoccupation. Car l'Europe n'a pas d'autre choix responsable que le partenariat en matière de sécurité avec les États-Unis ».

Il faut souhaiter que ce type de déclaration ne réduise pas à néant tout projet de défense européenne qui est un levier essentiel pour faire progresser le fédéralisme européen. Pour l'instant, l'Allemagne est très divisée sur la question de la politique étrangère et de sécurité européenne mais des opinions comme celle de « AKK » (Annegret Kramp-Karrenbauer), ministre de la défense, selon laquelle « pour sa sécurité, l'Allemagne reste stratégiquement dépendante des États-Unis », sont de plus en plus contestées. Il n'empêche que lors de la deuxième quinzaine de novembre un échange de politesses aura lieu entre E. Macron et AKK, le premier s'insurgeant contre la déclaration faite par AKK, estimant qu'elle est « un contre sens de l'histoire » et souhaitant qu'A. Merkel ne partage pas cette opinion, et la seconde répliquant aussitôt au Président français que « l'idée d'une autonomie stratégique de l'Europe va trop loin si elle nourrit l'illusion que nous pourrions assurer la sécurité, la stabilité et la prospérité de l'Europe sans l'OTAN ni les États-Unis ». Cette mise en garde de l'Allemagne contre l'idée d'une défense européenne est un sérieux handicap sur le chemin vers une Europe politique. Mais, pour rester optimiste, rappelons que l'Allemagne a négocié récemment un double revirement : d'abord sur le plan monétaire en acceptant l'émission de dettes par la Commission européenne et ensuite sur le plan industriel en admettant qu'il faille défendre la souveraineté européenne, ce qui ouvre la voie tellement difficile à une véritable politique industrielle européenne.

Le jeudi 29, réunion périodique de la BCE pour la politique monétaire.

Voici un large extrait de son communiqué de presse :

« Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a pris les décisions de politique monétaire suivantes.

1) 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 -0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

2) Le Conseil des gouverneurs poursuivra ses achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1 350 milliards d'euros. Ces achats contribuent à assouplir l'orientation globale de la politique monétaire et à compenser ainsi l'incidence à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. Les achats vont se poursuivre dans le temps, de façon souple, entre les différentes catégories d'actifs et juridictions. Le Conseil des gouverneurs pourra ainsi contrecarrer efficacement les risques pesant sur une transmission harmonieuse de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP au moins jusqu'à fin juin 2021 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Le Conseil des gouverneurs réinvestira les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2022. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

3) Les achats nets en vertu du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) vont continuer, à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, ainsi que les achats au titre de l'enveloppe supplémentaire temporaire, à hauteur de 120 milliards d'euros jusqu'à la fin de l'année. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE. Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

4) Le Conseil des gouverneurs continuera également à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) demeure, pour les banques, une source intéressante de financement et soutient donc l'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises et aux ménages ».

On retiendra de la conférence de presse de Christine Lagarde qui a suivi la phrase suivante : « (...) Sur la base de cette évaluation actualisée, le Conseil des gouverneurs recalibrera ses instruments, de façon adéquate, pour répondre à l'évolution de la situation et faire en sorte que les conditions de financement demeurent favorables et permettent de soutenir la reprise économique et de contrer l'incidence négative de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation, contribuant ainsi à la convergence durable de l'inflation vers son objectif, conformément à son engagement en faveur de

L'EURO

la symétrie. Pour l'heure, nous avons décidé de confirmer une nouvelle fois l'orientation accommodante de notre politique monétaire. (...) » ; ce qui signifie que la BCE est prête à renforcer encore sa politique monétaire pour soutenir l'activité.

En cette fin du mois d'octobre, Eurostat fournit les informations suivantes pour la zone euro :

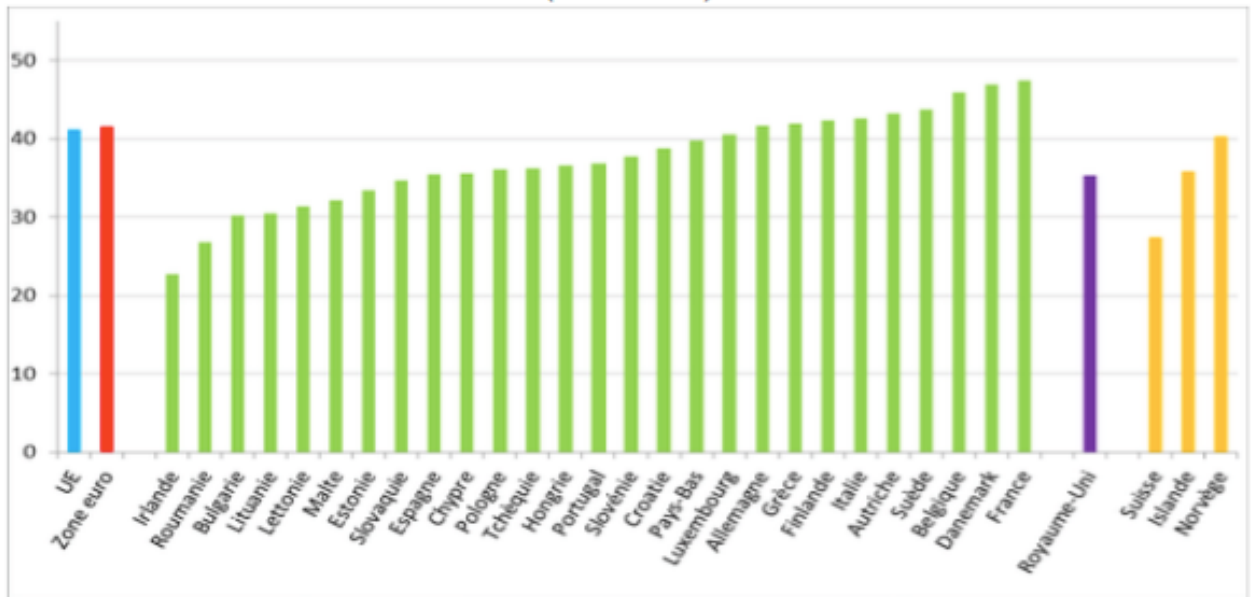
Le taux d'inflation annuel reste stable à -0,3% (la France est à 0%)

Le taux de chômage est à 8,3% en septembre, stable par rapport à août (le chômage des jeunes est à 17,6%).

Le PIB CVS est en hausse de 12,7% au 3^{ème} trimestre (18,2% pour la France).

Eurostat publie par ailleurs ce schéma :

Recettes totales issues des impôts et cotisations sociales dans les États membres de l'UE, 2019
(en % du PIB)



Le vendredi 30, l'euro cote 1,1646 \$ après avoir coté 1,1716 le 2, 1,1826 le 9, 1,1716 le 16 et 1,1859 le 23.

• Novembre 2020 ->

Le jeudi 5, communiqué de la Commission européenne : « (...) Après avoir subi un grave choc au premier semestre de cette année, l'activité économique en Europe a rebondi vigoureusement au troisième trimestre, avec la levée progressive des mesures de confinement. La résurgence de la pandémie ces dernières semaines entraîne toutefois des perturbations, tandis que les autorités nationales adoptent de nouvelles mesures de santé publique pour en limiter la propagation. La situation épidémiologique implique que les projections de croissance sur la période de prévision sont sujettes à un degré d'incertitude et de risque extrêmement élevé. Selon les prévisions économiques de l'automne 2020, l'économie de la zone euro devrait enregistrer une contraction de 7,8 % en 2020, avant de croître pour s'établir à 4,2 % en 2021 et à 3 % en 2022. Les prévisions annoncent que l'économie européenne va se contracter de 7,4 % en 2020 avant de renouer avec la croissance qui atteindra 4,1 % en 2021 et 3 % en 2022. Par rapport aux prévisions économiques de l'été 2020, les projections de croissance pour la zone euro et l'UE sont légèrement supérieures pour 2020 et inférieures pour 2021. La production dans la zone euro et dans l'UE ne devrait pas retrouver son niveau d'avant la pandémie en 2022. Les répercussions économiques de la pandémie varient sensiblement d'un État membre à l'autre de l'UE et il en va de même pour les perspectives de reprise. Cet état de fait tient à la propagation du virus, à la rigueur des mesures de santé publique prises pour le contenir, à la composition sectorielle des économies nationales et à la vigueur de la réaction des pouvoirs publics nationaux. (...) Cette année, l'augmentation des déficits publics devrait être très marquée partout dans l'UE, à mesure que les dépenses sociales progressent et que les recettes fiscales

diminuent en raison des actions exceptionnelles des pouvoirs publics visant à soutenir l'économie et sous l'effet des stabilisateurs automatiques. Selon les prévisions, le déficit public agrégé de la zone euro devrait passer de 0,6 % du PIB en 2019 à environ 8,8 % en 2020, avant de retomber à 6,4 % en 2021 et à 4,7 % en 2022. Cette projection s'explique par la suppression progressive attendue des mesures d'aide d'urgence au cours de 2021, à mesure que la situation économique s'améliore. Conséquence de la flambée des déficits, la dette totale de la zone euro exprimée en pourcentage du PIB passera, selon les prévisions, de 85,9 % en 2019 à 101,7 % en 2020, 102,3 % en 2021 et 102,6 % en 2022. (...) ».

Le même jeudi 5, le Parlement européen et les États membres se mettent d'accord à propos du plan européen de relance, après 3 semaines d'âpres négociations, en particulier sur la question du respect de l'État de droit par les démocraties européennes « illibérales ». La décision en faveur d'un mécanisme de conditionnalité est une importante avancée, un « accord historique ».

Samedi 7, Joseph Robinette Biden Jr, dit Joe Biden, est déclaré vainqueur à l'élection présidentielle aux États-Unis. L'actuel président, Donald Trump, achèvera son mandat le 20 janvier 2021.

Le lundi 9, l'OFCE publie un « policy brief », sous la plume de Christophe Blot et Paul Hubert, qui répond à une question souvent évoquée ici : « De la monétisation à l'annulation des dettes publiques, quels enjeux pour les banques centrales ? » <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2020/OFCEpbrief80.pdf>.

Nous en reproduisons l'introduction :

« Depuis 2009, les banques centrales achètent massivement des titres de dette publique. Cette politique d'assouplissement quantitatif (QE) a fait exploser la taille de leur bilan et certains y voient *de facto* une monétisation des dettes publiques. La monétisation, concept flou dans le débat public, est associée à l'image d'une banque centrale "faisant tourner la planche à billets", ce qui en pratique ne correspond pas aux opérations conduites aujourd'hui.

La monétisation devrait se traduire par i) une économie d'intérêts payés par le gouvernement, ii) une création de monnaie, iii) permanente (ou durable) et iv) refléter un changement implicite de l'objectif des banques centrales ou de leur cible d'inflation.

Le QE se distingue de la monétisation parce qu'il ne crée pas de la monnaie mais des réserves excédentaires. Les caractéristiques de ces réserves sont très différentes de celle de la monnaie. Elles sont soumises à un taux d'intérêt et ne circulent qu'au sein du système bancaire.

Le QE permet de réduire la charge d'intérêts payée par le gouvernement mais ne modifie pas ses obligations à l'égard du remboursement de la dette. Cette politique est efficace pour limiter la hausse des taux d'intérêt souverains, notamment leurs écarts dans la zone euro, et améliorer la soutenabilité des dettes publiques. Elle montre cependant ses limites en tant qu'outil de stabilisation macroéconomique.

Une politique de monétisation, qui elle crée de la monnaie, serait probablement plus efficace en termes de stabilisation de la croissance nominale. Elle requiert cependant une plus forte coordination avec la politique budgétaire, ce qui la rend plus difficile à mettre en œuvre dans la zone euro.

L'annulation de dette publique détenue par les banques centrales est une autre option possible. Son objectif est de donner des marges de manœuvre supplémentaires à la politique budgétaire. Ce choix n'aurait pas d'incidence sur l'orientation de la politique monétaire. Cependant, le signal envoyé aux investisseurs est ambigu : en suggérant qu'un défaut souverain est possible, il pourrait se traduire *in fine* par une hausse des taux d'intérêt. L'annulation pourrait donc être contreproductive alors que les gouvernements n'ont actuellement aucun mal à financer leur dette et que les taux d'intérêts souverains sont négatifs dans de nombreux pays. (...) ».

Toutes les options proposées pour « régler » le problème de la dette publique, qui vont du pur et simple remboursement (avec en particulier une augmentation des impôts à plus ou moins court terme... et ses effets récessifs) jusqu'à son annulation - tout au moins pour la partie que détient la BCE -, en passant par son « cantonnement » et par l'action bienfaisante de la croissance retrouvée (mais peut-on vraiment croire à un rebond important ?), présentent des inconvénients, voire carrément des dangers. Le contexte actuel de taux bas, y compris ceux à long terme, et qui semble devoir perdurer, amène tout logiquement à estimer que la bonne solution est de continuer à emprunter puisque, lorsque les taux sont négatifs, les intérêts enrichissent les États ! Cette solution fait d'ailleurs de plus en plus consensus auprès d'économistes réputés comme Olivier Blanchard (L'Express du 29/10) ou Daniel Cohen (L'Obs du 17/12).

L'EURO

Insistons aussi sur l'intérêt que présente sur cette question l'article écrit par Henri Sterdyniak dans « le blog de l'OCDE » en date du 9 décembre pour répondre de manière très argumentée au Policy Brief paru un mois plus tôt sous les signatures de Ch. Blot et P. Hubert (voir ici au 9 novembre) : <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/sur-la-monetisation/>

Le jeudi 12, se réunissent comme chaque année, à l'invitation de la BCE, les grands banquiers centraux, pas à Sintra au Portugal mais de manière virtuelle. La BCE, la Fed et la BoE sont d'accord pour poursuivre leur soutien à l'économie.

Le dimanche 15, promu par la Chine, un vaste accord de libre-échange (le RCEP, Partenariat régional économique global) est signé entre 15 pays d'Asie (les 10 États de l'ASEAN + Chine, Japon, Corée du Sud) et du Pacifique (Australie et Nouvelle-Zélande).

Le lundi 16, la Hongrie et la Pologne essaient de bloquer le bon déroulement du plan de relance européen.

Alors qu'après d'âpres négociations le Parlement et les États membres se sont mis d'accord le 10 de ce mois (sur les 3 questions en suspens, le renforcement des moyens alloués à certains programmes comme Erasmus, les ressources propres de l'UE et l'État de droit) et que lors de la réunion des ambassadeurs européens auprès de l'UE il y a eu vote en faveur du mécanisme qui conditionne l'accès aux financements européens au respect de l'État de droit, parce que ce vote nécessitait seulement la majorité qualifiée, la Hongrie et la Pologne menacent de tout bloquer en refusant d'autoriser la Commission européenne à lever les fonds, étant donné que cette autorisation nécessite l'unanimité.

Il ne faut sans doute pas pour autant dramatiser la situation mais il semble nécessaire de bien définir ce que l'on doit entendre par « État de droit ». Or, donner une définition européenne à ce concept est pour le moins difficile puisqu'il n'a pas tout-à-fait le même sens, par exemple, en France, en Allemagne ou dans les pays de culture juridique anglo-saxonne.

Comme l'a écrit Bernard Luisin dans la revue Civitas Europa en 2016, « Constamment invoqué, l'État de droit est cependant rarement défini de sorte qu'il ne parvient à faire l'unanimité qu'en reposant sur des apparences ou des confusions de sens quand la notion n'est pas tout simplement utilisée comme un label pour asseoir une opinion. Sa signification est pourtant connue. Elle recouvre trois dimensions très différentes qui font prévaloir tantôt un système de normes hiérarchisées, tantôt la limitation du pouvoir de l'État ou bien encore le contenu du Droit. (...) Représentation idéalisée et illusoire de l'ordre juridique, l'État de droit est bien un mythe, accepté avec d'autant plus d'aisance qu'il projette une image dont toute école (sociologique, volontariste, utilitariste,...) peut a priori s'accommoder. C'est que la soumission des rapports sociaux au droit ouvre bien des perspectives, chacun espérant déterminer le contenu de ce dernier selon ses propres critères et jugements de valeur. (...) Mises en examen annoncées à grand fracas, procès soigneusement médiatisés, exception d'inconstitutionnalité des lois présentée comme une exigence impérieuse répondant à l'attente de la société, (...) l'État de droit se nourrit d'apparences et semble oublier la justice tout court, celle qui intéresse le citoyen quotidiennement confronté aux dysfonctionnements de l'ordre juridique.

Le thème de l'État de droit joue un rôle dissimulateur. Il entretient l'illusion du règne du Droit par la création d'institutions, l'apparition de nouveaux recours, la publication de réformes, la proclamation de droits à (...), sans réellement se soucier de leur efficacité et de leur légitimité. Conformément aux théories qui l'inspirent, il répond par la production de normes à tout problème de société, aggravant bien souvent les maux qu'il est censé dissiper. (...) Invocation devenue rituelle, l'État de droit conjure les périls en détournant le regard de la réalité. (...) Pourtant, le fossé se creuse entre les intentions et leurs traductions juridiques. Certaines voix s'en émeuvent, dénoncent les dérives alors que d'autres s'accommodent de cette situation en allant même jusqu'à la renforcer. Il en va ainsi dans le discours politique : la simplification, la transparence, la sécurité juridique sont des attentes du corps social. Il faut donc agir ou en donner l'impression. Les décisions sont précipitées, désordonnées, n'aboutissent à rien de tangible ou se perdent dans les méandres de l'Administration ? Peu importe. L'État de droit relève du slogan. Il remplit sa fonction de légitimation. Pour la haute administration, qui contribue activement à faire régner les apparences, l'enjeu est tout autre. Elle trouve toujours d'excellents motifs pour produire de nouvelles normes et justifier la complexification de l'ordre juridique. De toute façon, elle domine cet environnement. Elle en contrôle les zones d'incertitude. L'État de droit remplit pour elle une fonction de protection. Il y a enfin (avec quelques voix discordantes), un troisième groupe qui entretient le mythe ; c'est celui des juristes (universitaires, magistrats). La complexité est leur domaine ; le normatif est une affaire de spécialistes. On est là entre initiés, seuls aptes à comprendre les subtilités d'une "avancée" jurisprudentielle, à dissertar sans fin sur l'articulation des normes et à s'extasier devant les "terres mêlées du plein contentieux". L'État de droit y est un facteur de cohésion. Trois cercles de pouvoir qui sont en situation de répandre l'idéologie de l'État de droit sans avoir à affronter les réalités de l'ordre juridique auxquelles le citoyen est exposé. Le mythe de l'État de droit pourra encore longtemps prospérer ».

Dans son article, Bernard Luisin insiste souvent, et à juste titre, sur l'importance des normes, et déplore leur prolifération et sur leur instabilité chroniques. De ce point de vue tout État de droit est un « État de Droit ». On peut voir là un lien

L'EURO

avec la conception de la société que suggère l'ordolibéralisme, qui s'est généralisée dans l'UE comme on l'évoque souvent ici. Mais, pour les libéraux qui défendent la « Rule of Law », il faut plutôt écrire « état de Droit »...

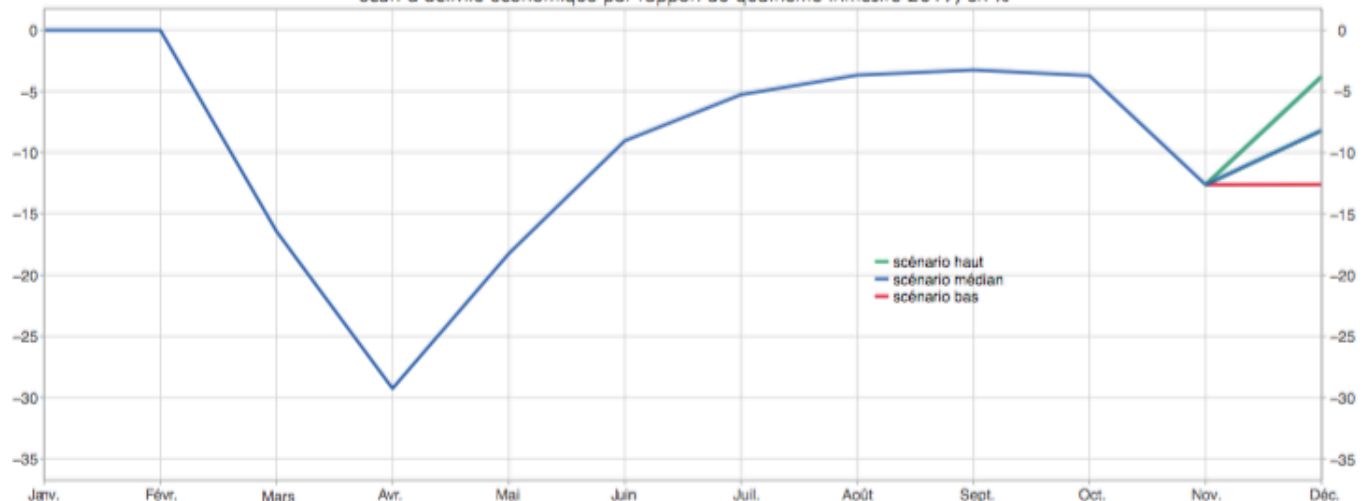
La Pologne, soutenue par la Hongrie, use donc de son veto lors du vote sur non seulement le plan de relance mais aussi sur le budget pluriannuel tout entier à cause des conditions qu'on lui impose concernant le respect de l'État de droit (le ministre de la justice Z. Ziobro ne veut pas que l'on remette en cause ses réformes de la justice, d'ailleurs tellement controversées depuis 2016). Or, ce faisant, la Pologne va jusqu'à renoncer aux 160 milliards d'euros qu'elle devrait recevoir. Cela explique la forte réaction de la conférence des ambassadeurs polonais : elle déclare dans un communiqué qu'il s'agit là d'une « tactique suicidaire et d'une menace des intérêts vitaux de la Pologne et de ses citoyens (...) » Après cinq années d'une politique européenne incompétente et nocive, le gouvernement du PiS se retrouve dans une impasse. Au lieu de reculer il va vers la catastrophe. (...) Il antagonise les autres États membres de l'UE en marginalisant son influence ». Le PiS est le parti « Droit et justice » arrivé au pouvoir en 2015 ; et dans son communiqué, le micro-parti de Z. Ziobro - Solidarna Polska -, dit sans détour : « Faisant fi de la volonté d'une majorité de Polonais, on pourrait nous obliger à introduire le mariage de couples homosexuels, avec le droit d'adoption, l'avortement, l'euthanasie, des changements dans l'éducation et la culture, dans le domaine des médias, ou des changements désintégrant l'État polonais dans le domaine de l'État de droit. »

Certes, la position polonaise illustre la fracture Est/Ouest de l'UE souvent évoquée ici ; et l'épisode actuel révèle que cette fracture a une dimension non seulement politique (démocraties libérales / démocraties illibérales) mais aussi une dimension culturelle et identitaire. Mais surtout, c'est une illustration de plus (pensons aussi au Brexit) que des considérations de politique intérieure peuvent conduire des gouvernements à prendre des positions et/ou des décisions ineptes sur le plan extérieur. On peut aussi s'étonner de voir nos gouvernants porter l'étendard de l'État de droit alors qu'ils accumulent depuis quelque temps des mesures liberticides qui traduisent une dérive autoritaire ; sans parler des critiques de leur gestion de la crise sanitaire qui viennent de plusieurs horizons, comme de plusieurs élus et experts français ou de la presse étrangère (un journal allemand a qualifié notre pays d'« Absurdistan »).

Le mardi 17, l'INSEE publie son point de conjoncture dont on extrait les trois schémas suivants :

1 - Perte d'activité mensuelle estimée puis prévue

écart d'activité économique par rapport au quatrième trimestre 2019, en %

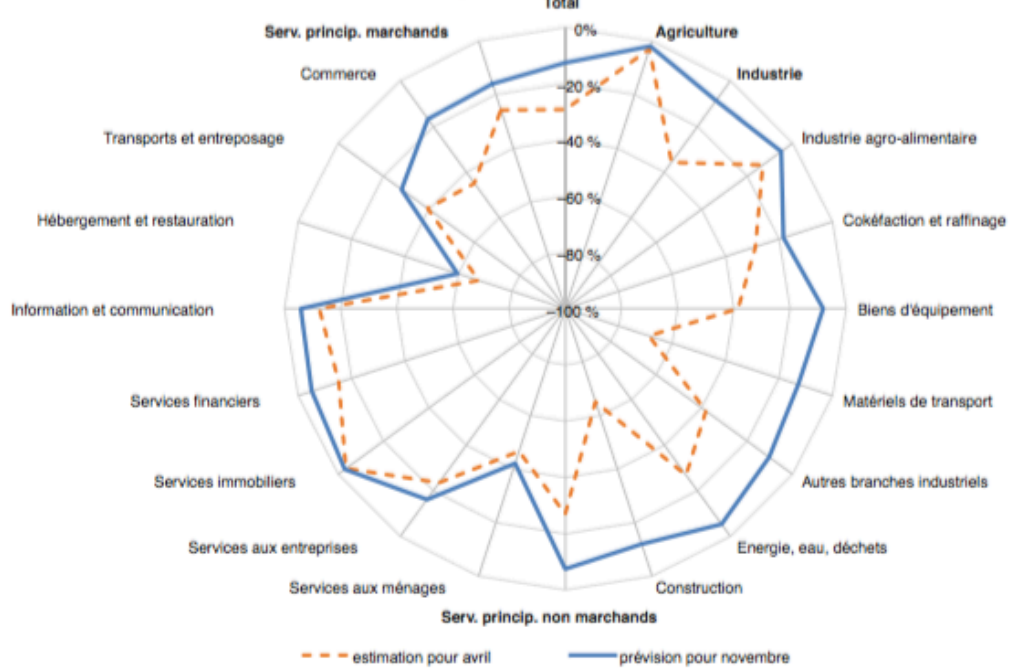


Lecture : en novembre, l'activité économique serait en retrait d'environ 13 % par rapport au niveau du quatrième trimestre 2019. Selon le scénario médian, elle s'établirait en décembre à -8 %.

Source : calculs Insee à partir de sources diverses

7 - Comparaison des pertes d'activité par branche observées en avril et prévues en novembre

en écart au quatrième trimestre 2019

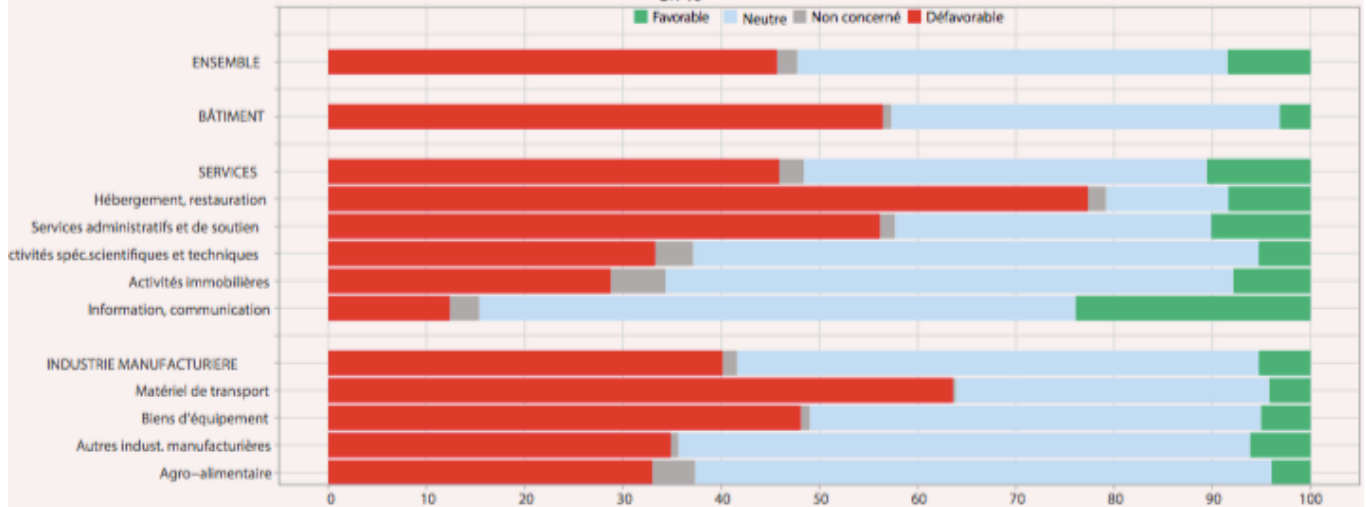


Lecture : en novembre, l'activité économique de la branche de l'hébergement-restauration serait en retrait d'environ 60 % par rapport au niveau d'avant-crise selon notre scénario médian, contre -68 % en avril.

Source : estimations Insee à partir de sources diverses

3 - Opinion des entreprises sur l'effet des mesures de protection sanitaires sur la productivité selon leur secteur

en %



Note : les résultats sont pondérés par les effectifs des unités interrogées.

Source : Insee, enquêtes de conjoncture dans l'industrie, les services et le bâtiment

Ce même mardi 17, l'INSEE publie aussi un document sur le patrimoine économique national en 2019, dont voici un tableau synthétique :

2 Le patrimoine des secteurs institutionnels fin 2019

	en milliards d'euros					en %	
	Ensemble de l'économie nationale	Ménages ¹	Sociétés		Administrations publiques	Évolution du patrimoine de l'économie nationale	
			non financières	financières		2017-2018	2018-2019
Actifs non financiers (ANF), dont :	16 296	8 451	5 266	348	2 231	4,7	4,7
Constructions et terrains, dont :	12 930	7 736	3 005	274	1 915	4,6	4,5
Logements	4 809	3 924	768	49	68	3,6	2,6
Autres bâtiments et génie civil	2 164	170	879	80	1 035	3,0	3,3
Terrains bâtis	5 957	3 642	1 358	145	812	6,2	6,6
Machines et équipements	671	42	578	20	31	3,2	3,5
Stocks	467	16	425	-	26	4,2	3,5
Autres actifs produits	646	151	342	19	134	3,6	3,4
Autres actifs non produits	1 582	506	916	35	125	6,2	7,4
Actifs financiers (AF) hors produits dérivés, dont :	33 442	5 872	10 448	15 693	1 429	0,6	9,3
Numéraire et dépôts	6 828	1 650	703	4 302	173	7,7	8,0
Titres de créance	3 968	41	67	3 806	54	2,3	4,4
Crédits	5 693	10	1 825	3 753	105	9,2	4,0
Actions et parts de fonds d'investissement	11 661	1 635	6 487	2 874	665	-5,0	16,3
Actions et autres participations hors titres d'OPC ²	9 895	1 337	6 366	1 671	521	-4,8	17,8
Titres d'OPC	1 766	298	121	1 203	145	-6,3	8,7
Systèmes d'assurances et de garanties, dont :	2 375	2 181	43	146	5	-0,8	9,1
Assurance-vie	2 084	2 084	-	-	-	-1,1	9,0
Ensemble des actifs (A) = (ANF) + (AF)	49 738	14 323	15 714	16 041	3 660	2,0	7,8
Passifs financiers (PF) hors produits dérivés, dont :	33 273	1 762	12 759	15 423	3 329	0,8	9,2
Numéraire et dépôts	7 461	-	-	7 319	142	11,0	6,9
Titres de créance	4 720	-	671	1 641	2 408	1,6	7,2
Crédits	5 457	1 498	2 972	683	304	7,3	5,1
Actions et parts de fonds d'investissement (passif en actions)	10 849	10	8 087	2 693	59	-5,6	16,1
Actions et autres participations hors titres d'OPC	9 219	10	8 087	1 063	59	-5,2	17,9
Titres d'OPC	1 630	-	-	1 630	-	-7,3	6,8
Systèmes d'assurances et de garanties, dont :	2 401	-	-	2 401	-	-0,8	9,1
Assurance-vie	2 102	-	-	2 102	-	-1,1	9,0
Solde des produits dérivés (S)	-44	-	-	-41	-3	ns	ns
Patrimoine financier net = (AF) - (PF) + (S)	125	4 110	-2 311	229	-1 903	-21,1	23,6
Patrimoine (ou valeur nette) = (A) - (PF) + (S)	16 421	12 561	2 955	577	328	4,4	4,8
Fonds propres = (patrimoine net) + (passif en actions)			11 042	3 270			

1. Y compris entrepreneurs individuels (EI) et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM).

2. Organismes de placements collectifs.

« ns » correspond à « non significatif », « - » correspond à un actif non détenu.

Sources : Insee et Banque de France, comptes nationaux en base 2014.

Comme l'indique le début de l'introduction du document : « Fin 2019, le patrimoine économique national net s'élève à 16 421 milliards d'euros, soit 8,3 fois le produit intérieur net de l'année. Il poursuit sa progression à un rythme soutenu (+ 4,8 %, après + 4,4 % en 2018), porté par la réévaluation du patrimoine financier liée au dynamisme des cours boursiers (+ 25 % pour l'indice boursier SBF 120, après - 12 %). Mais le patrimoine des APu s'accroît moins vite en 2019 qu'en 2008 (+10,3% contre +13,3%).

Lors du Conseil européen du jeudi 19, par visioconférence, la question du blocage de la Pologne et de la Hongrie (rejointes par la Slovaquie) n'a pas été vraiment traitée, d'abord parce que l'ordre du jour prévoyait essentiellement le traitement européen de la crise sanitaire à l'approche de Noël et des fêtes de fin d'année mais aussi, ensuite, parce qu'il était délicat de traiter par visioconférence cette question, d'une gravité extrême puisqu'elle hypothèque complètement la politique budgétaire de l'UE et l'application du plan de relance, pourtant vitale à un moment où l'Europe est confrontée à une 2ème vague de l'épidémie particulièrement sévère.

Décidément, l'Europe a du mal à avancer sur le chemin du progrès économique et a fortiori institutionnel et politique, comme le prouvent – hélas – aussi bien les réactions d'AKK sur l'idée d'une défense européenne évoquées plus haut que la difficile mais urgente mise en œuvre du plan de relance, pourtant si nécessaire (mais certes pas forcément suffisant), avec non seulement le veto actuel de la Pologne et de la Hongrie mais aussi les lourdeurs administratives qui ne manqueront pas d'être des freins puissants.

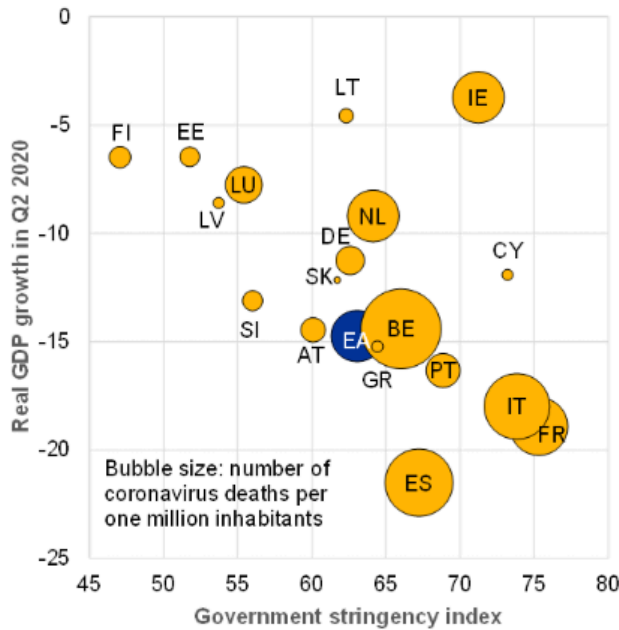
Le lundi 23, IHS Markit publie son indice Flash Composite pour la zone euro : concernant l'activité globale, l'indice se replie à 45,1, le plus bas de 6 mois (il était à 50,0 en octobre). En France, il se replie de 47,5 à 39,9. Chris Williamson commente ainsi ces piètres résultats : « « Les mesures adoptées par les pays membres de la zone euro afin d'endiguer la deuxième vague de cas de Covid-19 ont fait plonger l'économie de la région dans un nouvel épisode de contraction sévère en novembre, celui-ci rendant une nouvelle baisse du PIB de plus en plus probable au dernier trimestre 2020. C'est de nouveau le secteur des services qui a été le plus touché – notamment dans les services impliquant un contact direct avec la clientèle, comme l'hôtellerie et les restaurants –, l'affaiblissement

de la demande ayant toutefois également eu des répercussions sur le secteur manufacturier. (...) La contraction de l'activité globale anticipée pour le dernier trimestre 2020 représente un revers important pour la santé de la région, et viendra rallonger le temps nécessaire au redressement de l'économie. Après une contraction de 7,4 % du PIB en 2020, la croissance attendue pour 2021 n'est en effet que de 3,7 %.»

Le mercredi 25, la BCE publie la « Financial Stability Review » dont on extrait les schémas suivants :

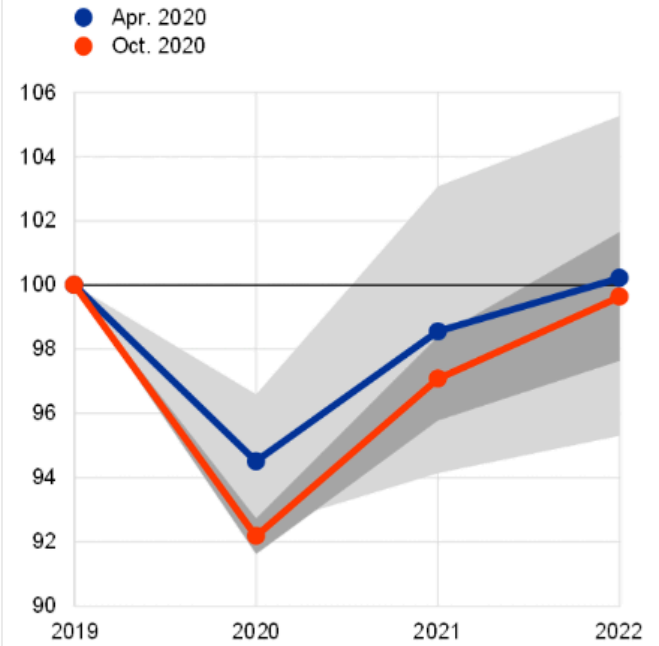
Real GDP growth rates and government stringency index

(index, annual percentage changes)



GDP projections by professional forecasters for the euro area

(2019-22; index: 2019 = 100)



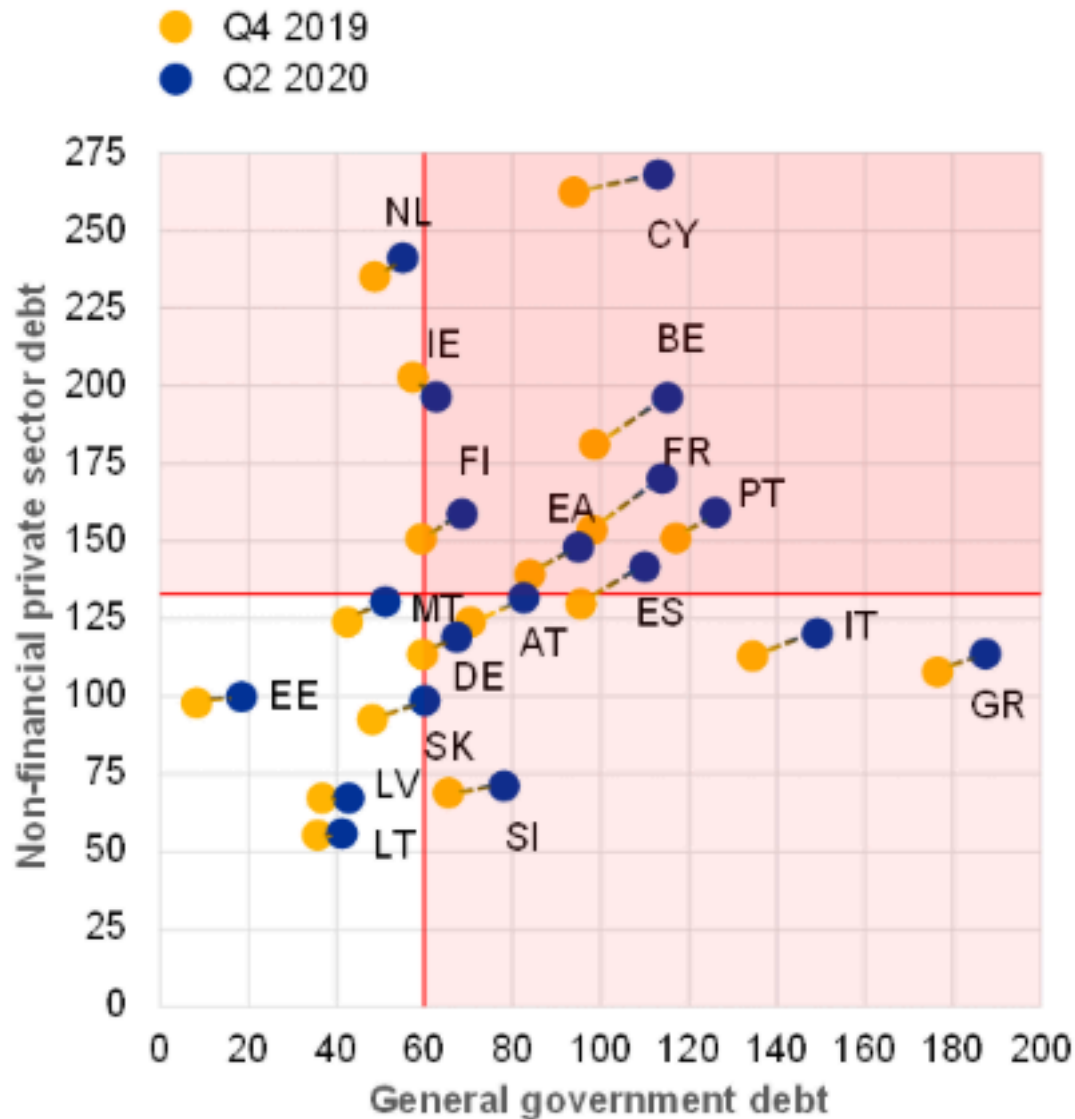
Sources: ECB, [Hale et al. \(2020\)](#), Johns Hopkins University ([CSSE COVID-19 data](#)) and ECB calculations.

Notes: Left panel: the Oxford COVID-19 Government Response Tracker (OxCGRT) is based on 18 indicators, ranging from information on containment and closure policies (e.g. school closures, restrictions on movement) to economic (e.g. income support to citizens) and health system (e.g. coronavirus testing regime or emergency investments in health care) policies. The stringency index shown here reports the strictness of lockdown-style policies that primarily restrict people's behaviour, as well as numbers between 1 and 100, giving the average index value per country between 1 March and 30 June 2020. See Hale, T., Webster, S., Petherick, A., Phillips, T. and Kira, B., "Oxford COVID-19 Government Response Tracker", Blavatnik School of Government, 2020. For data on coronavirus deaths, see Dong, E., Du, H. and Gardner, L., "An interactive web-based dashboard to track COVID-19 in real time", *The Lancet Infectious Diseases*, Vol. 20, Issue 5, May 2020, pp. 533-534. Right panel: the shaded areas indicate GDP paths based on growth rates that are one standard deviation above/below the average ECB Survey of Professional Forecasters forecast.

Le schéma de gauche est très parlant : il y a une corrélation nette entre le degré de rigueur des contraintes sanitaires décidées par les pouvoirs publics et le degré de récession subie par l'activité économique ; on constate que les pays qui sont les plus touchés par le Covid, sont ceux qui ont dû décider les mesures sanitaires les plus strictes, et ce sont donc aussi ceux dont l'économie a le plus souffert : il s'agit des pays du Sud de l'Europe...

Indebtedness of the general government and non-financial private sectors across the euro area

(Q4 2019, Q2 2020, percentage of GDP)



Ce schéma montre que pour pratiquement tous les pays de la zone euro, la crise du covid s'est traduite par une élévation de l'endettement, souvent forte, à la fois l'endettement public et l'endettement privé.

Le vendredi 27, la Commission européenne met à jour son Indicateur du climat économique - ESI- (ou Indicateur de sentiment économique). Le tableau suivant (qui est un extrait) montre que ce climat s'est détérioré à cause de la reprise de l'épidémie :

L'EURO

↓↑	TIME	2020-07↓	2020-08↓	2020-09↓	2020-10↓	2020-11↓	
GEO	↓						
Zone euro - 19 pays (à partir de 2015)		.8	82.4	87.5	90.9	91.1	87.6
Union européenne - 27 pays (à partir de 2020)		.9	81.8	86.8	90.0	90.2	86.6
Belgique		.5	77.4	83.5	88.8	91.7	88.7
Bulgarie		.6	73.4	73.8	79.2	79.0	76.9
Tchéquie		.1	82.3	81.4	86.2	81.3	73.1
Danemark		.0	76.2	77.7	80.6	83.9	82.5
Allemagne (jusqu'en 1990, ancien territoire ...)		.9	88.4	94.3	95.5	97.0	94.2
Estonie		.6	81.2	84.4	87.3	90.8	89.4
Irlande		.5	80.9	85.2	89.1	85.2	90.5
Grèce		.6	90.8	90.7	89.5	92.3	91.0
Espagne		.1	90.6	88.1	89.7	89.5	87.5
France		.5	82.2	90.8	94.9	91.7	86.9
Croatie		.8	83.2	90.9	88.6	88.4	85.8
Italie		.2	77.9	80.6	89.0	90.2	81.5
Chypre		.7	81.2	83.2	81.4	80.7	80.9
Lettonie		.7	87.6	91.0	94.3	92.3	90.4
Lituanie		.7	92.4	94.4	97.1	99.5	95.6
Luxembourg		.4	98.9	98.8	96.9	105.3	98.6
Hongrie		.4	84.4	85.1	86.7	85.5	80.6
Malte		.5	63.4	75.0	83.9	77.7	68.3
Pays-Bas		.4	82.7	89.8	91.9	89.7	90.7
Autriche		.1	82.3	87.0	89.4	87.6	81.4
Pologne		.6	68.2	75.6	77.9	79.6	70.1
Portugal		.1	84.6	85.9	87.1	88.7	84.5

Le lundi 30, importante nouvelle : les 27 ministres des finances se sont mis d'accord – par visio-conférence - pour que le MES (Mécanisme européen de stabilité) puisse servir de fonds de financement en dernier recours en cas de crise bancaire. Cette réforme du MES - qui était sur le métier depuis 7 ans - est un pas supplémentaire, considérable en ces temps de crise, vers l'union bancaire. Mais encore faut-il que les parlements nationaux la ratifient.

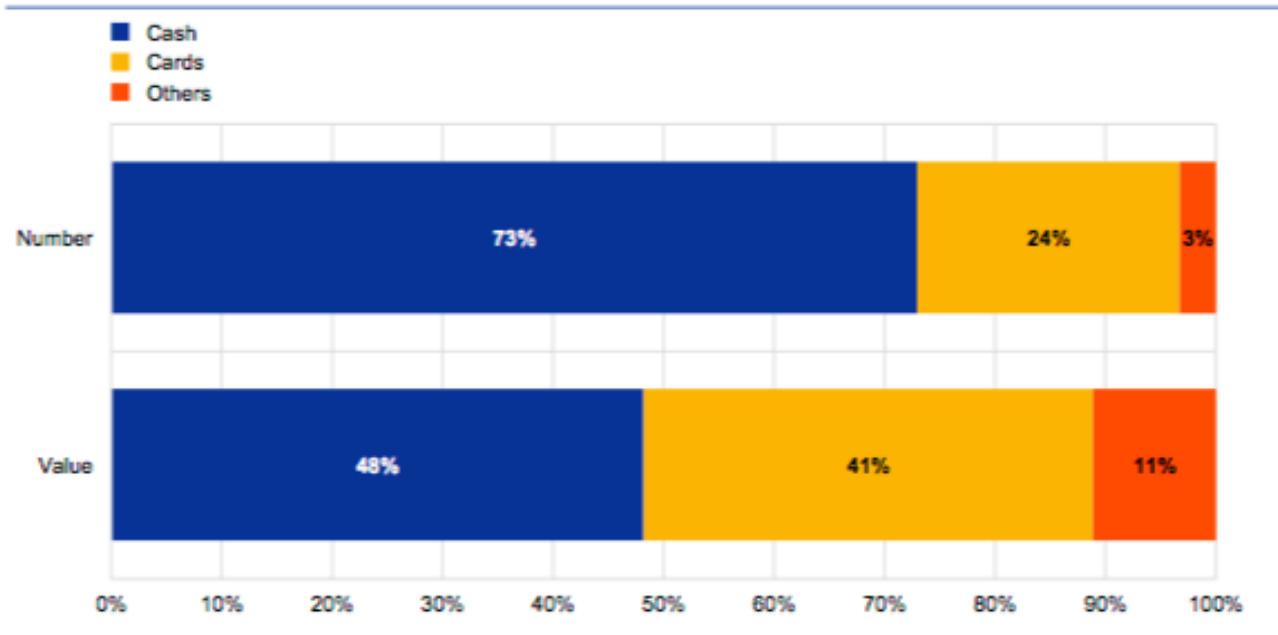
En fin de mois, l'euro cote 1,1963 \$ après avoir coté 1,1875 le 6, 1,1832 le 13 et 1,1855 le 20.

• Décembre 2020 ->

Le mercredi 2, publication par la BCE d'une étude sur les moyens de paiement utilisés par les résidents de la zone euro. Nous en extrayons un schéma qui montre que les paiements en espèces, s'ils représentent encore près des $\frac{3}{4}$ du nombre des paiements effectués, ils en représentent maintenant moins de la moitié en valeur.

Chart 1

Share of payment instruments used at the POS and P2P (in terms of the number and value of transactions)



Sources: ECB (2019), De Nederlandsche Bank and Dutch Payments Association (2019) and Deutsche Bundesbank (2017).

Notes: Data are for the euro area (all 19 countries). The category "Cards" includes credit and debit cards. The category "Others" refers to payments with mobile phones, bank cheques, credit transfers, direct debits and other (unidentified) payment instruments, and includes the answer "Don't know". Due to their low frequency of use, these instruments have been grouped into a single category.

Le mercredi 2 également, décès de Valéry Giscard d'Estaing qui a été président de la République de 1974 à 1981. « VGE » a joué un rôle important et même décisif dans la construction non seulement économique et monétaire de l'Europe (il est à l'origine avec le chancelier allemand Helmut Schmidt de du SME et de l'ECU, l'ancêtre de l'euro) mais aussi politique, dans une optique de fédéralisme décentralisé, avec la mise en place du Conseil européen et la décision de faire élire au suffrage universel direct du Parlement européen. L'un de ses grands regrets est le vote « non » en 2005 par les Français et les Néerlandais au projet de Constitution européenne, qu'il a piloté en dirigeant la Convention chargée de l'élaborer.

Le lundi 7, dans un Flash Economie, les économistes de Natixis tentent de répondre à la question de savoir si l'Europe a souffert de la globalisation. Tous les effets qu'il repèrent concernent les relations des pays européens avec les pays émergents. Il y en a un qui est positif, c'est le gain en pouvoir d'achat que permet la baisse des prix des biens importés, mais deux sont négatifs : le recul de la valeur ajoutée et des emplois dans le secteur industriel et la pression à la baisse sur les salaires. Mais ils estiment que l'effet positif compense les deux effets négatifs, sauf pour les salaires et les emplois spécifiquement industriels.

Le mardi 8, publication par les éditions Odile Jacob d'un blog de Patrick Artus pour « Comprendre le désordre monétaire » (<https://www.odilejacob.fr/blog/?article=54>). Nous conseillons vivement la lecture de cet article très pédagogique et qui permet de faire le tour de beaucoup de questions que pose l'actualité. Il reprend un certain nombre de thèmes traités par les Flash Economie de Natixis. La conclusion insiste sur le plus grave danger que peut entraîner une offre de monnaie trop importante, au-delà même de crises financières par explosion de bulles du prix des actifs, à savoir la remise en cause du système monétaire tout entier avec la disparition de la confiance dans les monnaies ; au point que l'auteur se pose la question : « Peut-il y avoir report sur des monnaies privées, des cryptomonnaies privées ? ». La réponse n'est pas forcément négative - Patrick Artus voit même dans ces monnaies une bouée de sauvetage - mais la réussite de ces monnaies alternatives dépend alors entièrement de la qualité de leur gestion.

Le mercredi 9, Le Monde ouvre pour plusieurs jours une enquête sur l'évolution de la place de l'Europe dans l'économie mondiale, avec pour titre « Pourquoi l'Europe décroche dans l'économie

mondiale ? ». Il faut en effet savoir que cette place est passée de 21% au début des années 1980 à 12% aujourd'hui. Celle des États-Unis s'est également réduite, de 21% à 16% ; pendant que la Chine est passée de 2% à 18,5%. Autre constat également grave pour l'avenir, la croissance entre 2008 et 2019 a été deux fois plus importante aux États-Unis qu'en Europe (1,85% annuellement contre 0,82%) et l'OCDE prévoit pour 2020 une récession de 3,7% aux États-Unis contre 7,5% dans la zone euro. Certes, il y a les fortes réactions de la BCE avec ses mesures monétaires fortes et des États-membres et de la Commission européenne elle-même avec leurs importants plans de relance mais cela n'empêche pas la zone euro, comme on l'évoque ici à plusieurs reprises, d'avoir une croissance potentielle deux fois plus faible que celle des États-Unis. La crise sanitaire peut accentuer cette évolution : comme le dit le gouverneur de la Banque centrale des Pays-Bas, « c'est la 3^{ème} crise majeure pour l'Europe en 10 ans après la crise financière de 2008 et celle de l'euro de 2010-2015 ». Certains expliquent la situation par une insuffisance malgré tout des moyens mis en œuvre et craignent par-dessus-le-marché que le décrochage ne s'aggrave au-delà de la crise actuelle si les États membres se mettent à nouveau à jouer au « chacun pour soi » et qu'en conséquence la politique économique menée à l'échelle de la zone euro soit nettement sous-optimale. À ces constats globaux s'ajoute la divergence entre les États-membres eux-mêmes qui n'a aucune raison de se réduire, tout au contraire ; et on sait les risques qu'entraîne l'hétérogénéité économique au sein de la zone pour son existence.

Je renvoie bien sûr à l'enquête qu'ouvre ainsi Le Monde (l'article du lendemain, celui du 10, s'intitule : « L'euro, construction encore inachevée »), mais je tiens à signaler qu'en 1920 Albert Demangeon a fait paraître (chez Payot) un livre intitulé « Le déclin de l'Europe ». Après avoir consacré tous les chapitres à sa démonstration, le professeur de géographie à la Sorbonne fait une très belle conclusion en se demandant : « Est-ce à dire que l'Europe ait fini son règne ? Est-ce à dire que, suivant l'originale expression de M. P. Valéry, elle "deviendra ce qu'elle est en réalité, c'est-à-dire un petit cap du continent asiatique" ? Pour cela, il faudrait qu'elle fût réduite à ne plus compter que proportionnellement à sa superficie. Or, l'espace n'est pas la mesure de la grandeur des peuples. Cette grandeur se fonde encore sur le nombre des hommes, sur leur état de civilisation, sur leur progrès mental, sur leurs aptitudes à dominer la nature ; il s'agit ici plutôt de valeur que de grandeur. C'est pourquoi l'on peut dire que, si l'Europe n'occupe plus le même rang dans l'échelle des grandeurs, elle doit à sa forte originalité de conserver une place toute personnelle dans l'échelle des valeurs ».

Le jeudi 10, dernière réunion de l'année du conseil des gouverneurs de la BCE sur la politique monétaire.

Voici le communiqué de presse dans son intégralité, qui montre en particulier que la BCE renforce son soutien à l'économie :

« Compte tenu de la résurgence de la pandémie et de ses retombées économiques, le Conseil des gouverneurs a procédé, ce jour, à un recalibrage de ses instruments de politique monétaire.

Premièrement, 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 pour cent, 0,25 pour cent et -0,50 pour cent. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 pour cent sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter l'enveloppe consacrée au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) de 500 milliards d'euros, la portant à un total de 1 850 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs a également décidé d'étendre l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP au moins jusqu'à fin mars 2022. Dans tous les cas, le Conseil des gouverneurs effectuera des achats nets jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée.

Le Conseil des gouverneurs a aussi décidé de prolonger les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2023. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

L'EURO

Troisièmement, le Conseil des gouverneurs a une nouvelle fois décidé de recalibrer les conditions fixées pour la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III). Il a notamment décidé d'allonger de douze mois, jusqu'en juin 2022, la période pendant laquelle des conditions nettement plus favorables s'appliqueront. Trois opérations supplémentaires seront par ailleurs effectuées entre juin et décembre 2021. Le Conseil des gouverneurs a, de plus, décidé d'augmenter le montant total que les contreparties seront autorisées à emprunter lors des TLTRO III de 50 pour cent à 55 pour cent de leur encours de prêts éligibles. Afin d'encourager les banques à maintenir leur niveau actuel de prêts, les conditions d'emprunt recalibrées attachées aux TLTRO III ne seront accessibles qu'aux banques dont l'activité de prêt atteindra un nouvel objectif.

Quatrièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de prolonger, jusqu'en juin 2022, la durée de l'ensemble de mesures d'assouplissement des garanties qu'il avait adoptées les 7 et 22 avril 2020. Du fait de la prorogation de ces mesures, les banques pourront continuer à utiliser pleinement les opérations d'apport de liquidité de l'Eurosystème, particulièrement les TLTRO recalibrées. Le Conseil des gouverneurs réévaluera les mesures d'assouplissement des garanties avant juin 2022, en veillant à ce que la participation des contreparties de l'Eurosystème aux TLTRO III ne soit pas influencée négativement.

Cinquièmement, le Conseil des gouverneurs a également décidé de conduire, en 2021, quatre opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO), ce qui continuera de fournir un filet de sécurité effectif.

Sixièmement, les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs entend aussi poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Septièmement, la facilité de *repo* de l'Eurosystème pour les banques centrales (*Eurosystème repo facility for central banks*, EUREP) et l'ensemble des lignes temporaires de *swap* et de pensions conclues avec les banques centrales hors zone euro seront prolongées jusqu'en mars 2022.

Enfin, le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à mener aussi longtemps que nécessaire ses opérations régulières de prêt par le biais d'appels d'offres à taux fixe avec allocation de la totalité des soumissions, aux conditions en vigueur. Des communiqués de presse distincts contenant des détails supplémentaires concernant les mesures prises par le Conseil des gouverneurs seront publiés à 15 h 30 (heure d'Europe centrale).

Les mesures de politique monétaire adoptées aujourd'hui contribueront à préserver des conditions de financement favorables pendant la période de pandémie, favorisant ainsi le flux de crédits vers l'ensemble des secteurs de l'économie, soutenant l'activité économique et maintenant la stabilité des prix à moyen terme. Cela étant, l'incertitude reste forte, notamment en ce qui concerne la dynamique de la pandémie et le calendrier du déploiement des vaccins. Nous continuerons également de surveiller les évolutions du cours de change en lien avec leurs implications éventuelles pour les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs reste donc prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie ». Pour la conférence de presse de Ch. Lagarde, voir : <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2020/html/ecb.is201210~9b8e5f3cdd.fr.html>

Il faut donc s'attendre à ce que le bilan de la BCE continue à gonfler (début 2017, il s'élevait à 3663 milliards d'euros, puis est passé entre 4500 et 4700 entre 2018 et fin 2019, puis a explosé avec la crise sanitaire en atteignant plus de 6900 milliards en cette fin d'année ; et, contrairement à la TQM, le taux d'inflation n'a cessé de baisser dans le même temps : plus de 2% fin 2018 et moins de 0% aujourd'hui).

Dans le même temps, la BoJ continue son programme assez exceptionnel - en ce sens qu'elle est la seule BC à le faire - d'achats d'actions au point de devenir le premier actionnaire des entreprises du Japon.

Et en soirée, information importante : le veto de la Pologne et de la Hongrie est levé pour débloquent le plan de relance européen ! En réalité, rien n'est changé dans le dispositif, seulement la Pologne et la Hongrie disposent d'un an ou deux pour éviter les procédures contre eux.

Le mercredi 16, le Parlement européen et le Conseil de l'UE prennent un règlement relatif à un régime général de conditionnalité pour la protection du budget de l'UE. Après 29 « considérants », son article premier dit clairement « le présent règlement établit les règles nécessaires à la protection du budget de l'Union en cas de violation des principes de l'État de droit dans un État membre ».

Une suite à ce règlement sera donnée par un arrêt de la Cour de Justice de l'UE le 16 février 2022. On y lit en particulier (<https://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2022-02/cp220028fr.pdf>) : « (...) La Hongrie et la Pologne ont chacune formé un recours devant la Cour de justice en demandant l'annulation de ce règlement. Elles fondent leur recours respectif notamment

sur l'absence d'une base juridique appropriée dans les traités UE et FUE, sur le contournement de la procédure prévue à l'article 7 TUE, sur un excès des compétences de l'Union et sur la violation du principe de sécurité juridique. À l'appui de leur argumentation, la Hongrie et la Pologne se sont référées à un avis confidentiel du service juridique du Conseil portant sur la proposition initiale ayant abouti au règlement, ce que la Cour admet, malgré les objections du Conseil, au titre de l'intérêt public supérieur que constitue la transparence de la procédure législative.

Dans ces deux affaires, la Hongrie et la Pologne se sont soutenues mutuellement, tandis que la Belgique, le Danemark, l'Allemagne, l'Irlande, l'Espagne, la France, le Luxembourg, les Pays-Bas, la Finlande, la Suède et la Commission sont intervenus au soutien du Parlement et du Conseil. À la demande du Parlement, la Cour a traité ces affaires selon la procédure accélérée. Ces affaires ont par ailleurs été attribuées à l'assemblée plénière de la Cour, compte tenu de l'importance fondamentale de la question qu'elles soulèvent au sujet des possibilités susceptibles de découler des traités en vue de permettre à l'Union de défendre son budget et ses intérêts financiers face à des violations des principes de l'État de droit dans les États membres ». Après une longue argumentation, « la Cour rejette les recours formés par la Hongrie et la Pologne dans leur intégralité. » Cela signifie donc que le financement de ces deux pays sera bel et bien conditionné par leur respect de l'État de droit ».

Le jeudi 17, Eurostat lance le « European Statistical Recovery Dashboard » pour fournir des indicateurs mensuels et trimestriels provenant de plusieurs domaines statistiques, spécialement pertinents pour apprécier la reprise économique et sociale à la suite de la crise du Covid-19.

Le jeudi 24, après des semaines et des semaines de négociation, et à 6 petites journées de la fin officielle de la période de transition, Londres et Bruxelles annoncent en même temps qu'un accord vient d'être conclu. Un texte de 1500 pages détaille le traité de libre-échange entre le R.-U et l'UE, sans taxes ni quotas, avec en bonus une coopération en matière de défense et d'échange de données. U. von der Leyen affirme que c'est « un bon accord, équilibré et juste, qui permettra à la concurrence d'être juste ». En fonction de cet accord, pas de droit de douane mais un retour des douanes, un encadrement strict des règles de la concurrence pour éviter que le R.-U. ne se lance dans le moins-disant fiscal, social et environnemental, une baisse des quotas de pêche européens (ceux-ci devront rendre sur 5,5 ans 25% de leur quotas actuels), fin du passeport financier (ce qui ne manquera pas de poser des problèmes à la City), fin de la liberté de circulation entre le R.-U et le continent, flux des touristes compliqués, fin d'Erasmus, ...

En cette fin non seulement de mois de décembre mais également d'année 2020, il est intéressant d'avoir des statistiques de synthèse.

Ainsi, le tout récent European Statistical Recovery Dashboard d'Eurostat dresse un panorama des principaux indicateurs, que l'on peut consulter à la page :

<https://ec.europa.eu/eurostat/cache/recovery-dashboard/>

L'OCDE fait un résumé de 2020 en 5 leçons clés :

« Leçon n° 1 : Nous avons appris que nos systèmes de santé n'étaient pas préparés à faire face à une pandémie, même dans les économies avancées. Les systèmes de santé du monde entier ont ployé sous la pression lorsque la pandémie a frappé. Depuis, les pays s'efforcent sans relâche de contenir et de limiter la propagation du COVID-19 et de fournir des soins efficaces. L'extrême mobilisation des professionnels de la santé a été un défi partout, mais elle s'avère encore plus difficile dans les pays où le nombre de médecins et d'infirmiers est faible.

Leçon n° 2 : Nous avons réalisé à quel point la santé des sociétés et l'économie mondiale sont étroitement liées. Les prévisions révisées du PIB régional montrent à quel point l'économie mondiale a été touchée en 2020. Alors que les perspectives de l'économie mondiale étaient largement positives en janvier, les experts prévoient maintenant que le produit intérieur brut (PIB) mondial se contractera de 4.2 % en 2020, avec des variations à la fois régionales et individuelles selon les pays.

Leçon n° 3 : Nous avons vu comment une crise peut creuser des inégalités déjà marquées en matière d'emploi et de protection sociale, notamment chez certains groupes comme les jeunes et les femmes. La crise du COVID-19 a eu, et continue d'avoir, un impact plus important sur certains travailleurs que sur d'autres. Les jeunes et les femmes font partie des personnes les plus exposées au risque de chômage et de pauvreté. Ils ont généralement des emplois plus précaires et peu qualifiés, et sont fortement représentés parmi les travailleurs des secteurs les plus touchés par la crise, tels que le tourisme et la restauration.

Leçon n° 4 : Nous avons découvert à quel point nous dépendons des outils et des infrastructures numériques pour assurer la bonne marche de nos vies, de nos sociétés et de nos économies. De nombreuses écoles ont dû fermer dans le monde entier pendant la pandémie. L'apprentissage en ligne a progressé, mais ce sont les élèves les plus défavorisés n'ayant pas accès à un ordinateur ou à un appareil numérique à domicile qui ont été les plus exposés au risque de prendre du retard.

L'EURO

Cela pourrait creuser les écarts d'apprentissage préexistants entre les élèves. Une reprise inclusive ne peut se produire sans de réels efforts pour combler la fracture numérique au sein des pays et entre eux.

Leçon n° 5 : L'année 2020 nous le rappelle : lorsqu'une crise survient, le soutien des siens (amis, famille), de proches sur qui compter, est essentiel. Les personnes qui déclarent avoir de la famille et des amis vers lesquels elles peuvent se tourner pour obtenir de l'aide en cas de problème sont toujours celles qui ont le plus de chances d'être satisfaites de leur santé personnelle. Des recherches ont établi un lien entre l'isolement social et la solitude d'une part et les risques plus élevés de troubles physiques et mentaux d'autre part ».

L'INSEE publie de son côté ce tableau sur l'évolution du PIB lors des derniers trimestres et ce schéma sur l'évolution du taux de chômage et de la dette publique sur plusieurs années :

Le PIB et ses composantes en volumes chaînés

variations en %, données CVS-CJO

	2019 T4	2020 T1	2020 T2	2020 T3	2019	2020 (acquis)
PIB	-0,2	-5,9	-13,8	18,7	1,5	-8,0
Importations	-0,8	-5,6	-16,8	16,8	2,6	-11,2
Dép. conso. ménages	0,2	-5,7	-11,4	17,9	1,5	-5,9
Dép. conso. APU*	0,4	-3,0	-10,6	15,5	1,7	-3,4
FBCF	0,3	-10,5	-14,5	23,9	4,3	-10,0
Exportations	-0,9	-6,5	-25,1	22,1	1,8	-17,3
Contributions :						
Demande intérieure finale hors stocks	0,3	-6,3	-12,3	19,5	2,2	-6,4
Variations de stocks	-0,4	0,7	0,9	-1,5	-0,4	0,2
Commerce extérieur	0,0	-0,2	-2,3	0,7	-0,3	-1,8

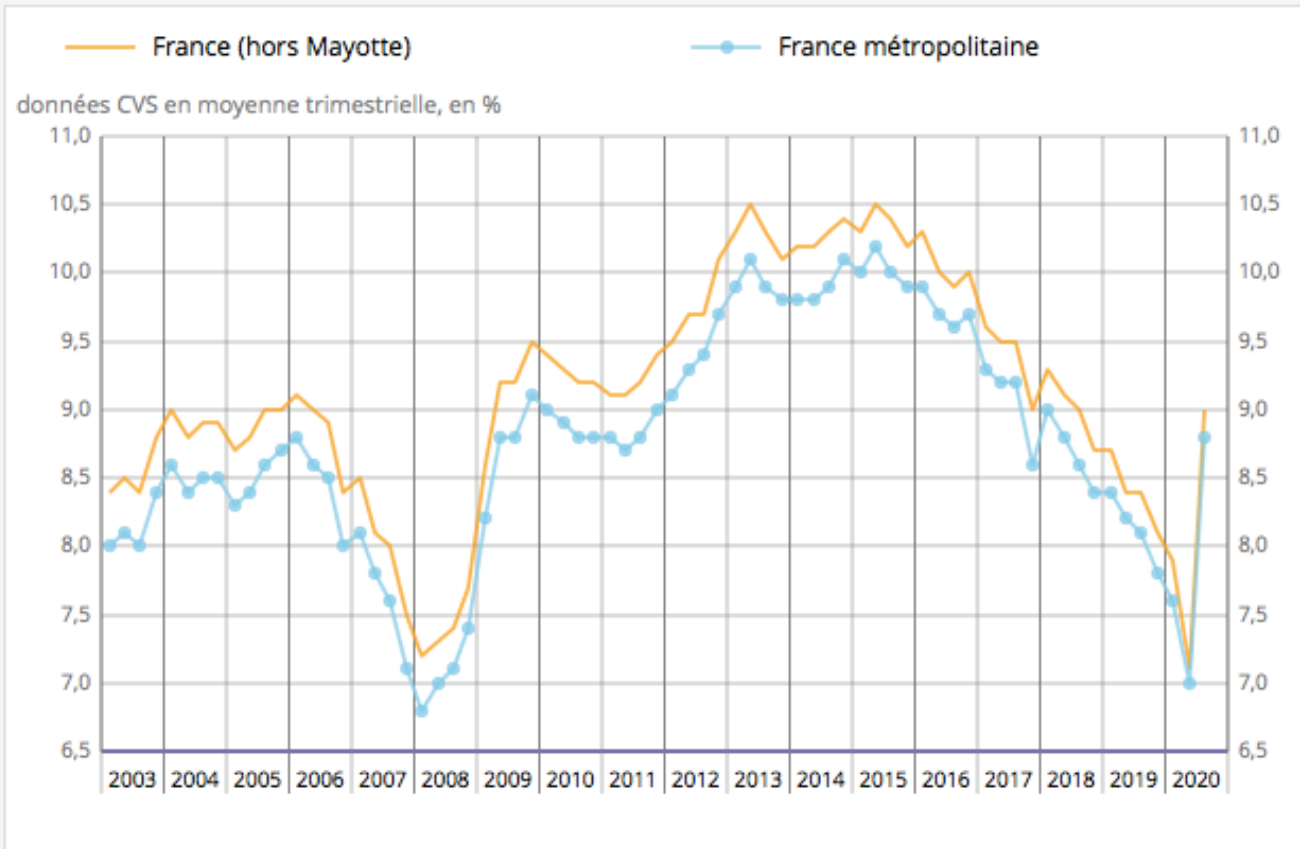
* APU : administrations publiques

** ENF : entreprises non financières

Les volumes sont mesurés aux prix de l'année précédente chaînés et corrigés des variations saisonnières et des effets des jours ouvrables (CVS-CJO).

Source : Insee

Taux de chômage au sens du BIT



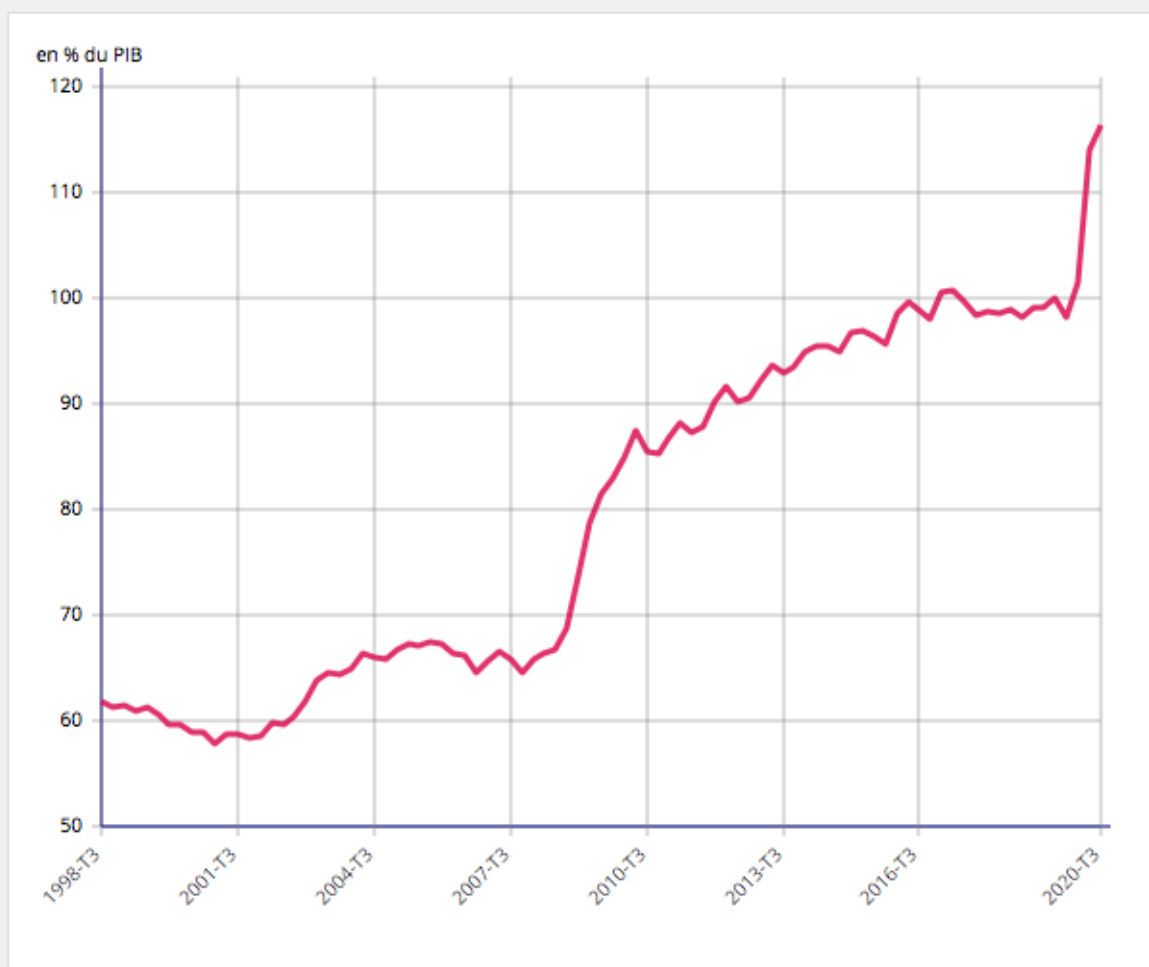
Estimation à +/- 0,3 point près du niveau du taux de chômage et de son évolution d'un trimestre à l'autre.

Champ : population des ménages, personnes de 15 ans ou plus.

Source : Insee, enquête Emploi.

www.chris

Dettes des administrations publiques au sens de Maastricht



Note : au dernier trimestre, le produit intérieur brut (PIB) utilisé pour exprimer la dette en point de PIB est le PIB annuel en données brutes. Cette mesure n'a pas de strict équivalent en cours d'année ; elle est approximée par le cumul du PIB trimestriel en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables (CVS-CJO) sur les quatre derniers trimestres connus.

Lecture : à la fin du 3^e trimestre 2020, la dette publique de Maastricht représente 116,4 % du PIB.

Champ : France.

Sources : Banque de France ; DGFIP ; Insee, *comptes nationaux trimestriels - base 2014*.

Parmi les récentes publications de l'OFCE, signalons l'étude de Gilles Le Garrec et Vincent Touzé sur le multiplicateur d'investissement public. Il apparaît en particulier qu'en période de crise comme actuellement et contrairement aux périodes normales le multiplicateur est bien plus élevé à court terme pour la relance par l'investissement public que pour la relance par la consommation publique, ce qui est bien sûr déjà le cas sur le long terme.

Boursorama donne le graphique suivant pour montrer l'évolution du cours de l'euro par rapport au dollar :



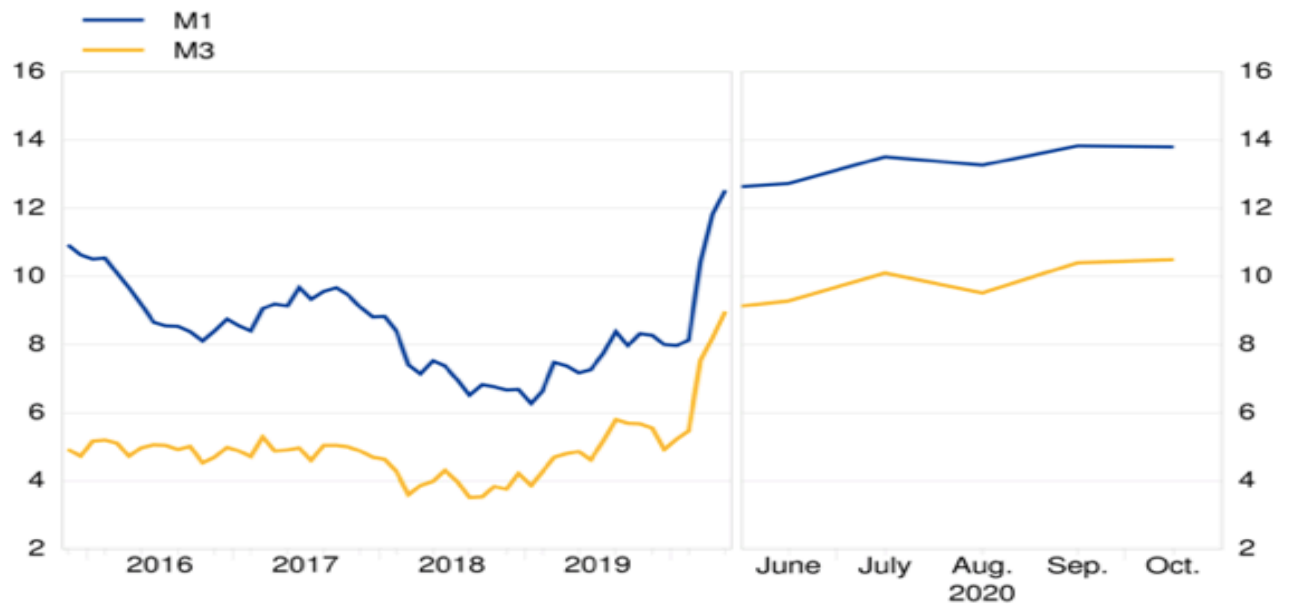
En fin de mois de décembre, l'euro cote 1,2214\$ après avoir coté 1,2120 le 4, 1,2111 le 11, 1,2255 le 18 et 1,2183 le 25.

Pour ceux qui désirent avoir un récapitulatif des décisions de politique monétaire prises par la BCE, ils peuvent se rapporter à la page : https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

Concernant la masse monétaire de la zone euro et ses contreparties, voici les schémas les plus récents fournis par la BCE :

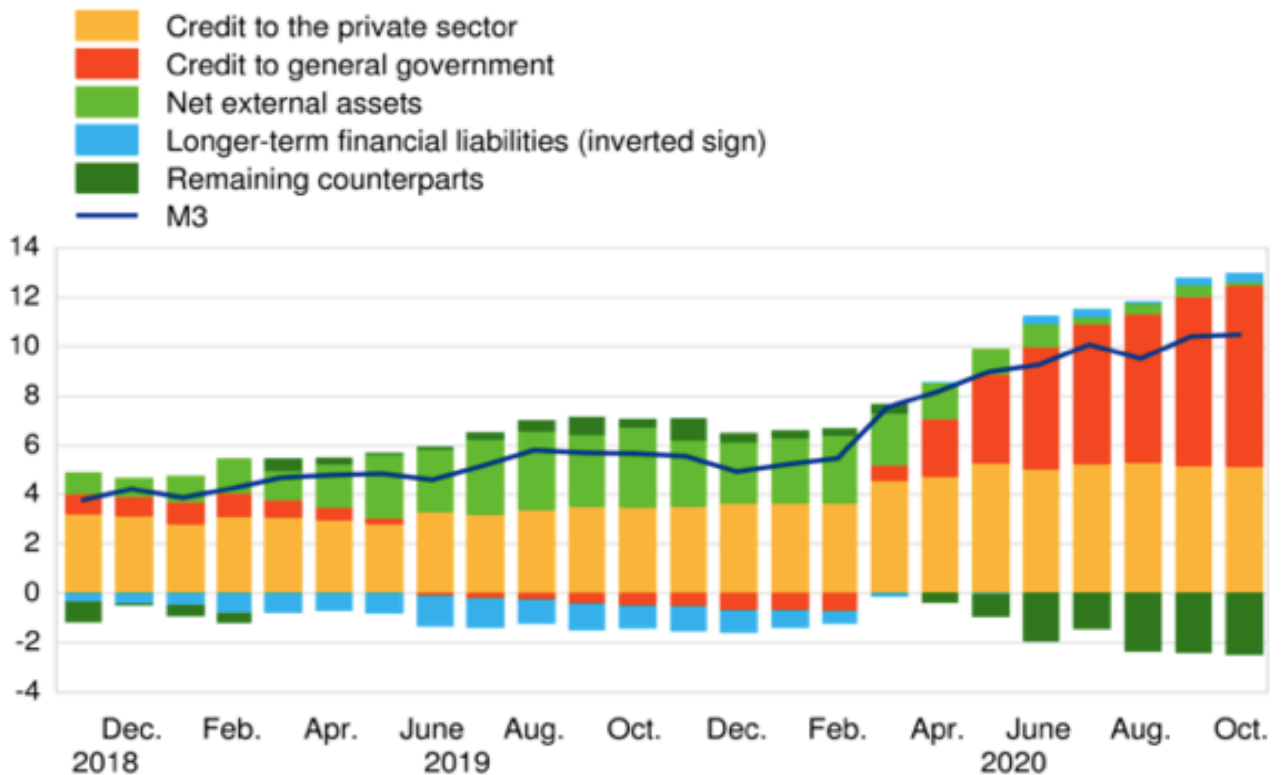
Monetary aggregates

(annual growth rates)



Contribution of the M3 counterparts to the annual growth rate of M3

(percentage points)

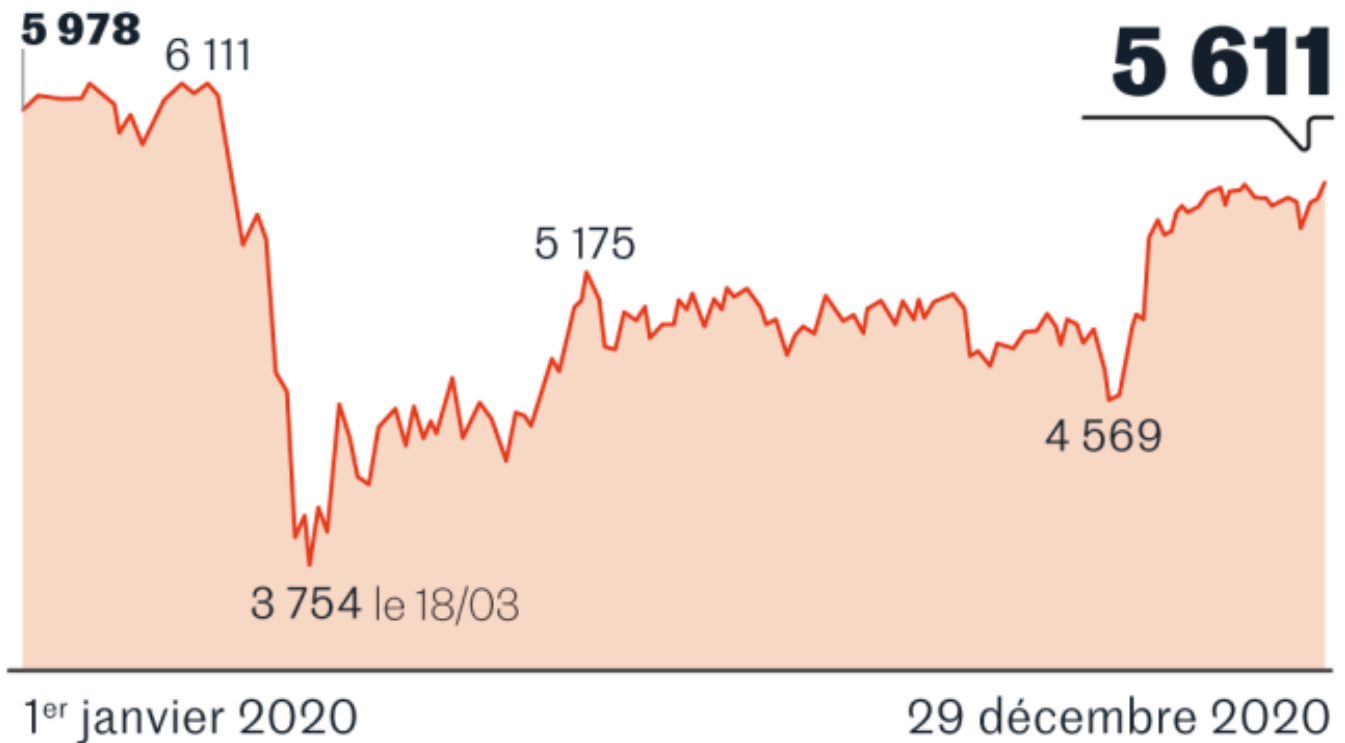


Dans Le Monde du 30, on trouve les graphiques suivants sur l'évolution dans l'année 2020 des principaux indices boursiers : il est difficile d'imaginer que le monde a été gravement touché par une pandémie ! Cela est une preuve, s'il en est besoin, de la totale déconnexion entre le monde de la

© Les textes édités sur ce site sont la propriété de leur auteur. Ch. Bialès P. 1068 12/02/2024

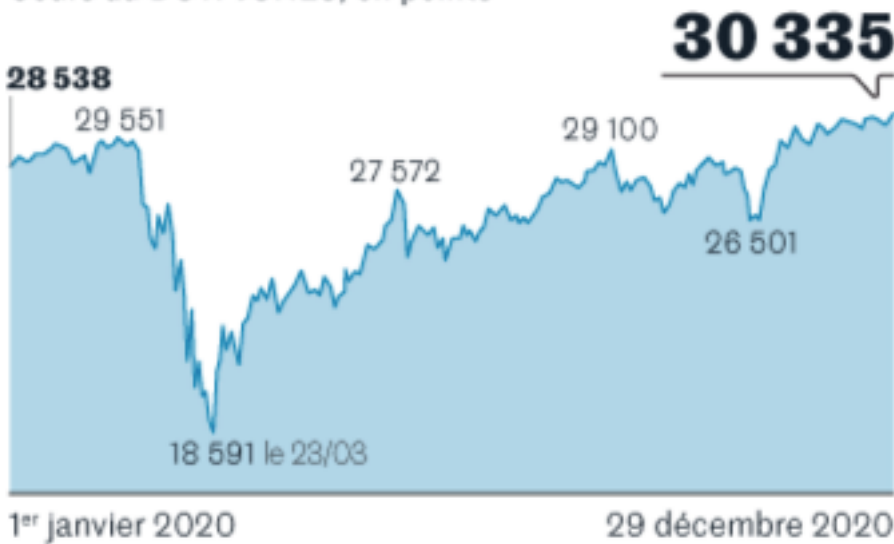
finance et le monde de l'économie réelle ; une telle déconnexion peut être l'annonce d'une crise financière...

Cours du CAC 40, en points



Le Monde

Cours du DOW JONES, en points



Le Monde

Cours du NASDAQ, en points



Le Monde

• JANVIER 2021 ->

Ce 1^{er} janvier marque la fin de la période de transition au cours de laquelle le droit de l'UE continuait à s'appliquer au Royaume-Uni. Rappelons qu'un accord de commerce et de coopération a été signé entre la Présidente de la Commission européenne, le Président du Conseil européen et le Premier ministre britannique le 30 décembre 2020 pour définir les règles applicables aux relations entre l'UE et le R.-U. Cet accord a été approuvé par le Parlement britannique et devra être ratifié courant 2021 mais entre d'ores et déjà en application de façon provisoire.

Depuis le 1^{er} janvier, c'est le Portugal, représenté par son premier ministre M. Costa, qui est le Président de la UE.

Le jeudi 7, publication par Markit Economics de son indice « Productivity PMI » pour la zone euro et 3 États membres :

Productivity PMI Indices: December 2020

	Total	Manufacturing	Services
France	44.9	50.0	43.8
Germany	52.7	64.9	46.1
Italy	46.4	52.2	44.4
EZ	48.4	57.1	45.2

Productivity PMI Indices: Q4 2020

	Total	Manufacturing	Services
France	46.4	50.7	45.4
Germany	53.9	65.3	47.8
Italy	47.8	53.2	45.9
EZ	49.5	57.6	46.5

On lit dans le commentaire : « La France a noté une forte baisse de la productivité du secteur privé, plus rapide que tout ce qui a été observé avant l'épidémie de COVID-19. Les données PMI de décembre ont montré une stabilisation des effectifs et une nouvelle contraction de la production. Dans l'industrie manufacturière française, la productivité stagne. Cela a mis fin à une séquence d'expansion de cinq mois. Les prestataires de services ont quant à eux signalé une troisième détérioration

successive de l'efficacité de la main-d'œuvre. De plus, le taux de contraction a été élevé et parmi les plus rapides de l'histoire de la série ».

Le jeudi 7, publication aux éditions « Raisons d'agir » du livre de Marlène Benquet et Théo Bourgeron sur « La finance autoritaire ; vers la fin du néolibéralisme ».

Étant donné l'importance de la thèse soutenue, je fais une présentation de ce livre dans la rubrique « L'image et/ou la réflexion du mois », en économie, accompagnée de l'intéressante critique de Christakis Georgiou.

Le vendredi 8, la Commission européenne fait le point sur les commandes de vaccins anti-Covid : « La Commission négocie activement pour constituer à l'intention des citoyens de l'Union européenne un portefeuille diversifié de vaccins à des prix raisonnables. Des contrats ont été conclus avec AstraZeneca (400 millions de doses), Sanofi-GSK (300 millions de doses), Johnson and Johnson (400 millions de doses), BioNTech-Pfizer (600 millions de doses), CureVac (405 millions de doses) et Moderna (160 millions de doses). La Commission a conclu des discussions préliminaires avec la société pharmaceutique Novavax pour réserver 200 millions de doses.

La Commission a donc assuré des approvisionnements diversifiés pour plus de 2 milliards de doses. D'emblée, elle a jugé primordial de varier les approvisionnements en faisant intervenir différentes technologies pour accroître les chances d'autorisation d'un ou de plusieurs vaccins candidats par l'Agence européenne des médicaments (EMA). Si tous les vaccins candidats se révèlent sûrs et efficaces, les États membres pourront faire don d'une partie de leurs doses à des pays à revenu faible ou intermédiaire.

La Commission a délivré une autorisation de mise sur le marché conditionnelle pour le vaccin mis au point par BioNTech et Pfizer le 21 décembre, et pour celui de Moderna le 6 janvier, à la suite de l'évaluation positive, par l'EMA, de l'innocuité et de l'efficacité de ces produits. (...)

La logistique et le transport sont des aspects cruciaux sur lesquels tous les États membres doivent travailler, comme le souligne la communication du 15 octobre sur la préparation aux stratégies de vaccination et au déploiement de vaccins contre la COVID-19.

Ce sont les producteurs qui assureront la livraison aux plates-formes nationales de distribution.

Les États membres auront la charge de la distribution aux centres de vaccination et de la vaccination de leur population. Tous les États membres auront accès aux vaccins contre la COVID-19 en même temps, sur la base de la taille de leur population. (...) ».

Le lundi 11, Rexecode publie sa « conjoncture économique française en 10 graphiques » (<http://www.rexecode.fr/public/Indicateurs-et-Graphiques/La-conjoncture-en-10-graphiques>)

Le mardi 12 et mercredi 13, Eurostat publie plusieurs statistiques. D'abord, le compte des opérations courantes de la Balance des paiements de l'UE, CVS, a enregistré pour le 3^{ème} trimestre 2020 un excédent de 75,6 Mds d'euros, soit 2,2% du PIB. Ce résultat est en baisse par rapport au résultat du 2^{ème} trimestre (87,6 Mds, 2,9% du PIB). Par contre, pour la zone euro, les résultats pour ce solde sont de +67,7 Mds au 3^{ème} trimestre et +42,1 au 2^{ème}. Ensuite, la production industrielle d'octobre à novembre 2020 a progressé de 2,3% dans l'UE et de 2,5% dans la zone euro. Mais, par rapport à novembre 2019, cette production a baissé respectivement de 0,4% et de 0,6%.

Le mardi 12, l'équipe des économistes de Natixis font paraître un Flash Economie sur la dette publique, en distinguant la dette pré-Covid qui devra être remboursée par renouvellement dans le futur, et donc peut-être à des taux supérieurs, la dette Covid causée par les déficits publics de 2020 et 2021 mais qui en réalité correspond à la création monétaire que fait la BCE pour acheter de la dette publique (avec le risque de nourrir des bulles spéculatives et/ou une défiance vis-à-vis de la monnaie), et la dette post-Covid qui correspondra aux déficits des années 2022 et suivantes et qu'il faudra bien financer par de la dette... à payer - avec l'éventualité possible d'une remontée des taux - et en recourant au marché, d'où la nécessité de rester attractifs et crédibles en finançant par ces déficits des politiques publiques utiles et prometteuses.

Le risque de défiance vis-à-vis de la monnaie est plus important en Europe qu'au Japon parce que le « patriotisme financier » y est moins fort et c'est un frein à la « japonisation » de la zone euro.

Le mercredi 13, la BCE publie un communiqué de presse sur l'introduction d'un euro digital. En voici un extrait :

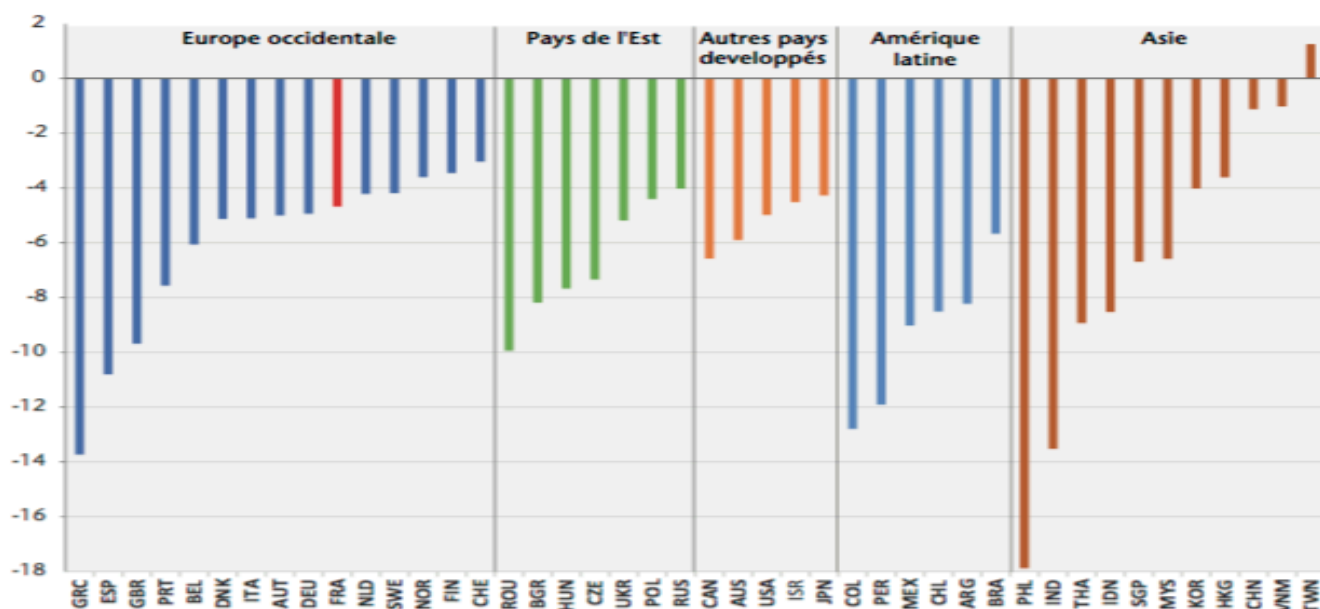
« Plus de 8 000 réponses reçues lors d'un sondage en ligne. Respect de la vie privée, sécurité et portée paneuropéenne sont les mieux placés dans les préférences des citoyens européens. Analyse détaillée à publier au printemps, avant la décision de lancement du projet.

La Banque centrale européenne (BCE) a conclu hier sa consultation publique sur l'euro numérique et va maintenant analyser en détail le grand nombre de réponses. 8 221 citoyens, entreprises et associations professionnelles ont répondu à un questionnaire en ligne, un record pour les consultations publiques de la BCE. La consultation publique a été lancée le 12 octobre 2020, à la suite de la publication du rapport de l'Eurosystème sur l'euro numérique. La BCE publiera une analyse complète de la consultation publique au printemps, qui constituera une contribution importante pour le conseil des gouverneurs de la BCE lorsqu'il décidera de lancer un projet d'euro numérique. Une première analyse des données brutes montre que la confidentialité des paiements occupe la première place parmi les caractéristiques demandées d'un euro numérique potentiel (41% des réponses), suivie de la sécurité (17%) et de la portée paneuropéenne (10%). (...) ».

Le jeudi 14, publication, par l'OFCE d'un « policy brief » sur la « Croissance mondiale confinée en 2020 ».

« (...) Au troisième trimestre 2020, tous les pays affichent un niveau de PIB bien inférieur au niveau prévu à l'automne 2019 (à l'exception de Taïwan), c'est-à-dire au niveau que le PIB aurait pu atteindre en l'absence de pandémie (graphique 1). (...) »

Graphique 1. Écart d'activité au troisième trimestre 2020 (en %)*



* L'écart en pourcentage entre le PIB effectif au troisième trimestre 2020 et le niveau de PIB résultant de la détermination d'une trajectoire contrefactuelle est désigné ici (ainsi que dans la suite du document) par le terme unique d'écart d'activité.

Sources : Comptabilités nationales, prévisions du FMI (automne 2019), calculs OFCE.

Le vendredi 15, la Commission européenne publie le communiqué suivant : « Le Premier ministre portugais, M. Costa, et la présidente de la Commission européenne, Mme von der Leyen, ont invité les chefs d'État ou de gouvernement de l'Union, les institutions européennes, les partenaires sociaux et d'autres acteurs clés à un sommet social qui se tiendra à Porto le 7 mai 2021. (...) Le sommet social se concentrera sur la manière de renforcer la dimension sociale de l'Europe pour relever les défis du changement climatique et de la transition numérique, afin de garantir l'égalité des chances pour tous et de ne laisser personne sur le bord de la route. L'organisation de ce sommet est inspirée par le plan d'action de la Commission pour la mise en œuvre du socle européen des droits sociaux, qui doit être présenté au cours des prochaines semaines. Le plan d'action rappellera les actions de mise en œuvre menées jusqu'à présent et exposera les nouvelles actions de l'Union pour transformer les engagements déjà avalisés par les dirigeants européens en actions concrètes. Les transitions écologique et numérique modifient notre façon de vivre et de travailler, et nous devons nous adapter à ces changements. Pour sortir de la crise déclenchée par la pandémie de COVID-19, il nous faut une

relance inclusive, durable et résiliente. Pour ce faire, il convient d'accorder autant d'attention aux aspects sociaux qu'aux aspects économiques, et tous les partenaires doivent travailler de concert. (...) ».

Le vendredi 15, l'équipe des économistes de Natixis font paraître comme le mardi 12 un Flash Economie sur la dette publique, mais pour tenter de mettre - au moins pour un certain temps - un point final à la question de son traitement :

« Le débat public en France sur la dette publique est devenu très chaotique : certains demandent l'annulation de la "dette Covid", d'autres veulent la transformer en une dette perpétuelle, d'autres enfin veulent la cantonner pour la séparer du reste de la dette publique.

Ces débats inutiles cesseront quand on comprendra que la dette publique détenue par la Banque Centrale est une "perpétuité zéro-coupon" :

- elle est gratuite, quel que soit le niveau des taux d'intérêt, puisque la Banque Centrale rend ses profits à l'État ;
- elle sera renouvelée indéfiniment à l'échéance, avec le risque trop grand de redéclencher une crise des dettes publiques dans la zone euro si la BCE décidait un jour de réduire la taille de son bilan.

Une perpétuité zéro-coupon n'a manifestement pas besoin d'être annulée, ou transformée en une dette perpétuelle, ou cantonnée. Le statu quo est de loin la situation la plus favorable pour les pays de la zone euro ».

Dire que la dette détenue par la Banque centrale est une « perpétuité zéro-coupon » revient à admettre qu'il y a une sorte d'effet de cliquet de la liquidité de monnaie centrale.

Notes :

• Dans son édition du 24-25 de ce mois, le journal Le Monde fera paraître sur une double page 4 articles sur le même thème :

Un article d'A.-L. Delatte et B. Lemoine pour critiquer la stratégie de « cantonnement » de la dette et l'annonce que font les responsables français avec leurs collègues allemands qu'il faudra rembourser la dette que l'après-crise devrait être un « retour à la normale », c'est-à-dire semblable à l'avant-crise. En tous les cas, les auteurs ne font pas confiance à la « commission pour l'avenir des finances publiques » mise en place le 4/12/2020 avec pour Président Jean Arthuis.

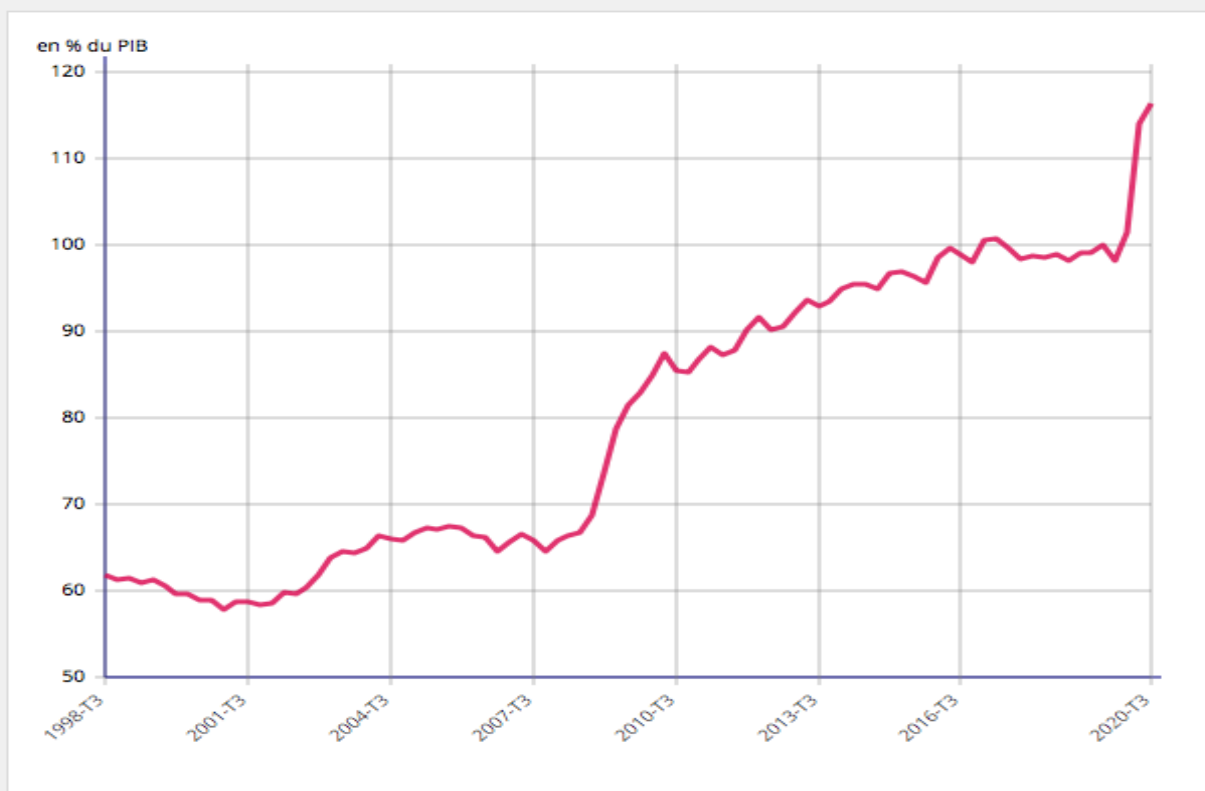
Le deuxième article est signé par J. Couppey-Soubeyran qui prône la politique de la « monnaie hélicoptère », de manière à éviter absolument que la monnaie créée en énorme quantité par la BCE ne se retrouve presque exclusivement dans l'espace financier et dans les banques commerciales plutôt que dans l'économie réelle.

Dans le troisième article, P. Gruson rejoint les auteurs du Flash Economie de Natixis en proposant des emprunts de long terme à 50 ans et à coupon zéro.

Le quatrième article est écrit par George Soros : l'investisseur américain bien connu recommande lui aussi l'émission d'obligations perpétuelles, d'abord au niveau d'un groupe d'États membres en utilisant la procédure de coopération renforcée, puis, pour traduire une réelle solidarité financière entre tous les États membres, de la part de l'UE en son nom propre.

• En fin d'année 2020, l'INSEE a publié le schéma suivant montrant l'évolution de la dette de l'ensemble des administrations publiques :

Dette des administrations publiques au sens de Maastricht



Note : au dernier trimestre, le produit intérieur brut (PIB) utilisé pour exprimer la dette en point de PIB est le PIB annuel en données brutes. Cette mesure n'a pas de strict équivalent en cours d'année ; elle est approximée par le cumul du PIB trimestriel en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables (CVS-CJO) sur les quatre derniers trimestres connus.

Lecture : à la fin du 3^e trimestre 2020, la dette publique de Maastricht représente 116,4 % du PIB.

Champ : France.

Sources : Banque de France ; DGFIP ; Insee,

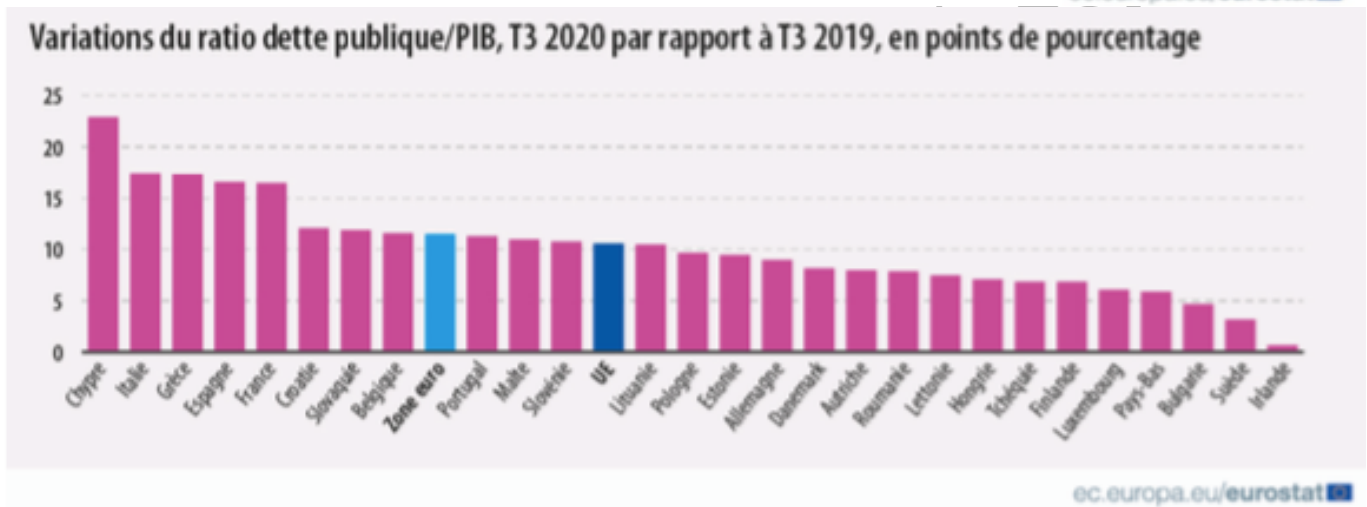
Les perspectives sont de surcroît défavorables et certains n'hésitent pas à annoncer un dépassement des 120% d'endettement public en 2021 à cause des décisions budgétaires que peut entraîner l'évolution du contexte sanitaire.

Mais la crise sanitaire n'est pas le seul facteur expliquant le maintien du taux d'endettement public à un haut niveau pour encore une longue période. D'autres facteurs se conjuguent en effet pour que ce taux reste élevé : la répétition des crises et des récessions qui en découlent, l'affaiblissement de la croissance potentielle (avec une double causalité : l'évolution du PIB réel dépend de celle du PIB potentiel mais aussi vice-versa), la faiblesse de la demande privée (consommation des ménages et investissement des entreprises), taux d'intérêt longtemps anormalement bas, vieillissement démographique (hausse des dépenses de santé et de retraites). De plus, si on en revenait à une politique budgétaire « orthodoxe » pour réduire l'endettement public, on sait que cela aurait des conséquences récessionnistes sur le niveau d'activité : le taux d'endettement public ne baisserait alors que si le numérateur baissait plus que le dénominateur... On devine alors l'effet d'une telle politique sur la qualité des services publics et sur l'ensemble des interventions étatiques.

Le samedi 16, élection en Allemagne à la Présidence de la CDU. Le poste est vacant depuis la démission en février 2020 de « AKK » (Annegret Kramp-Karrenbauer). C'est Armin Laschet, ministre-président du Land de Rhénanie-du-Nord-Westphalie, qui l'emporte. Étant un allié fidèle d'Angela Merkel, la continuité est assurée et on peut compter sur lui pour défendre l'idée européenne. Le mardi 19, un communiqué de la Commission européenne détaille les nouvelles mesures stratégiques que l'exécutif de l'UE prend « pour favoriser l'ouverture, la solidité et la résilience du système économique et financier européen ». Trois objectifs sont fixés : « renforcer le rôle international de l'euro » (et à ce titre, la Commission continue à soutenir les travaux de la BCE concernant l'émission éventuelle d'un euro numérique, en complément des espèces), « poursuivre le

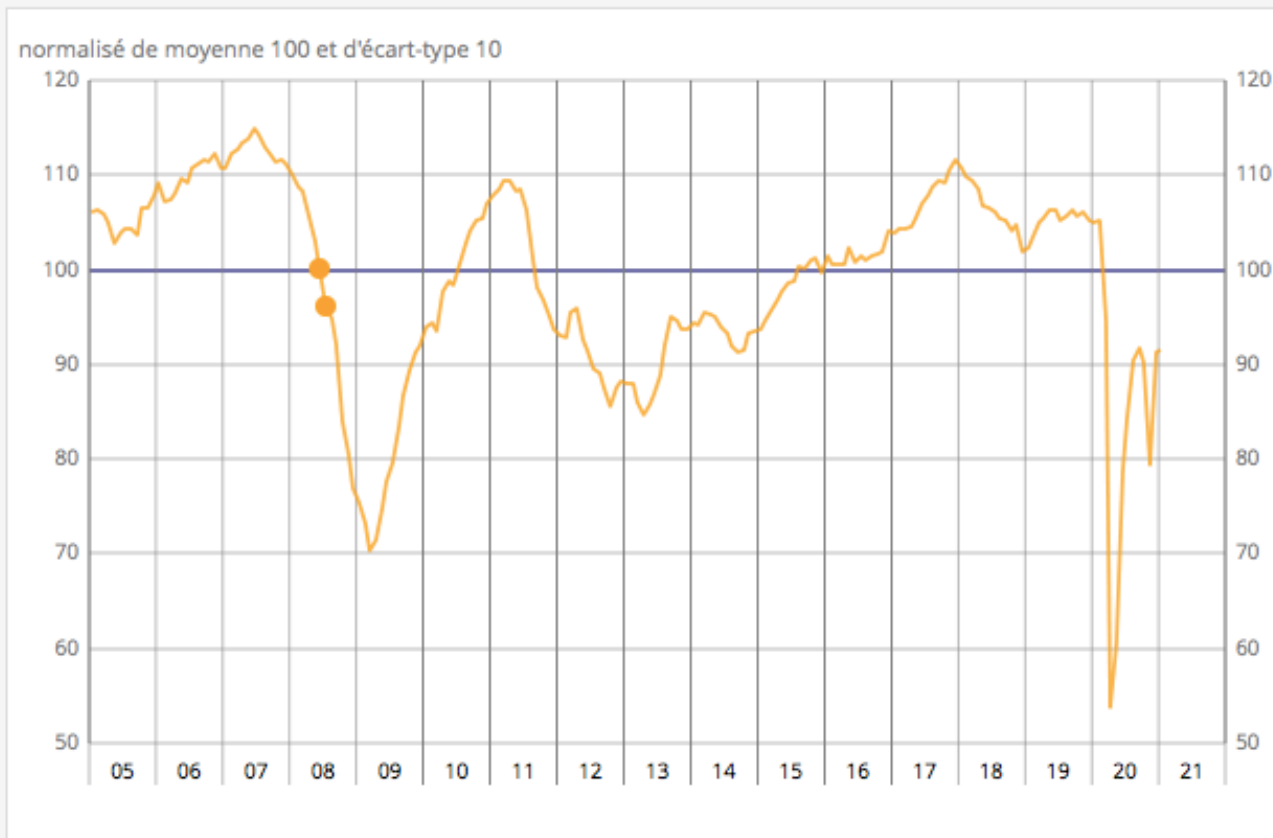
développement des infrastructures des marchés financiers de l'UE et améliorer leur résilience, dans le cas notamment de l'application extraterritoriale de sanctions par des pays tiers » et « continuer à promouvoir la mise en œuvre et l'exécution uniformes des sanctions prises par l'UE »

Les mercredi 20 et jeudi 21, Eurostat annonce un taux d'inflation annuel stable, pour le 4^{ème} mois consécutif, à -0,3% pour la zone euro en décembre 2020 et montre l'évolution du solde budgétaire de la zone euro en % du PIB ainsi que celle du taux d'endettement public au 3^{ème} trimestre 2020 par rapport au 3^{ème} trimestre 2019, en % :



De son côté, l'INSEE publie un schéma intéressant sur l'évolution du climat des affaires (100 est la moyenne de longue période) :

Indicateur du climat des affaires France



Source : Insee

Le jeudi 21, réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE sur la politique monétaire.

Voici son communiqué :

« Le Conseil des gouverneurs a décidé de confirmer une nouvelle fois l'orientation très accommodante de sa politique monétaire.

Premièrement, 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 -0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs poursuivra ses achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1 850 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Les achats au titre du PEPP seront effectués de sorte à préserver des conditions de financement favorables pendant la pandémie. Si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. Cependant, l'enveloppe peut aussi être recalibrée si cela s'avère nécessaire au maintien de conditions de financement favorables pour contrebalancer le choc négatif lié à la pandémie sur la trajectoire de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs continuera de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2023. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

Troisièmement, les achats nets effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

L'EURO

Le Conseil des gouverneurs entend également poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Enfin, le Conseil des gouverneurs continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, la troisième série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO III) demeure, pour les banques, une source intéressante de financement et soutient donc l'octroi de prêts bancaires aux entreprises et aux ménages.

Le Conseil des gouverneurs reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie ».

Il n'y a donc pas de changement sur l'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE. Et comme le dit Christine Lagarde lors de sa conférence de presse : « En résumé, un recoupement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme qu'un degré élevé de soutien monétaire est nécessaire pour conforter l'activité économique et la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme ».

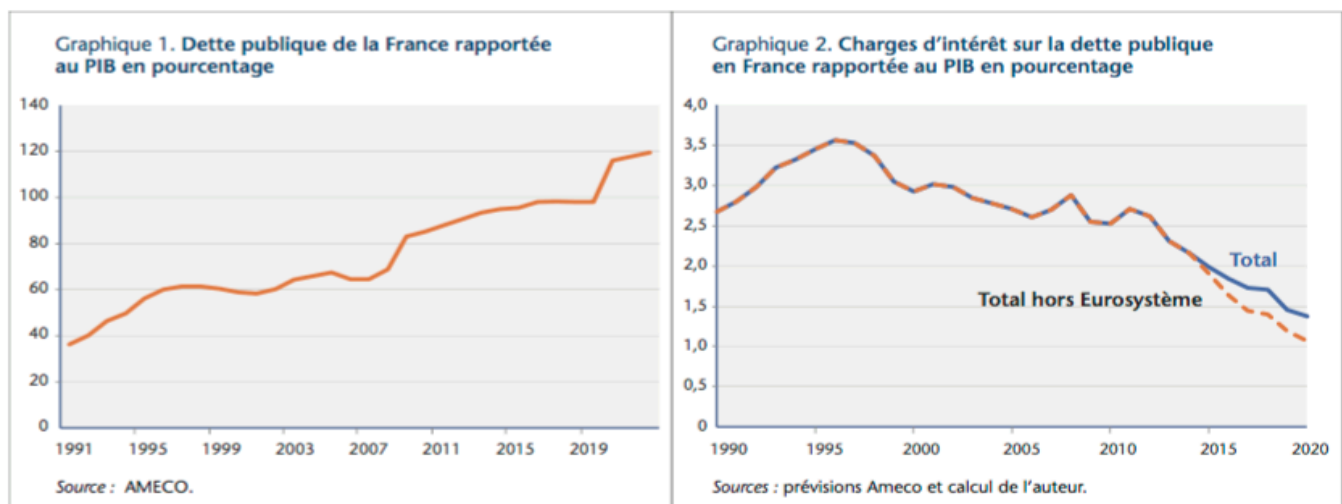
Le vendredi 22, Markit economics publie des indices : l'indice PMI Flash Composite pour la zone euro montre une contraction du secteur privé en début d'année 2021 en se repliant de 49,1 à 47,5. Pour la France, il passe de 49,5 à 47,0 (pour l'Allemagne, l'indice passe de 52,0 à 50,8). Mais, concernant les États-Unis, on constate au contraire une amélioration puisque l'indice passe de 55,3 à 58,0.

Le mardi 26, le bras droit d'A. Merkel, Helge Braun, souhaite dans un article d'Handelsblatt que soit décidé un corridor pour les nouveaux emprunts pour financer la relance, parce qu'il considère que le frein à la dette inscrit dans la Constitution en 2009 ne peut pas jouer dans la période actuelle et qu'il faut même s'affranchir des règles de discipline budgétaire. C'est un appel à l'abandon d'un dogme en Allemagne d'autant plus remarquable qu'il vient d'un responsable de la CFU pourtant attaché à l'orthodoxie financière. Il suscite malgré tout de très nombreuses réactions et oppositions.

Le mercredi 27, l'OFCE publie sous la plume très claire et pédagogique de Xavier Ragot un « Policy brief » (n°84) sur la dette publique - de la France mais en relation directe avec le fonctionnement de la zone euro (<https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2021/OFCEpbrief84.pdf>).

Nous en retiendrons deux développements :

Le premier concerne la question très controversée de l'annulation de la dette :



« La difficulté révélée par les deux graphiques est manifeste : la mesure de la dette au sens de Maastricht est croissante, alors que le coût effectif de la dette, qui est l'élément pour mesurer la charge fiscale de la dette publique est décroissant. La divergence entre les deux mesures provient de la baisse tendancielle du taux d'intérêt sur la dette publique. Cette baisse des taux d'intérêt est un argument puissant pour repenser la mesure de la dette publique. Il faut se concentrer sur le graphique 2 et non le graphique 1. (...) Les États sont des agents économiques qui vivent des siècles, voire des millénaires. Si un État veut stabiliser sa dette à 100 et que le taux d'intérêt est 5 %, il devra émettre 100 euros de dette chaque année et payer seulement 5 % d'intérêt : il rembourse 105 chaque année en émettant 100 de dettes et paie 5 euros avec des recettes fiscales. Le coût de la dette pour les finances publiques est donc indéfiniment de 5. Qu'en est-il quand les taux d'intérêt baissent et deviennent négatifs. Si le taux d'intérêt est -1 %, l'État emprunte 100 et doit rembourser 99.

L'EURO

Il gagne donc 1 euro chaque année en ne faisant rien ! Cela a-t-il un sens de considérer de la même manière 100 euros de dette quand les taux d'intérêt sont de 5 % et quand ils sont de -1 % ? (...) La relation entre la dette publique et la politique monétaire est une source de confusion extraordinaire, alors que les mécanismes sont, au fond, assez simples. Les banques centrales rachètent aujourd'hui massivement des dettes publiques en créant de la monnaie, qui sont utilisées comme réserves par les banques. L'Eurosystème (qui est l'ensemble des banques centrales de la zone euro et la BCE) rachète des montants de dettes publiques non directement auprès des États, mais auprès d'acheteurs privés qui ont des dettes publiques. Ce dernier point est ici secondaire. Les banques centrales européennes détiennent donc des montants de dettes publiques et perçoivent les intérêts payés par les États. Cependant, les banques centrales appartiennent aux États, et ces dernières reversent leurs profits aux États. De manière plus précise, le gain pour la banque centrale de détention de la dette publique est la différence entre le taux d'intérêt sur la dette et le taux de rémunération des réserves, induites par le rachat de dettes publiques. Comme ce taux sur les réserves est négatif, le rachat par l'Eurosystème fait un peu plus qu'annuler le coût de la dette. L'indépendance des banques centrales est opérationnelle dans le cadre d'un mandat fixé par les États : l'indépendance n'est nullement financière. Ainsi, les États paient des intérêts aux banques centrales, qui reversent ces mêmes intérêts aux États. C'est comme si la dette publique était de facto inexistante pendant la période de détention par la banque centrale, car elle ne donne pas lieu à un coût financier pour les États (ils reçoivent ce qu'ils paient aux banques centrales). Il est difficile de déterminer la période de détention des dettes par les banques centrales. Les banques centrales pourraient faire décroître ce montant si l'inflation augmentait durablement au-dessus de 2 %, ce qui serait une bonne nouvelle pour les finances publiques. Les montants détenus par les banques centrales apparaissent dans le graphique 2 lors du graphe "total hors Eurosystème". Cette courbe enlève du coût de la dette publique une estimation du montant payé aux banques centrales européennes (et reversé à l'État français). Ce graphique 2 est important pour le débat actuel sur l'annulation des dettes publiques. Le graphique montre que la part des intérêts issus de la détention des dettes publiques par les banques centrales dans la réduction totale du coût de la dette est faible. L'essentiel de la réduction du coût de la dette provient de la réduction des taux d'intérêt. Ainsi, l'annulation des dettes publiques détenues par les banques centrales n'a comme intérêt que de rendre permanente la réduction du coût de la dette publique. Dans le cadre actuel, cette réduction du coût de la dette pourrait disparaître si la Banque Centrale Européenne choisissait une autre politique, ce qui est peu probable. Par contre, le coût d'une telle annulation sera de mettre fin au rachat de la dette par les banques centrales et de rendre possible un défaut sur la dette publique française. Ces deux effets contribueraient à augmenter les taux sur la dette française, sans aucun gain budgétaire à court terme. Alors que le débat devrait être d'utiliser au mieux les taux d'intérêt bas pour investir, le débat sur l'annulation des dettes publiques tourne le dos à cet enjeu économique de court terme ».

Le deuxième développement retenu concerne la question « S'endette-t-on auprès des générations futures ? ». La réponse de Xavier Ragot est claire et nette : non !

« En émettant de la dette publique, l'État s'endette auprès des générations actuelles et remboursera sa dette aux générations futures, si la maturité est suffisamment longue (supposons que l'État s'endette sur 30 ans). L'État s'endette donc auprès des générations présentes qui veulent bien lui prêter de l'argent : Emma, par exemple, veut épargner 100 euros (Emma Épargne). L'État reçoit les 100 euros d'Emma et lui transfère une reconnaissance de dettes à valoir dans 30 ans contre une promesse de rembourser, par exemple, 180 euros dans 30 ans (soit un taux d'intérêt annuel de 2 % par an). Quelqu'un aura nécessairement cette reconnaissance de dettes publiques dans 30 ans. Faisons l'hypothèse que c'est la fille d'Emma qui héritera de cette reconnaissance de dette. Le goût pour les prénoms évoluant entre les générations, la fille d'Emma s'appelle Emmatrix. Ainsi, l'État prend 100 à Emma et donne 180 à Emmatrix dans 30 ans. Est-ce tout ? Non : l'État va utiliser les 100 euros en faveur des générations actuelles, que ce soit en transférant du revenu à d'autres personnes, en réalisant de l'investissement public, en payant des fonctionnaires. Des ménages recevront cet argent. Faisons l'hypothèse que c'est Dorothée qui reçoit les 100 euros aujourd'hui. Dorothée consomme une partie (Dorothée Dépense). Elle pourrait aussi épargner une autre partie, augmentant le patrimoine de son enfant Dorothéetrix, mais faisons l'hypothèse que ce n'est pas le cas. La dette publique est donc un transfert d'Emma vers Dorothée au sein de la génération actuelle, et vers Emmatrix et en partie Dorothéetrix au sein des générations futures. Est-ce tout ? Non, il faudra bien que l'État rembourse ses dettes dans 30 ans pour payer Emmatrix. Comment va-t-il faire ? Il va taxer les générations futures. Si l'État taxe Dorothéetrix pour rembourser Emmatrix, alors Emmatrix est riche de la dette publique héritée et ne paie pas d'impôt. À l'inverse, Dorothéetrix ne reçoit pas d'héritage, mais paie des impôts supplémentaires. Dans ce cas, Dorothée et Emmatrix sont heureuses de l'accroissement de la dette publique, tandis que Dorothéetrix en paie le coût. La dette publique est d'abord une redistribution au sein des générations présentes (entre Emma et Dorothée) et au sein des générations futures (Entre Emmatrix et Dorothéetrix). Les générations futures paieront plus d'impôt mais elles recevront aussi le montant de l'impôt payé ! Les quatre affirmations suivantes sont donc vraies toutes à la fois : "L'État s'endette auprès des générations présentes (Emma)", "Les générations présentes reçoivent du revenu grâce à la dette publique (Dorothée)", "les générations futures seront plus riches du fait de la dette actuelle (Emmatrix)", "les générations futures paieront pour la dette publique présente (Dorothéetrix)". Cet exemple semble trivial, mais il résume l'essentiel des effets redistributifs directs de la dette publique. (...) ».

Le mercredi 27, l'INSEE publie comme chaque mois des indices sur la confiance des ménages français dans la situation économique.

OPINION DES MÉNAGES : l'indicateur synthétique et les soldes d'opinion

soldes de réponses CVS, en points

	Moy. (1)	Oct 20	Nov 20	Dec 20	Janv 21
Indicateur synthétique (2)	100	93	89	95	92
Situation financière personnelle - évolution passée	-21	-15	-15	-15	-17
Situation financière personnelle - perspectives d'évolution	-6	-8	-14	-4	-9
Capacité d'épargne actuelle	9	25	22	24	26
Capacité d'épargne future	-8	7	7	9	8
Opportunité d'épargner	17	32	35	27	38
Opportunité de faire des achats importants	-14	-18	-29	-13	-19
Niveau de vie en France - évolution passée	-46	-66	-69	-69	-68
Niveau de vie en France - perspectives d'évolution	-26	-54	-64	-42	-51
Chômage - perspectives d'évolution	34	73	78	68	76
Prix - évolution passée	-18	-37	-39	-39	-39
Prix - perspectives d'évolution	-32	-32	-23	-29	-29

(1) Moyenne de janvier 1987 à décembre 2020

(2) L'indicateur est normalisé de manière à avoir une moyenne de 100 et un écart-type de 10 sur la période d'estimation (1987-2020)

Source : Insee, enquête mensuelle de conjoncture auprès des ménages

Note : « Pour chaque question posée, on calcule un solde d'opinion par différence entre les pourcentages de réponses positives et négatives. Le niveau de ces soldes n'étant pas directement interprétable, les commentaires s'appuient sur leurs seules évolutions et écarts à la moyenne de long terme. Les coefficients saisonniers étant recalculés chaque mois, l'historique des soldes corrigés des variations saisonnières (CVS) est légèrement révisé à l'occasion de chaque publication ».

Le vendredi 29, l'INSEE publie une statistique sur l'évolution récente du PIB :

Le PIB et ses composantes en volumes chaînés

variations en %, données CVS-CJO

	2020 T1	2020 T2	2020 T3	2020 T4	2019	2020
PIB	-5,9	-13,7	18,5	-1,3	1,5	-8,3
Importations	-5,8	-17,0	16,2	1,3	2,6	-11,6
Dép. conso. ménages	-5,7	-11,6	18,2	-5,4	1,5	-7,1
Dép. conso. APU*	-2,8	-10,0	14,6	-0,4	1,7	-3,1
FBCF	-10,6	-14,7	24,0	2,4	4,3	-9,8
Exportations	-6,9	-25,2	21,9	4,8	1,8	-16,7
Contributions :						
Demande intérieure finale hors stocks	-6,3	-12,2	19,4	-2,7	2,2	-7,0
Variations de stocks	0,7	0,8	-1,7	0,4	-0,4	0,2
Commerce extérieur	-0,3	-2,3	0,8	0,9	-0,3	-1,5

* APU : administrations publiques

** ENF : entreprises non financières

Les volumes sont mesurés aux prix de l'année précédente chaînés et corrigés des variations saisonnières et des effets des jours ouvrables (CVS-CJO).

Source : Insee

« Au quatrième trimestre 2020, le produit intérieur brut (PIB) recule à nouveau : -1,3 % après +18,5 % au troisième trimestre 2020. La perte d'activité ce trimestre est marquée par le confinement en vigueur de fin octobre jusqu'à mi-décembre et par les couvre-feux mis en place au cours des mois d'octobre et décembre. Elle est néanmoins bien plus modérée que celle constatée lors du premier confinement de mars-mai 2020 : au quatrième trimestre 2020, le PIB est inférieur de 5,0 % à son niveau un an auparavant (glissement annuel) alors que le recul sur un an s'élevait à 18,8 % au deuxième trimestre. En moyenne sur l'année 2020, le PIB a fortement baissé (-8,3 %, après +1,5 % en 2019. Cette première estimation de la baisse annuelle d'activité et des autres agrégats annuels par somme des quatre trimestres sera consolidée lors de la publication du compte annuel provisoire 2020 fin mai 2021 ».

Le dimanche 31, le Think tank en économie-finance « BSI Economics » fait paraître un article intéressant pour la synthèse qu'il propose, d'A.-S. Alsif et D. de La Touanne, et intitulé « L'argent des banques centrales est-il vraiment magique ? ». Le voici :

« Le 18 mars 2020, la Banque centrale européenne (BCE) annonçait son plan d'urgence de 750 milliards d'euros pour faire face à la crise de la Covid 19. Une somme pour le moins colossale accompagnée des propos de sa Présidente Christine Lagarde qui déclarait qu'il "n'y avait pas de limites à notre engagement envers l'euro". Ce plan de soutien massif interroge sur l'origine de cette création monétaire et invite certains à parler "d'argent magique". Ce concept s'apparente à la création monétaire sans corrélation directe à la constitution de richesses dans l'économie réelle. Il a souvent pour corollaire un risque de hausse de l'inflation, des bulles sur le prix des actifs ou encore une remise en cause de l'indépendance des banques centrales.

En réalité, cet argent n'a rien de magique et s'inscrit dans le cadre des politiques non conventionnelles de *Quantitative Easing* (QE) déjà mises en œuvre par la BCE depuis 2015 et renouvelées depuis.

La crise sanitaire a soulevé de nouvelles questions telles que la possibilité pour une banque centrale de monétiser la dette publique des Etats européens (c'est-à-dire de financer les déficits publics par de la création monétaire). Une équation complexe qui prend en compte un ensemble de paramètres qu'il convient d'expliquer.

Le plan d'urgence de la BCE annoncé en mars 2020 amorcé dans le cadre du programme *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) a remis sur le devant de la scène la politique monétaire non conventionnelle menée par la Banque centrale depuis la crise des dettes souveraines de la zone euro de 2012. Cette politique se traduit par des politiques d'assouplissement quantitatif (ce que l'on nomme également *Quantitative Easing*), qui consiste pour la banque centrale à racheter des obligations d'Etat sur le marché secondaire et à les financer par l'émission de réserves sur les comptes que détiennent les banques commerciales auprès de la Banque centrale.

Ce procédé a pour conséquence d'accroître le bilan de la Banque centrale et permet aux Etats de modérer le poids de la charge de la dette. Néanmoins, cette opération n'est pas "gratuite" : le QE permet d'améliorer la capacité des Etats à financer leur dette en les faisant bénéficier d'un plus faible taux d'intérêt. Ce mécanisme aide particulièrement les pays

L'EURO

ayant des difficultés financières, ou fortement endettés, pour se financer sur les marchés financiers. En effet, les taux d'intérêt sur les obligations souveraines pourraient être très élevés en raison du risque d'insolvabilité que portent ces Etats, les rendant à leurs tours insolubles s'ils étaient dans l'incapacité d'honorer ces taux élevés.

Cet argent n'est donc pas magique mais permet à des pays d'éviter le défaut et, dans un contexte de très faible inflation, d'éviter de nouvelles crises financières. Dans le cadre de l'Union européenne, cette politique permet également de pallier l'absence de politique budgétaire commune. En effet, la zone euro n'a pas de budget commun lui permettant de faire face aux chocs exogènes. Néanmoins, afin de faire face à la crise, une avancée majeure sur le plan budgétaire s'est produite. En effet, la Commission européenne a présenté le 27 mai 2020 au Parlement européen, un plan de relance d'un montant de 750 milliards d'euros. Pour la première fois, la Commission empruntera sur les marchés financiers qui abonderont le budget européen. Le plan prévoit 500 milliards d'euros transférés, par le canal du budget européen, aux États membres qui ont été les plus affectés par le Covid-19 et 250 milliards d'euros distribués sous forme de prêts.

Il apparaît donc difficile pour une Banque centrale de financer la dette publique d'un État par d'autre moyen en raison de son indépendance. En effet, selon l'article 130 du TFUE, "les institutions, organes ou organismes de l'Union ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à ne pas influencer les membres des organes de décision de la Banque centrale européenne ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions". Cet article affirme le fait que la BCE est une institution indépendante dont la mission est d'assurer la stabilité des prix dans la zone euro et d'atteindre la cible d'inflation de 2 %. A ce titre, elle ne peut financer directement la dette des États : la quantité de monnaie en circulation doit permettre de contenir l'inflation. Elle n'a pas vocation à financer la relance économique (prérogative de la politique budgétaire) mais à garantir l'accès aux moyens de financement nécessaires aux agents économiques et éviter une fragmentation au sein même de la zone euro.

Une politique monétaire indépendante permet de limiter les tensions inflationnistes et les risques d'hyperinflation. Un des exemples le plus marquant reste au XXème siècle celui de l'hyperinflation en Allemagne sous la République de Weimar : la création de monnaie non contrôlée pour régler la dette du Traité de Versailles a ruiné une partie du pays et laissé une empreinte forte expliquant encore aujourd'hui l'attachement de l'Allemagne à l'indépendance de la Banque centrale. De fait, l'indépendance de la BCE lui permet d'être la garante des prix et d'assurer la confiance des investisseurs dans la monnaie malgré les crises et donc, de préserver la valeur de l'euro.

L'idée de la monnaie hélicoptère (<http://www.bsi-economics.org/1126-helicoptere-miracle-citation>), qui reviendrait pour la Banque centrale à alimenter directement le compte en banque des ménages en créant de la monnaie, procède des mêmes contraintes et nécessiterait une coordination renforcée entre la BCE et les autorités budgétaires des États membres. Rappelons que ce procédé n'est pas utilisé et qu'au mois de mars 2020 aux États-Unis, ce n'est pas la Réserve fédérale qui a distribué un chèque de 1 200 USD aux Américains mais bien l'État en s'endettant. C'est donc bien la politique budgétaire expansionniste de l'État fédéral américain qui a permis de distribuer cet argent. De plus, cette politique économique pourrait inciter les consommateurs à davantage épargner qu'à injecter directement les liquidités au sein de l'économie réelle. En période de crise, nombre de ménages constituent une épargne de précaution.

À force de regarder du côté de la dette, on oublierait l'existence de cette épargne qui pourrait financer davantage les entreprises. L'épargne des ménages, dont le taux dépasse en France les 20 % de leur revenu disponible, pourrait être mieux fléchée pour financer le tissu productif et permettre un fort rebond économique ; la croissance restant le premier facteur de désendettement ».

En fin de mois, l'euro cote 1,2136 \$ après avoir coté 1,2214 le 1^{er}, 1,2219 le 8, 1,2075 le 15 et 1,2170 le 22.

• Février 2021 ->

En ce début de mois, Eurostat publie quelques statistiques.

Le taux d'inflation annuel de la zone euro a augmenté de -0,3% en décembre à +0,9% en janvier (cette augmentation s'explique par l'évolution des composantes de l'ICPH : le taux pour alimentation-alcool-tabac est passé de 1,3% à 1,5%, celui de l'énergie de -6,9% à -4,1%, celui des biens industriels de -0,5% à 1,4% et celui des services de 0,7% à 1,4%).

Le taux d'évolution du PIB en volume par rapport au trimestre précédent est donné par le tableau suivant :

Taux de croissance du PIB en volume publiés jusqu'

(basé sur des données corrigées des variations

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent			
	2020T1	2020T2	2020T3	2020T4
Zone euro	-3,7	-11,7	12,4	-0,7
UE	-3,3	-11,4	11,5	-0,5
Belgique	-3,4	-11,8	11,6	0,2
Tchéquie	-3,3	-8,5	6,9	0,3
Allemagne	-2,0	-9,7	8,5	0,1
Espagne	-5,3	-17,9	16,4	0,4
France	-5,9	-13,7	18,5	-1,3
Italie	-5,5	-13,0	16,0	-2,0
Lettonie	-2,3	-7,1	7,1	1,1
Lituanie	0,0	-5,9	3,8	1,2
Autriche	-2,8	-11,6	12,0	-4,3
Portugal	-4,0	-13,9	13,3	0,4
Suède	0,3	-8,0	4,9	0,5

* voir « Méthodes et définitions »

** Les taux de croissance par rapport au trimestre précédent et au même trimestre (généralement basés sur des données corrigées des variations saisonnières, du fait pas transmises pour la compilation des estimations rapides du PIB.

Données sources: [namq_10_gdp](#)

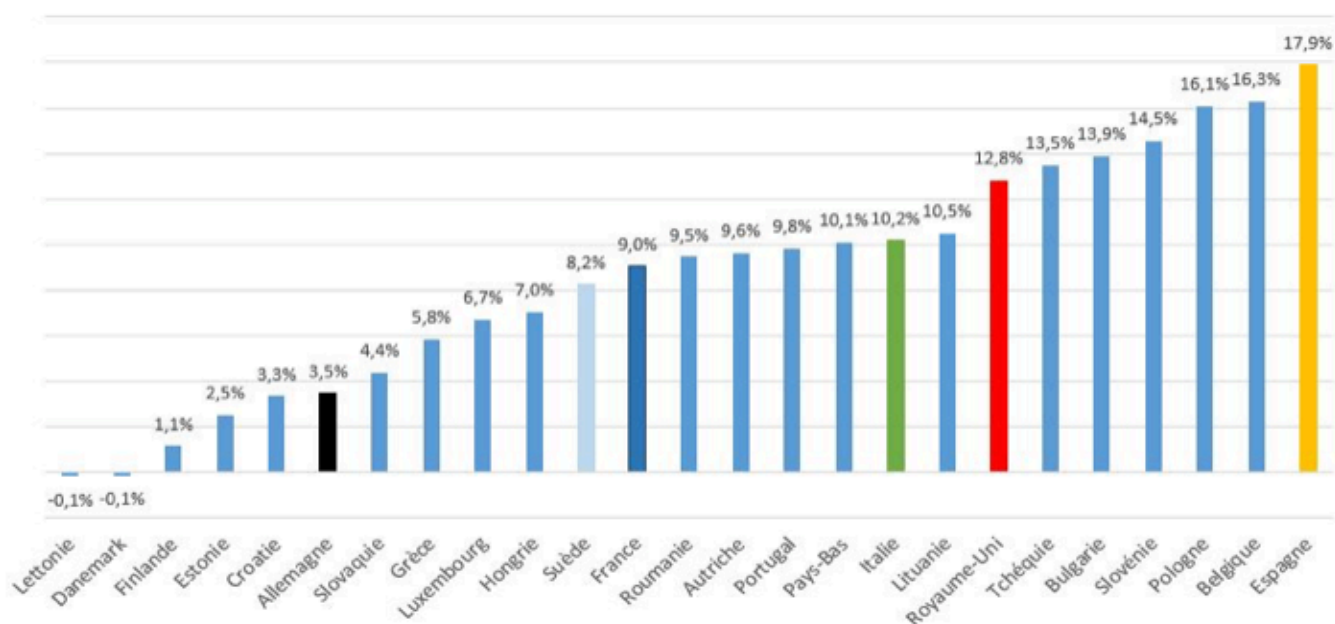
Selon Eurostat, sur l'année 2020 dans son ensemble, le PIB de la zone euro aurait diminué de 6,8%, et celui de l'UE de 6,4%. Pour la France, l'INSEE estime la baisse du PIB à -8,3% après +1,5% en 2019.

Toujours selon l'INSEE, entre fin septembre et fin décembre 2020, l'emploi salarié du secteur privé a baissé de 0,2% soit 39600 destructions nettes d'emplois.

Le jeudi 4, François Saint-Cast, de l'IFRAP publie un article pour comparer les stratégies des différents pays européens en matière sanitaire et leurs conséquences sur la surmortalité et sur l'économie :

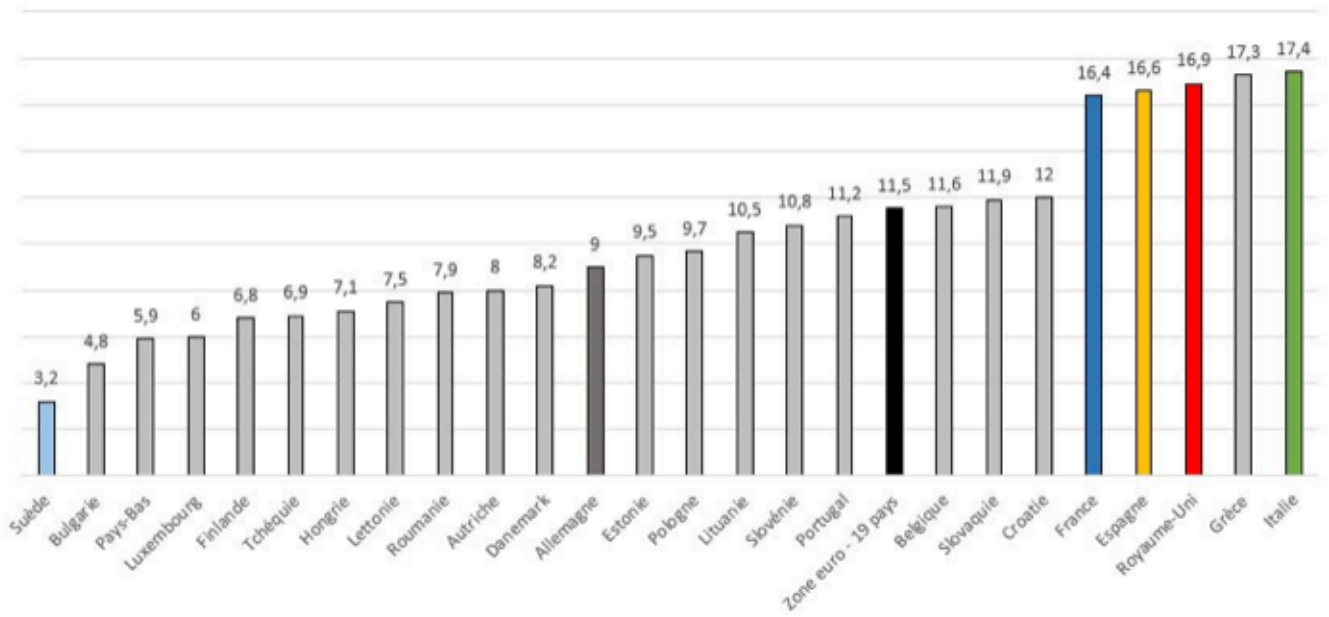
Nous en extrayons quelques schémas :

Ecart de la mortalité en 2020 par rapport à la moyenne(2018-19)

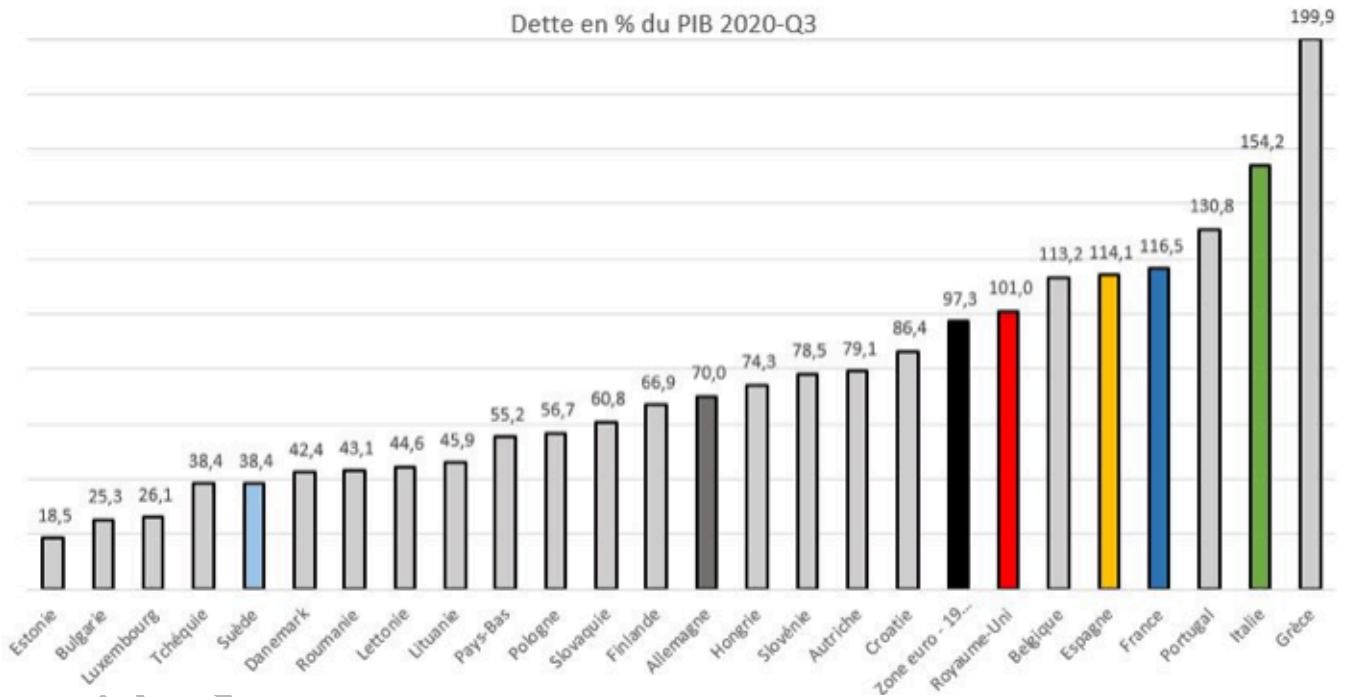


L'EURO

Augmentation de la dette de 2019 T3 2020 T3 en point de pourcentage dette/PIB



Au total l'endettement des pays est le suivant au troisième trimestre 2020 :



Le mercredi 3, Mario Draghi, ancien président de la BCE, accepte de tenter de former un gouvernement en Italie.

Le vendredi 5, plus de 100 économistes, français, italiens, allemands, irlandais, belges, espagnols, luxembourgeois, suisses, suédois, portugais, grecs, anglaise et hongrois, lancent un **appel « Annuler les dettes publiques détenues par la BCE pour reprendre en main notre destin »**. Le lecteur de ce document sait que tous nos développements antérieurs nous amènent à partager les raisonnements et les propositions tenus dans cet appel.

En voici le texte entier :

« Le débat sur l'annulation des dettes détenues par la BCE connaît un fort retentissement en France, mais aussi en Italie, au Luxembourg, en Belgique, dans les couloirs des institutions européennes, auprès des représentants de la BCE elle-même et des différents ministères des finances de la zone euro.

Ce débat est sain et utile. Pour la première fois depuis bien longtemps, les enjeux monétaires font l'objet d'une discussion publique. La monnaie cesse pour un instant d'être cet objet soustrait à la délibération collective et confiée à une banque centrale indépendante des pouvoirs politiques mais dépendante des marchés financiers. Les citoyens découvrent, pour certains avec effarement, que près de 25 % de la dette publique européenne est aujourd'hui détenue par leur banque centrale. Nous nous devons à nous-même 25 % de notre dette et si nous remboursions cette somme, nous devrions la trouver ailleurs, soit en réempruntant pour faire rouler la dette au lieu d'emprunter pour investir, soit en augmentant les impôts, soit en baissant les dépenses.

Il y aurait pourtant une autre solution. En tant qu'économistes, responsables et citoyens engagés de différents pays, il est de notre devoir d'alerter sur le fait que la BCE pourrait aujourd'hui offrir aux États européens les moyens de leur reconstruction écologique, mais aussi de réparer la casse sociale, économique et culturelle, après la terrible crise sanitaire que nous traversons.

Non pas que les États n'aient pas agi car des mesures de protection ont bien été adoptées. Mais elles demeurent très insuffisantes. Le plan de relance européen, fondé sur une enveloppe de 300 milliards d'euros à peine de subventions sur trois ans, est bien loin des 2 000 milliards d'euros demandés par le Parlement européen. Faut-il rappeler qu'avant la crise sanitaire, la Cour des comptes européenne, en 2018, indiquait déjà un besoin minimal de 300 à 400 milliards d'euros d'investissements supplémentaires par an pour financer la transition écologique en Europe ? Nous sommes loin du compte, encore plus avec la crise sanitaire.

Nous ne prenons pas l'annulation de dettes publiques, fussent-elles détenues par la BCE, comme un événement anodin. Nous savons que les annulations de dette constituent des moments fondateurs. Ce fut le cas à la Conférence de Londres, en 1953, quand l'Allemagne bénéficia d'un effacement des deux tiers de sa dette publique, lui permettant de retrouver le chemin de la prospérité et d'ancrer son avenir dans l'espace européen. Mais l'Europe ne traverse-t-elle pas aujourd'hui une crise d'une ampleur exceptionnelle qui appellerait des mesures tout aussi exceptionnelles ?

Par ailleurs, nous avons la chance d'avoir un créancier qui ne craint pas de perdre son argent : la BCE. Notre proposition est donc simple : passons un contrat entre les États européens et la BCE. Cette dernière s'engage à effacer les dettes publiques qu'elle détient (ou à les transformer en dettes perpétuelles sans intérêt), tandis que les États s'engagent à investir les mêmes montants dans la reconstruction écologique et sociale. Ces montants s'élèvent aujourd'hui, pour l'ensemble de l'Europe, à près de 2 500 milliards d'euros. De quoi répondre enfin aux attentes du parlement européen et surtout à la sauvegarde de l'intérêt général.

La BCE peut se le permettre sans aucun doute. Comme le reconnaît un très grand nombre d'économistes, même parmi ceux qui s'opposent à cette solution, une banque centrale peut fonctionner avec des fonds propres négatifs sans difficulté. Elle peut même créer de la monnaie pour compenser ces pertes : c'est prévu par le protocole n°4 annexé au traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Ensuite, juridiquement, contrairement à ce qu'affirment certains responsables d'institutions, notamment de la BCE, l'annulation n'est pas explicitement interdite par les traités européens. D'une part, toutes les institutions financières au monde peuvent procéder à un abandon de créances et la BCE ne fait pas exception. D'autre part, le mot "annulation" ne figure ni dans le traité ni dans le protocole sur le système européen de banques centrales (SEBC). Peut-être serait-ce "contraire à l'esprit du traité", mais n'était-ce pas le cas également du Quantitative easing voulu par Mario Draghi ? En cette matière, seule la volonté politique compte : l'histoire nous a maintes fois montré que les difficultés juridiques s'effacent devant les accords politiques.

Dissipons enfin un malentendu : il est évident que l'annulation des dettes publiques détenues par la BCE, même conditionnée à des réinvestissements, ne saurait constituer l'alpha et l'oméga de toute politique économique. D'abord, la BCE n'interviendrait que pour libérer des marges de manœuvre budgétaires aux États et n'investirait évidemment pas elle-même. Certains pensent que les taux d'intérêts faibles ou négatifs à travers l'Europe, sont suffisants pour pousser les États à s'endetter pour investir. Ce n'est pas ce que montre la réduction constante du niveau de dette publique moyenne dans l'Union européenne entre 2015, date d'apparition des taux négatifs, et le début de la crise sanitaire. Beaucoup d'États ont réduit leur niveau d'endettement au lieu d'emprunter pour investir, malgré les taux négatifs. Pourquoi cela changerait-il ? Le pacte conclu entre les États et la BCE empêchera cette stratégie de fuite devant les responsabilités. Mais il ne faudra bien sûr pas s'en

contenter : d'autres mesures doivent être prises en matière de réforme des critères de dette et de déficit, de protectionnisme écologique et solidaire, de réformes fiscales visant à réduire le niveau des inégalités et à changer les comportements, d'impulsion donnée aux banques publiques d'investissement et de réforme des règles relatives aux aides d'État. Une nouvelle gouvernance européenne, notamment par le passage à la majorité qualifiée en matière fiscale, doit aussi être mise en œuvre.

L'Europe ne peut plus se permettre d'être systématiquement bloquée par ses propres règles. D'autres États dans le monde utilisent au maximum leur politique monétaire, en appui de la politique budgétaire, comme la Chine, le Japon ou les États-Unis. La Banque du Japon va même jusqu'à utiliser son pouvoir de création monétaire pour acheter des actions directement sur le marché via des fonds indiciels cotés (ETF), étant ainsi devenue le plus grand investisseur du pays. Nous devons nous aussi réfléchir à nous servir du pouvoir de création monétaire de la BCE pour financer la reconstruction écologique et sociale, sous contrôle démocratique. L'annulation des dettes publiques qu'elle détient, en échange d'investissements par les États, constituerait un premier signal fort de la reconquête par l'Europe de son destin ».

Deux jours après, le dimanche 7, dans le Journal du Dimanche, et conformément à ce que l'on pouvait prévoir, la Présidente de la BCE Christine Lagarde écarte d'un revers de la main tout cet argumentaire de tous ces économistes. Pour elle, l'annulation de la dette est « inenvisageable » parce qu'elle serait « une violation du traité européen qui interdit strictement le financement monétaire des États ; cette règle constitue l'un des piliers fondamentaux de l'euro. (...) Si l'énergie dépensée à réclamer une annulation de la dette par la BCE était consacrée à un débat sur l'utilisation de cette dette, ce serait beaucoup plus utile ! À quoi sera affectée la dépense publique ? Sur quels secteurs d'avenir investir ? Voilà le sujet essentiel aujourd'hui ».

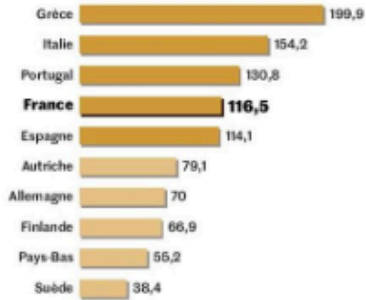
Dans le périodique Challenges du 28 janvier, le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau adoptait bien sûr la même position. À la question « dans une situation exceptionnelle, ne pourrait-on pas imaginer une annulation ? », voici sa réponse : « ce n'est pas compatible avec le pacte fondateur de l'euro, et cela reviendrait donc à envisager de quitter l'euro. Mais si par hypothèse on annulait les près de 600 milliards d'euros de dette française dans le bilan de la Banque de France, cela serait un gain apparent pour les Français, neutralisé immédiatement par une perte équivalente dans les actifs de la Banque de France... qui appartient aux Français. Nous n'aurions donc rien gagné ». *Ajoutons alors aussitôt que nous n'aurions rien perdu non plus ; l'opération serait blanche !* Car, à la question « Comment rembourser ? », voici la réponse du Gouverneur : « Il y a 3 ingrédients à combiner, à partir de 2023. Le temps, en se donnant une perspective pluriannuelle, par exemple sur 10 ans : plus on réagit fort dans l'urgence actuelle, plus il est important de tracer un chemin de confiance pour l'avenir. Ensuite, la croissance, grâce aux réformes, notamment pour que son taux reste durablement supérieur aux taux d'intérêt, mais aussi, enfin, la meilleure maîtrise de nos coûts publics ».

Peut-on imaginer des discours plus orthodoxes et plus convenus ?

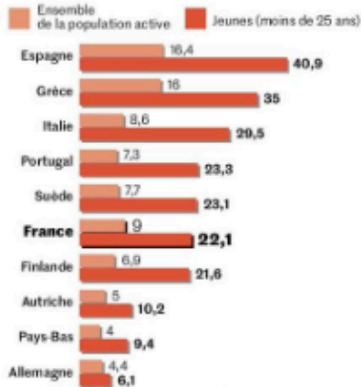
Dans son édition du mardi 9, Le Monde publie un long article sur la fracture économique entre le Nord et le Sud qui est accentuée par la crise. Autrement dit, l'hétérogénéité de la zone euro qui existe depuis fort longtemps et que nous avons commentée ici à plusieurs reprises, risque d'être très aggravée par la crise du Covid qui n'affecte en effet pas les pays de la même façon. De plus, on peut déjà s'inquiéter de ce qui pourra se passer dans l'après-crise quand il s'agira de débattre sur les règles budgétaires, pour l'instant mises entre parenthèses par le « quoi qu'il en coûte ». Le schéma suivant accompagne cet article :

Le sud de la zone euro face au risque de décrochage

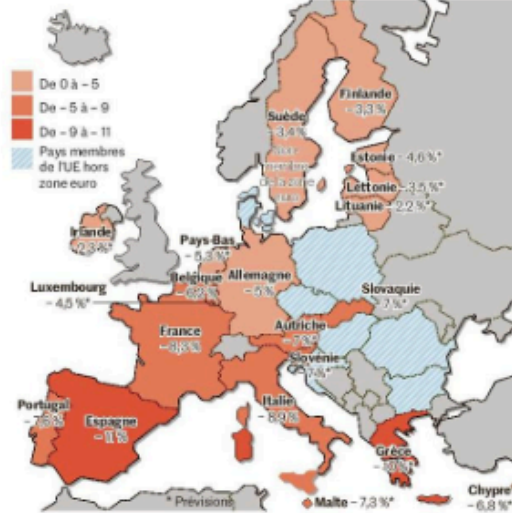
Un niveau de dette publique préoccupant
En % du PIB, troisième trimestre 2020



Un taux de chômage plus élevé
Au sens du Bureau international du travail (BIT), novembre 2020



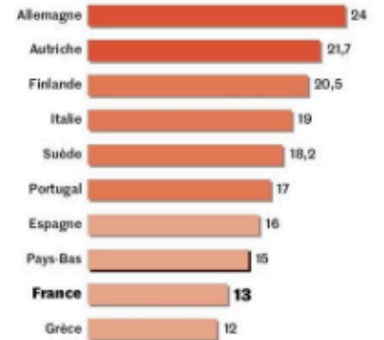
Une récession économique plus dure
Evolution du PIB en %, en 2020



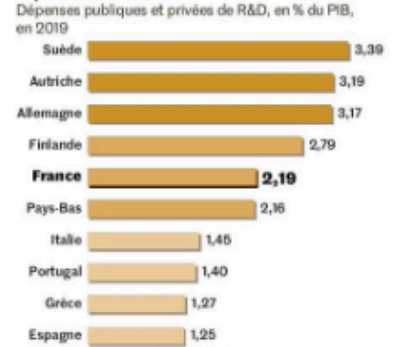
Un taux de peu diplômés plus important
Part des 15-64 ans dont le niveau d'éducation est inférieur au bac ou équivalent, en %, 2019



En France, un sérieux décrochage industriel
Part de l'industrie dans le PIB, en 2019



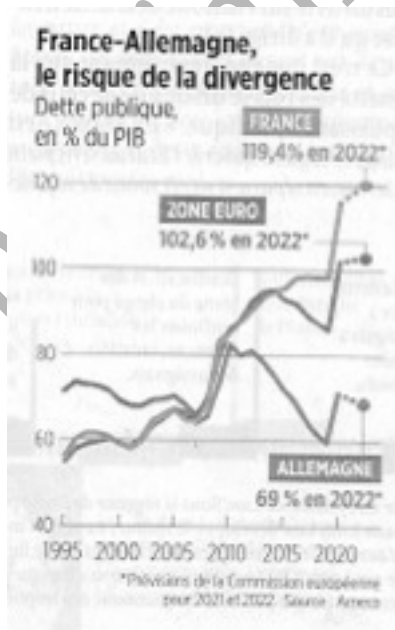
En Allemagne, un investissement dans la recherche et le développement (R&D) supérieur à 3 % du PIB
Dépenses publiques et privées de R&D, en % du PIB, en 2019



Sources : FMI, Eurostat, Banque mondiale, Commission européenne

Infographie : Le Monde, Philippe Da Silva

Autre schéma évocateur :



On a souvent dit dans cet historique que l'union monétaire créait elle-même de l'hétérogénéité au sein de la zone euro. La crise du Covid ne peut en effet que l'accentuer pour la bonne et simple raison qu'elle ne touche pas les secteurs d'activité de la même façon et avec la même intensité : elle met particulièrement en difficulté les secteurs du tourisme, des transports, de l'hôtellerie et de la restauration, de la distribution traditionnelle, de l'immobilier de bureau, ... Par conséquent, tous les pays, comme la France, où ces secteurs ont un poids relativement important souffrent plus que les autres.

Le mercredi 10, le Parlement européen approuve par 582 voix pour (40 contre et 69 abstentions) l'un des éléments majeurs du plan de relance de l'UE établissant une « facilité pour la reprise et la résilience » (FRR), qui prévoit l'injection de 672,5 milliards d'euros. (voir le document de la Commission à l'adresse : https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/recovery-coronavirus/recovery-and-resilience-facility_fr).

La FRR a un objectif à CT - relance de l'économie en soutenant le revenu national, les investissements et le niveau de vie des ménages - et un objectif à LT - poursuivre les investissements dans les domaines prioritaires européens, en particulier la transition verte et la transformation numérique.

« Les États membres travaillent, à l'heure actuelle, à l'élaboration de leurs **plans nationaux de reprise et de résilience** afin d'accéder aux fonds mis à disposition au titre de la facilité pour la reprise et la résilience. Pour le moment, 18 gouvernements ont présenté leur projet de plan, en tout ou partie, devant la Commission européenne. Six pays en ont dévoilé quelques éléments, et trois n'en sont encore qu'au stade de la discussion. La mise en œuvre des mesures budgétaires de reprise économique par l'intermédiaire de plans nationaux des États membres de l'UE est la **priorité de l'Union européenne pour 2021**.

Pour être éligibles à ces fonds, les gouvernements des États membres doivent soumettre leurs plans de relance à la Commission européenne d'ici la fin avril 2021 en détaillant les réformes et investissements prévus :

. chaque plan national doit consacrer au moins **37% de son budget** à des mesures en faveur du **climat** et au moins **20%** à la **transformation numérique**. Les fonds ne doivent pas être utilisés pour des dépenses budgétaires ordinaires ;

. la **Commission évalue les plans** en fonction de critères d'efficacité, de cohérence et de garanties contre la fraude, la corruption et les conflits d'intérêts ;

. l'accès aux financements européens est aussi conditionné au **respect de l'État de droit et des valeurs fondamentales de l'UE**.

Adopté par le Conseil européen le 21 juillet 2020 pour faire face à la crise économique, le plan de relance prévoit un **grand emprunt commun** de 750 milliards d'euros, qui sera **remboursé jusqu'en 2058**. À cet effet, les 27 chefs d'État et de gouvernement se sont mis d'accord pour **créer de nouvelles ressources**. Cette décision sur des "ressources propres" de l'Union est indispensable au **financement du plan** de relance européen dont la France sera le troisième bénéficiaire.

Les Parlements des 27 États membres sont appelés à ratifier l'accord sur les "ressources propres" sans quoi aucun versement ne pourra avoir lieu.

En ce qui concerne la France, l'Assemblée nationale a voté, le 26 janvier 2021, en faveur du projet de loi autorisant la création de nouvelles ressources(nouvelle fenêtre) pour alimenter le budget de l'UE, approuvant ainsi la réforme du budget de l'Union. Le Sénat a donné son feu vert le 4 février 2021 » (Vie-publique.fr).

D'après l'édition des 12-13 des Echos, la France est le 1^{er} émetteur de dette de la zone euro si on cumule la dette des administrations publiques et celle des entreprises (54% de ce cumul sont détenus par des non-résidents). En pourcentage des engagements recensés dans les positions extérieures du monde, la France arrive en 2^{ème} position avec un pourcentage de 8,1% (les E.U sont en 1^{ère} position avec 34,6%)

En ce mois de février, le Center for Economics and Policy Research fait paraître deux articles sur le Luxembourg qui apparaît comme l'un des plus grands paradis fiscaux. D'abord pour montrer que ce pays, en plein cœur de la zone euro et l'un des pays fondateurs, est une place forte de l'activité bancaire anormale (le produit net des banques européennes au Luxembourg représente plus de 20% du PIB du pays) ; ensuite, pour montrer que les IDE sont d'un montant exorbitant : la moyenne annuelle des UDE à l'origine et à destination du Luxembourg représente 4900% de son PIB ! Mais ce n'est pas le seul cas scandaleux puisque Liechtenstein et les Pays-Bas sont aussi des paradis fiscaux...

Le lundi 15, la réunion de l'Eurogroupe donne lieu au communiqué suivant de l'agence Reuters :

« La zone euro devrait définir entre mars et mai les modalités d'un allègement des mesures de soutien économique des gouvernements alors que les campagnes de vaccination permettent la levée progressive des confinements et que l'activité reprend, ont déclaré lundi de hauts représentants de la zone euro.

Les ministres des Finances de la zone euro ont discuté des prévisions de la Commission européenne selon lesquelles l'économie de la région allait rebondir moins qu'attendu cette année. Ils sont convenus de maintenir pour le moment l'ensemble des mesures de soutien instaurées pour atténuer les effets de la crise sanitaire du coronavirus.

"Cela réaffirme le besoin (...) que des politiques économiques de soutien restent en place aussi longtemps qu'elles seront nécessaires", a déclaré le président de l'Eurogroupe à l'issue de la réunion.

Paschal Donohoe a ajouté qu'il y avait un risque inhérent à retirer les mesures de soutien trop tôt, contrairement à un retrait trop tardif.

Les gouvernements de la zone euro ont mis à disposition de leurs économies des milliers de milliards d'euros depuis que la pandémie de coronavirus a frappé la région en début d'année dernière, avec des stimulus financiers et diverses mesures en matière de liquidités et de prêts aux entreprises, d'impôts et de salaires.

Dans cette optique, les "Vingt-Sept" ont suspendu l'an dernier jusqu'à fin 2021 la règle budgétaire limitant les emprunts gouvernementaux.

Mais alors que l'économie se rétablit progressivement, l'Eurogroupe estime que les mesures de soutien doivent devenir davantage ciblées, afin d'aider seulement les entreprises viables plutôt que de maintenir à flot celles qui auraient fait faillite sans la pandémie de coronavirus.

Les ministres des Finances de la zone euro devraient discuter plus en détails en avril de la transition à mettre en place pour les mesures de soutien.

La Commission européenne et les membres de l'UE devront aussi décider dans les prochains mois s'ils veulent rétablir en 2022 la limite sur les emprunts ou prolonger la suspension d'une année.

"Début mars, la Commission fournira des directives sur la manière dont elle entend aborder l'ensemble des politiques économiques du printemps cette année", a déclaré le commissaire européen à l'Economie, Paolo Gentiloni.

"Cela comprendra des directives financières préliminaires pour la période devant nous et les paramètres que nous étudierons" en vue d'une décision sur la suspension ou non de la règle sur les emprunts, a-t-il ajouté lors d'une conférence de presse. (version française de Jean Terzian) » .

Si tout se passe bien, les 1ers versements devraient arriver d'ici à la fin de cet été. À cette heure, seuls 6 pays ont ratifié : la France, la Croatie, Chypre, la Slovaquie, le Portugal et la Bulgarie. Pour diverses raisons, c'est la Hongrie qui pourrait soulever le plus de problèmes.

Le lundi 21, publication par le PIIE, sous les signatures d'Olivier Blanchard, Alvaro Leandro et Jeromin Zettelmeyer d'un article sur les règles budgétaires européennes. Dans sa présentation, on lit : « Depuis plus de trois décennies, les politiques budgétaires des membres de l'Union européenne (UE) ont été limitées par des règles de plus en plus complexes construites autour d'objectifs communs en matière de dette et de déficit, connus sous le nom de pacte de stabilité et de croissance. Face au choc historique résultant de la pandémie de COVID-19, l'UE a suspendu les règles jusqu'à au moins fin 2021. Il est généralement admis que les règles devront être réformées avant d'être rétablies - en raison des niveaux élevés de dette contractée pendant la pandémie, mais aussi pour remédier aux lacunes existant de longue date. Dans ce document de travail du PIIE, nous plaidons pour une approche différente. Si la conception des règles de l'UE peut être améliorée, le principal problème réside dans le concept même de règles budgétaires de l'UE qui ne varient pas selon le pays ni le moment. Aucune règle ne peut se rapprocher de la diversité des situations possibles, notamment parce que beaucoup sont impossibles à prévoir. Le document propose donc de rejeter les règles budgétaires au profit de normes fiscales - des prescriptions qualitatives qui laissent place au jugement - ainsi qu'un processus de mise en œuvre des normes ». Les auteurs proposent alors de remplacer les normes budgétaires par des standards budgétaires : « La littérature juridique fait référence à cette approche comme appliquant des standards plutôt que des règles. Les standards énoncent un objectif, mais sans préciser comment il doit être atteint. "Ne roulez pas à plus de 55 miles à l'heure" constitue une règle pure ; "Ne conduisez pas à une vitesse excessive" est un pur standard. La vitesse considérée comme "excessive" dépend de la situation et sera basée sur le jugement, les normes sociales et les précédents juridiques. La plupart des standards juridiques se situent entre ces cas extrêmes : les règles peuvent inclure des exceptions ou des contingences étatiques ; les standards peuvent énumérer des critères que les arbitres doivent prendre en compte pour décider si le standard a été respecté ».

Le jeudi 25, les économistes de Natixis font paraître un Flash Economie sur le même sujet des normes budgétaires. Nous en reproduisons l'introduction, très éclairante sur cette question :

« Il est apparu un débat sur le bon indicateur à regarder de la solvabilité budgétaire ; il a été avancé que c'était le niveau des intérêts sur la dette publique et non le taux d'endettement public, alors que jusqu'à présent l'Europe avait une norme de taux d'endettement public.

Pour examiner ce point, nous partons de la condition générale de solvabilité budgétaire d'un pays :

- si le taux d'intérêt nominal est inférieur à la croissance nominale, la dynamique du taux d'endettement public est convergente, et il n'y a pas de problème de solvabilité budgétaire dès que le pays a une taxe inflationniste positive et un excédent budgétaire primaire ; mais, même dans ce cas, il faut exclure un déficit budgétaire primaire trop important ;
- si le taux d'intérêt nominal est supérieur à la croissance nominale, la solvabilité budgétaire est assurée si l'endettement public est inférieur à la somme actualisée des excédents budgétaires primaires et des financements monétaires des déficits publics futurs. Ceci ne crée une contrainte ni sur le taux d'endettement public, ni sur les intérêts payés sur la dette

L'EURO

publique, mais sur le produit du taux d'endettement public par l'écart entre taux d'intérêt et croissance.

La solvabilité budgétaire nécessite donc une contrainte plus complexe que celles portant simplement sur l'endettement ou les intérêts sur la dette publique. Même si le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance, il existe une limite au déficit public ».

Notons que le Flash Economie de la veille montrait que pour l'instant le rapport de force entre les États et les investisseurs en dette publique est actuellement au profit des États : comme l'épargne privée est très élevée, la demande de titres de dettes sans risque, donc en priorité publiques, est forte. Or, les Banques centrales absorbent une quantité importante de ces dettes, ce qui rationne d'autant la demande de titres et affaiblit donc le poids relatif des investisseurs privés. Pour que le rapport de force change, il faudrait que les Banques centrales modifient leur politique et/ou que la quantité d'épargne diminue (pour cause de vieillissement démographique) et/ou que les investisseurs soient encouragés à acheter des titres plus risqués (disparition de la « répression financière »).

La politique monétaire super-expansionniste des banques centrales est le facteur décisif qui explique l'élévation considérable du stock d'épargne : elles sont donc en grande partie responsables du fait qu'il y ait probablement une mauvaise allocation de cette épargne et qu'il puisse en résulter un abaissement de la croissance de long terme. Or, il risque d'être très difficile pour les Banques centrales de sortir de leur politique expansive, car, en plus de leur dilemme entre empêcher une crise des dettes et empêcher une crise financière par éclatement de bulles spéculatives, il faut qu'en même temps elles empêchent les emprunteurs de devenir insolvables et la valeur de la richesse rapportée au PIB de diminuer. De surcroît, elles sont garantes en quelque sorte de la solvabilité des États, à qui elles ont d'ailleurs demandé de soutenir l'activité économique, estimant que c'est du ressort de la politique budgétaire. Ce faisant, les banques centrales ont rendu la politique monétaire et la politique budgétaire concrètement complémentaires alors qu'elles pensaient que ces politiques étaient restées substituables. Non seulement cela en rajoute à la difficulté de sortir de la politique monétaire expansive mais cela pose le double problème de l'indépendance de la banque centrale et de la dimension démocratique de son action.

En cette fin de mois de février, voici quelques statistiques :

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

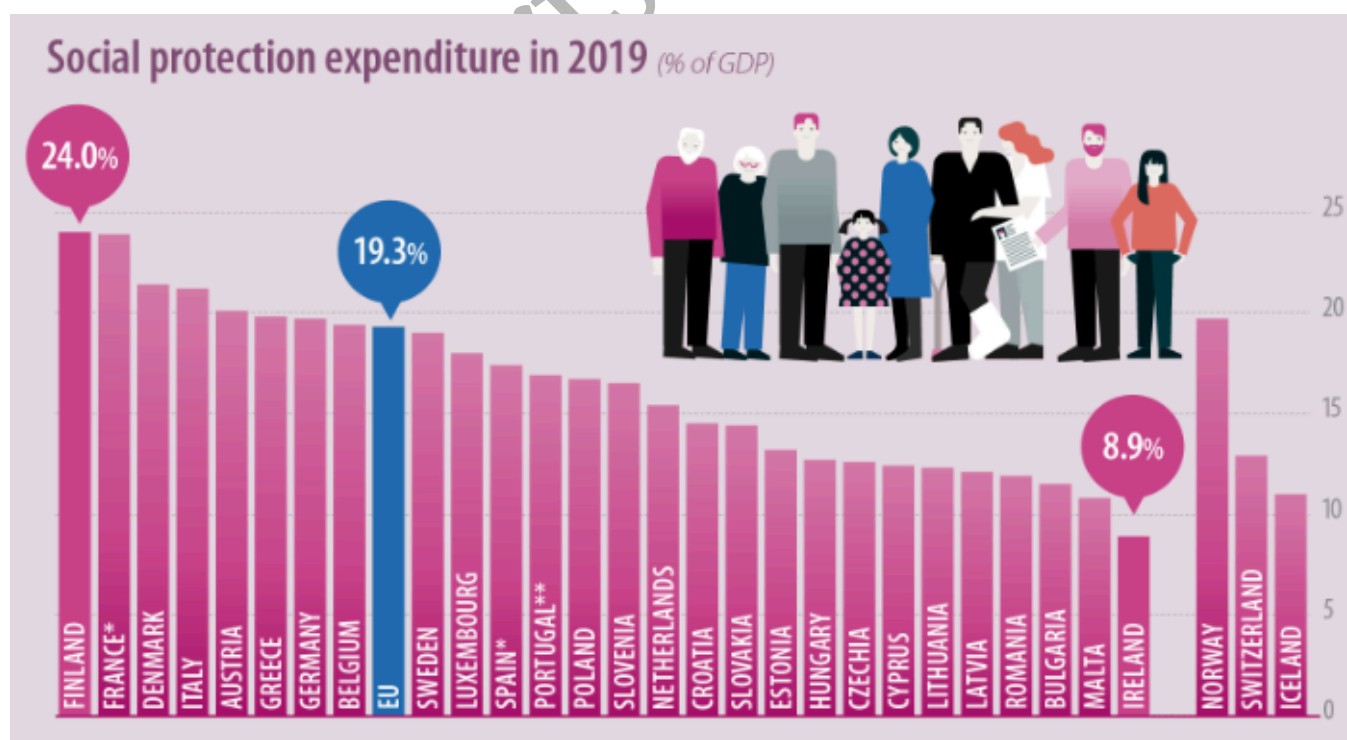
	Taux annuel							Taux mensuel
	Fév 20	Sep 20	Oct 20	Nov 20	Déc 20	Jan 21	Fév 21	Fév 21
Belgique	1,0	0,5	0,4	0,2	0,4	0,6	0,3e	1,2e
Allemagne	1,7	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7	1,6	1,6e	0,6e
Estonie	2,0	-1,3	-1,7	-1,2	-0,9	0,3	0,5e	0,8e
Irlande	0,9	-1,2	-1,5	-1,0	-1,0	-0,1	-0,4e	0,3e
Grèce	0,4	-2,3	-2,0	-2,1	-2,4	-2,4	-1,9e	0,2e
Espagne	0,9	-0,6	-0,9	-0,8	-0,6	0,4	-0,1e	-0,6e
France	1,6	0,0	0,1	0,2	0,0	0,8	0,7e	0,0e
Italie	0,2	-1,0	-0,6	-0,3	-0,3	0,7	1,0e	-0,2e
Chypre	1,0	-1,9	-1,4	-1,1	-0,8	-0,8	-0,9e	0,1e
Lettonie	2,3	-0,4	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5	-0,2e	0,4e
Lituanie	2,8	0,6	0,5	0,4	-0,1	0,2	0,4e	0,2e
Luxembourg	1,8	-0,3	-0,4	-0,7	-0,3	1,1	-0,5e	-0,6e
Malte	1,1	0,5	0,6	0,2	0,2	0,2	0,1e	0,5e
Pays-Bas	1,3	1,0	1,2	0,7	0,9	1,6	1,9e	1,2e
Autriche	2,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	:	:
Portugal	0,5	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	0,2	0,3e	-0,5e
Slovénie	2,0	-0,7	-0,5	-1,1	-1,2	-0,9	-1,1e	0,2e
Slovaquie	3,1	1,4	1,6	1,6	1,6	0,7	0,9e	0,3e
Finlande	1,1	0,3	0,2	0,2	0,2	1,0	0,9e	0,4e

e estimation : non disponible Données sources: [prc_hicp_manr](#)

Chômage total corrigé des variatic

	Taux (%)				
	Jan 20	Oct 20	Nov 20	Déc 20	Jan 21
Zone euro	7,4	8,4	8,1	8,1	8,1
UE	6,6	7,5	7,3	7,3	7,3
Belgique	5,1	6,3	6,1	5,8	5,6
Bulgarie	4,2	5,4	5,3	5,3	5,5
Tchéquie	2,0	3,1	2,9	3,1	3,2
Danemark	5,0	6,0	5,9	6,0	6,1
Allemagne	3,4	4,5	4,6	4,6	4,6
Estonie	4,4**	8,1	7,8	6,9	:
Irlande	5,1	6,2	6,0	5,8	5,8
Grèce	16,6*	16,4	16,2	:	:
Espagne	13,8	16,3	16,1	16,2	16,0
France	8,1	8,5	8,1	7,8	7,9
Croatie	6,0	7,8	7,6	7,6	7,1
Italie	9,6**	9,5	8,8	9,0	:
Chypre	6,4	10,3	7,7	7,3	6,8
Lettonie	7,2	8,0	8,1	8,2	8,5
Lituanie	6,2	9,3	9,2	9,2	9,6
Luxembourg	5,7	6,5	6,6	6,7	6,8
Hongrie	3,8	4,4	4,0	4,1	4,9
Malte	3,7	4,5	4,4	4,4	4,4
Pays-Bas	3,0	4,3	4,0	3,9	3,6
Autriche	4,4	5,4	5,5	5,8	5,7
Pologne	3,0	3,2	3,2	3,2	3,1
Portugal	6,8	7,5	7,1	6,8	7,2
Roumanie	3,9**	5,1	5,1	5,2	:
Slovénie	4,1	4,9	4,9	4,7	4,7
Slovaquie	6,0	7,1	7,1	7,0	7,2
Finlande	6,8**	8,2	8,1	8,1	:
Suède	7,1	8,8	8,7	8,6	8,8
Islande	4,7	6,9	7,1	7,2	7,2
Norvège	4,0*	5,2	5,0	:	:
Suisse	4,3	5,2	5,2	5,2	:
États-Unis	3,5	6,9	6,7	6,7	6,3

: Données non disponibles * Novembre 2019 ** Décembre 2019
Données sources: une_rt_m (taux) et une_rt_m (en milliers de personnes)



* Provisional data ** Estimated data

ec.europa.eu/eurostat

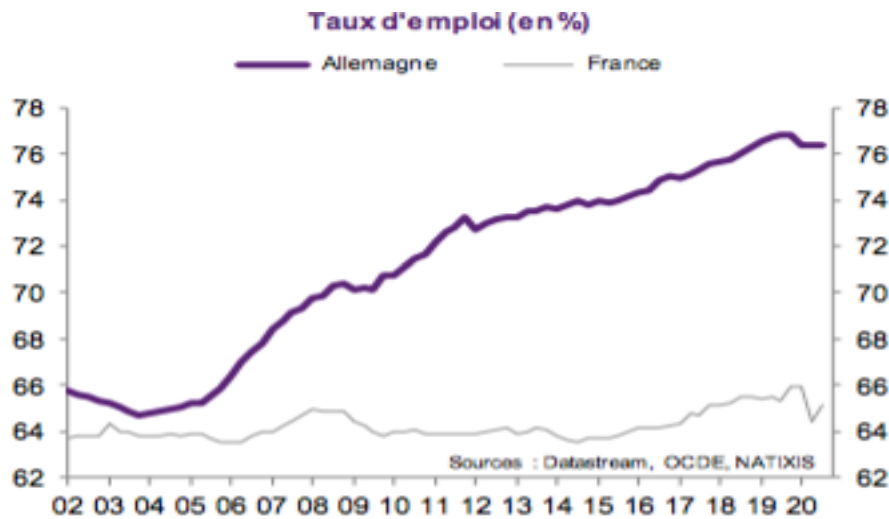
Source dataset: gov_10a_exp

L'EURO

Au 3^{ème} trimestre 2020, la balance des transactions courantes de la France a un solde négatif de 16 milliards d'euros, après un déficit de près de 19 milliards au 2^{ème} trimestre.

Le fait que la France enregistre de manière durable un déficit commercial est, avec la désindustrialisation, le manque d'entreprises fortes dans le domaine des nouvelles technologies, le recul de la part de marché de la France dans le commerce mondial, la diminution du niveau de vie et la faiblesse du taux d'emploi, un signe du déclin de la France.

Note concernant le taux d'emploi :



Note concernant le nombre d'entreprises dans les nouvelles technologies : la question du passage à une « économie verte et numérique » se pose à toute l'Europe, et si nous ne relevons pas favorablement ce défi, non seulement se confirmera le déclin évoqué plus haut mais aussi assistera-t-on à des vagues emboîtées de délocalisations, d'importations en forte croissance, et d'appauvrissements successifs.

On peut profiter aussi de ce résultat pour rappeler le lien entre déficit public et déficit extérieur :

Quand il y a déficit public, la quantité d'épargne privée domestique joue un rôle important car, si celle-ci est insuffisante, le déséquilibre conduira à un déficit extérieur plutôt qu'à l'inflation selon que l'élasticité des importations est forte ou non. Et, logiquement, si déficit extérieur il y a dans cette situation d'épargne privée insuffisante, on doit avoir soit une hausse des taux d'intérêt soit une dépréciation du change pour attirer les capitaux extérieurs nécessaires. Cette nécessité d'attirer les capitaux extérieurs oblige nos gouvernants à défendre l'attractivité du pays et, dans ce contexte, ils doivent favoriser les acquisitions d'entreprises françaises par des entreprises étrangères et par des fonds d'investissement étrangers, ce qui aurait en plus l'avantage de renforcer les fonds propres de nos entreprises, ce dont elles ont bien besoin. Or, des décisions récentes du ministre de l'économie vont à contre-sens...

L'euro cote 1,2071\$ le 26, après avoir coté 1,2048 le 5, 1,2119 le 12 et 1,2117 le 19.

• Mars 2021 ->

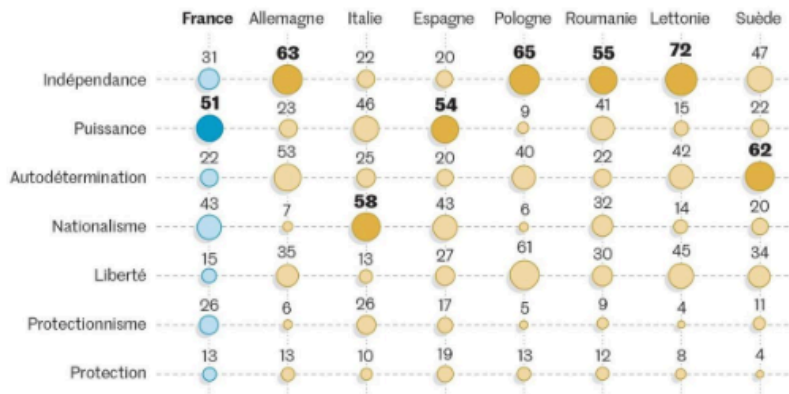
Le mardi 2, Rexecode fait une analyse pessimiste du recul important de la compétitivité de l'économie française en 2020 qui ne s'explique pas tellement par un défaut de spécialisation industrielle ni par le poids des contraintes sanitaires mais par une « fragilité générale » liée sans doute à la baisse de la part de l'industrie française dans la valeur ajoutée industrielle de l'ensemble de la zone euro (baisse de 0,4 point pour atteindre 14,1%, son plus bas historique).

Le mardi 2 aussi, Le Monde publie l'excellent résumé graphique suivant des résultats d'une enquête faite par Ipsos sur la question du ressenti de la souveraineté européenne par les Européens à l'initiative des fondations Jean Jaurès et Friedrich Ebert. Dans le schéma en haut et à droite, il apparaît que dans de nombreux pays les citoyens européens souhaitent le renforcement de la souveraineté européenne.

La souveraineté, un concept à géométrie variable

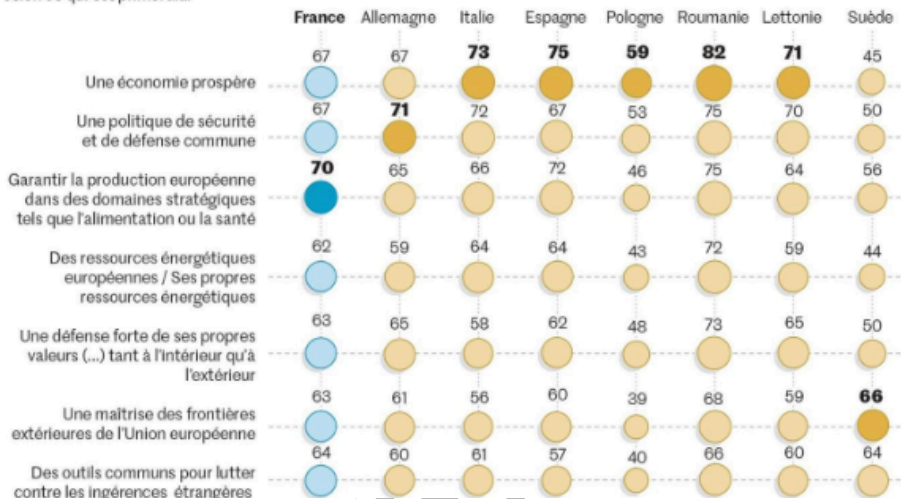
« Parmi les mots suivants, quels sont ceux que vous évoquent spontanément le terme de "souveraineté" ? En premier ? En deuxième ? »

en % de réponses



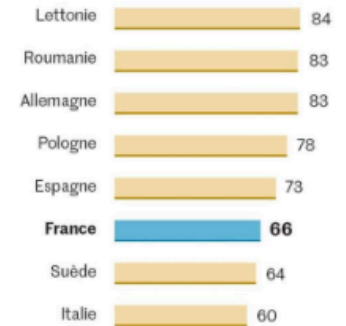
« Pour que l'Europe soit souveraine, doit-elle selon vous disposer de chacune des choses suivantes ? »

en % de réponses, selon ce qui est primordial

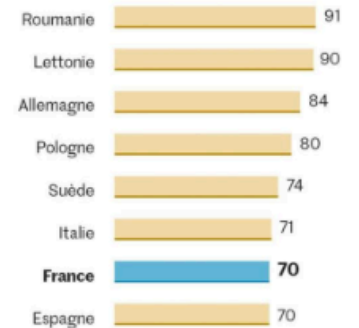


« Selon vous, faut-il renforcer... »

... la souveraineté européenne, pourcentage de « oui »



... la souveraineté de votre pays, pourcentage de « oui »



Ce sondage Ipsos, pour les fondations Jean-Jaurès et Friedrich-Ebert-Stiftung, a été réalisé entre le 28 décembre 2020 et le 8 janvier 2021, par internet, selon la méthode des quotas, auprès de 8 000 personnes, constituant 8 échantillons de 1 000 personnes représentatives de la population, âgées de 18 ans et plus, dans les 8 pays mentionnés.

Quand on analyse le fonctionnement actuel de l'UE sur le plan institutionnel, on est en droit de se poser la question de savoir s'il est effectivement réaliste de raisonner en termes de souveraineté européenne. Je rappelle que le souverain est celui qui a « la compétence des compétences », qui a donc le privilège de délimiter lui-même le champ de ses compétences. Or, en ce qui concerne l'UE, les traités précisent clairement qu'elle n'agit que dans la limite des compétences que les États membres lui ont attribuées pour atteindre les objectifs que ces traités établissent et que toute compétence non attribuée à l'UE dans les traités appartient aux États membres. On est d'ailleurs amené à distinguer les compétences exclusives (de l'UE), les compétences partagées (entre l'UE et les États membres), et les « compétences d'appui ». Pour compléter le dispositif, au principe d'attribution s'ajoutent le principe de subsidiarité et le principe de proportionnalité. La souveraineté s'exprime clairement dans les règles de vote et on sait que dans l'UE elle prend deux modalités, celle du vote à l'unanimité et celle de la majorité qualifiée, le vote à la majorité simple, pourtant prévu pour l'application initiale du traité de Rome de 1957 n'est maintenant pratiquement utilisé que pour les questions de procédure. La configuration institutionnelle de l'UE peut renvoyer finalement davantage à la notion de suzeraineté qu'à celle de souveraineté : on peut en effet constater

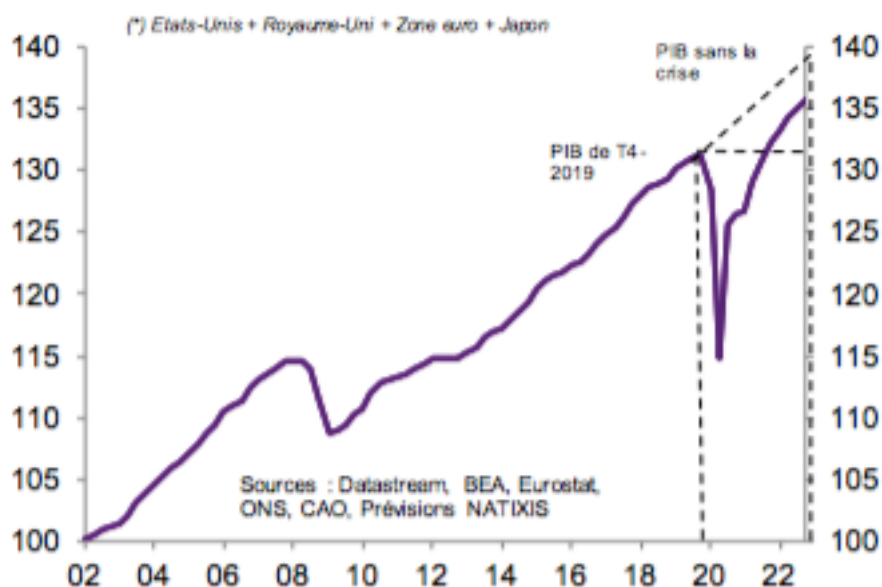
concrètement des comportements d'allégeance en particulier au sein de la Commission européenne où est affichée pourtant très clairement l'indépendance de ses membres et en particulier de ceux du Collège des commissaires, également à travers la répartition des « portefeuilles » au sein de la Commission et aussi au niveau de la nomination des fonctionnaires européens. Si bien que, dans ce cadre quasi-féodal, mon rêve fédéraliste est encore loin de pouvoir se réaliser !

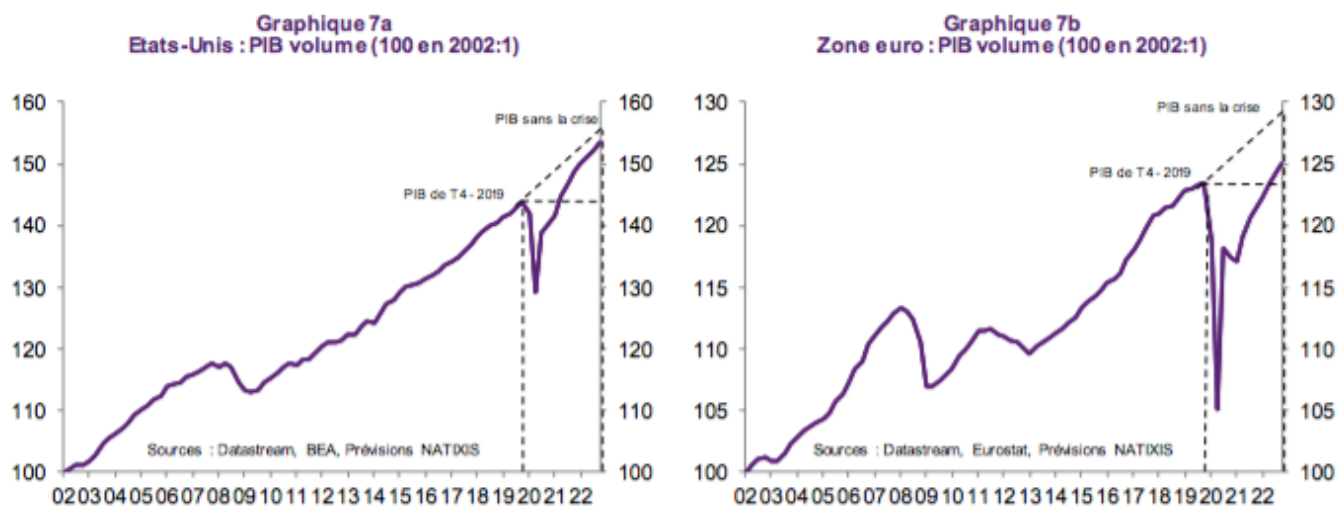
Le mercredi 3, la Commission européenne publie une communication concernant les politiques à adopter pour la période à venir, qui montre que le retour aux normes budgétaires n'est pas pour demain, peut-être pour 2023 mais la réforme du Pacte de stabilité et de croissance semble inévitable : « (...) La communication précise que la politique budgétaire devrait rester souple et s'adapter à l'évolution de la situation. Elle met en garde contre un retrait prématuré du soutien budgétaire, qui devrait être maintenu cette année et l'année suivante. Elle prévoit que lorsque les risques sanitaires seront moindres, les mesures budgétaires devraient progressivement devenir plus ciblées et tournées vers l'avenir, favorisant ainsi une reprise résiliente et durable, et que les politiques budgétaires devraient tenir compte de l'incidence de la facilité pour la reprise et la résilience. Enfin, les politiques budgétaires devraient prendre en considération la vigueur de la reprise et la viabilité de la situation budgétaire. (...) À la suite d'un dialogue entre le Conseil et la Commission, cette dernière jugera de l'opportunité de désactiver la clause dérogatoire générale ou de la maintenir activée sur la base des prévisions du printemps 2021, qui seront publiées au cours de la première quinzaine de mai. (...) La Commission confirme son intention de relancer le débat public sur le cadre de gouvernance économique, une fois que la reprise sera bien engagée ». Comme le précise Valdis Dombrovskis, « pour atténuer ces répercussions et promouvoir une reprise résiliente et durable, notre message est clair : le soutien budgétaire devrait se poursuivre aussi longtemps que nécessaire. Sur la base des indications actuelles, la clause dérogatoire générale resterait active en 2022 et serait désactivée en 2023. Les États membres devraient utiliser au mieux la facilité pour la reprise et la résilience, car elle leur donne une chance unique de soutenir leur économie sans grever les finances publiques. Des mesures rapides, temporaires et ciblées permettront un retour en douceur à la viabilité budgétaire à moyen terme ».

Le lundi 8, Yanis Varoufakis tweete : « Si prévisible, si triste : Mario Draghi a embauché McKinsey pour "organiser" la distribution de l'argent du Fonds de redressement en Italie. Et ensuite ? Amener la mafia à réorganiser le ministère de la Justice ? »

Le mercredi 10, dans son Flash Economie n°180, Natixis publie plusieurs graphiques importants. Nous en reproduisons trois :

Graphique 1
OCDE* : PIB volume (100 en 2002:1)





On se rend compte qu'en volume, le PIB de fin 2022 devrait se situer au-dessus de celui avant la crise sanitaire, mais encore significativement en-dessous de celui que l'on était en mesure d'espérer si la crise n'avait pas eu lieu ; et que la différence est plus importante pour la zone euro que pour les États-Unis. Il faut donc en attendre un nouveau de sous-emploi en rapport avec ces différences, et, par conséquent il est difficile d'imaginer dans ces conditions une reprise de l'inflation (les récentes anticipations inflationnistes des marchés financiers doivent être analysées de ce point de vue comme étant des surréactions aux annonces de soutien budgétaire énergique de l'économie, spécialement américaine). De plus, ces différences font apparaître - comme très souvent - une capacité d'adaptation plus grande de l'économie américaine et la question se pose de savoir si l'économie européenne, moins résiliente, ne va pas manquer de capacité de résistance.

Le jeudi 11, réunion de la BCE sur la politique monétaire.

« Le Conseil des gouverneurs a pris les décisions suivantes.

Premièrement, le Conseil des gouverneurs continuera d'effectuer des achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1 850 milliards d'euros, au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs prévoit que le rythme des achats au titre du PEPP sera nettement augmenté au cours du trimestre à venir par rapport aux premiers mois de l'année.

Le Conseil des gouverneurs procédera à ces achats de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. En outre, la flexibilité des achats (dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions) continuera de soutenir la transmission harmonieuse de la politique monétaire. Si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. Cependant, l'enveloppe peut aussi être recalibrée si cela s'avère nécessaire au maintien de conditions de financement favorables pour contrebalancer le choc négatif exercé par la pandémie sur la trajectoire de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs continuera de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2023. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

Deuxièmement, les achats nets effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs entend aussi poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Troisièmement, 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 -0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Enfin, le Conseil des gouverneurs continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, la troisième série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO III) demeure, pour les banques, une source intéressante de financement et soutient donc l'octroi de prêts bancaires aux entreprises et aux ménages.

Le Conseil des gouverneurs est prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie ».

Lors de la conférence de presse de Ch. Lagarde qui a suivi, on note ses propos suivants :

« (...) préserver des conditions de financement favorables pendant la pandémie reste essentiel. Les conditions de financement sont définies à partir d'un ensemble complet d'indicateurs multidimensionnels, couvrant l'intégralité de la chaîne de transmission de la politique monétaire, des taux d'intérêt sans risque et des rendements souverains aux rendements des obligations d'entreprise et aux conditions du crédit bancaire. Les taux d'intérêt de marché ont augmenté depuis le début de l'année, ce qui constitue un risque pour les conditions de financement au sens large (souligné par nous). Les banques utilisent les taux d'intérêt sans risque et les rendements des obligations souveraines comme références pour déterminer les conditions du crédit. Des augmentations des taux de marché, si elles sont fortes et durables et ne sont pas maîtrisées, pourraient se traduire par un resserrement prématuré des conditions de financement pour tous les secteurs de l'économie. Une telle évolution n'est pas souhaitable alors qu'il reste nécessaire de préserver des conditions de financement favorables pour réduire l'incertitude et renforcer la confiance, et soutenir ainsi l'économie tout en maintenant la stabilité des prix à moyen terme (souligné par nous aussi). (...)

Un recoupement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme qu'un degré élevé de soutien monétaire est nécessaire pour conforter l'activité économique et la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

S'agissant des politiques budgétaires, une orientation ambitieuse et concertée demeure essentielle au vu de la forte contraction de l'économie de la zone euro. À cette fin, le soutien apporté par les politiques budgétaires nationales doit être maintenu, compte tenu de l'atonie de la demande émanant des entreprises et des ménages, en lien avec la poursuite de la pandémie et les mesures d'endiguement associées. Cependant, les mesures budgétaires prises face à l'urgence de la pandémie doivent, autant que possible, rester temporaires et ciblées par nature pour lutter efficacement contre les vulnérabilités et soutenir une reprise rapide. (...) Le Conseil des gouverneurs reconnaît le rôle-clé du plan "Next Generation EU" et souligne l'importance de sa mise en œuvre opérationnelle sans délai. Il appelle les États membres à veiller à une ratification rapide de la décision relative aux ressources propres, à finaliser promptement leurs plans de relance et de résilience et à allouer les fonds à des dépenses publiques productives en menant en parallèle des politiques structurelles de renforcement de la productivité. Le plan "Next Generation EU" pourrait ainsi contribuer à une reprise plus rapide, plus forte et plus uniforme et accroître la capacité de résistance et le potentiel de croissance des économies des États membres, augmentant l'efficacité de la politique monétaire dans la zone euro ».

Également, ce jeudi 11 mars, soit 4 jours avant la date limite possible pour le faire, la Hongrie et la Pologne saisissent la CJUE pour demander l'annulation du mécanisme de conditionnalité du

versement des fonds communautaires au respect de l'État de droit. La décision pourrait être connue d'ici une dizaine de mois.

Le vendredi 12, Joe Biden signe le plan de relance de 1900 milliards de dollars après son adoption par la Chambre des représentants deux jours auparavant. Notons que le président des États-Unis réunit aussi une équipe d'experts en matière d'antitrust contre les GAFAs.

Le lundi 15, réunion de l'Eurogroupe, dont voici le communiqué en 9 points :

« . Un an plus tard, le monde reste sous l'emprise de la pandémie du COVID-19 et nous continuons de nous concentrer sur ses conséquences économiques et sociales. Notre réponse politique vigoureuse aux niveaux national, de la zone euro et de l'UE porte ses fruits. L'UE a mis en place de nouveaux instruments communs d'une taille sans précédent, notamment le mécanisme de relance et de résilience (FRR). Nous continuons à soutenir notre économie, nos citoyens et nos entreprises pendant ces périodes de détresse sanitaire et économique extraordinaire, en atténuant les effets de la crise.

. L'activation de la clause échappatoire générale et du cadre temporaire des aides d'État a permis aux gouvernements nationaux de mettre en place un niveau de soutien budgétaire de grande envergure en 2020, estimé à environ 8% du PIB, en plus de plans de liquidité d'environ 19% du PIB dans la zone euro. Cela dépasse de loin la réponse à la grande crise financière. Les trois filets de sécurité européens - SURE pour atténuer les risques de chômage, le Fonds paneuropéen de garantie de la BEI et le soutien du MES en cas de pandémie de crise, convenus en avril 2020 - complètent les réponses nationales. Les décisions de politique monétaire et les orientations prévisionnelles de la Banque centrale européenne, qui ont préservé des conditions favorables pour tous les secteurs de l'économie, ainsi que les actions des autorités de contrôle, ont également été indispensables. Ensemble, les mesures européennes ont soutenu la confiance, protégé des millions d'emplois et de moyens de subsistance et amorti l'impact de la crise pandémique sur les entreprises, protégeant ainsi les revenus et la capacité de production des pires effets de la pandémie.

. Les prévisions hivernales de la Commission pour 2021 ont confirmé que la récession en 2020 était sévère, quoique légèrement inférieure aux prévisions à l'automne dernier. Les progrès dans la mise au point de vaccins efficaces et un taux de vaccination élevé sont essentiels pour surmonter la pandémie. Cela permettra une plus grande ouverture de nos économies et une reprise de la croissance. Néanmoins, les perspectives restent assombries par l'incertitude et la reprise devrait être inégale selon les pays, les régions et les secteurs.

. Une coordination étroite du soutien budgétaire au sein de l'Eurogroupe a été un élément clé de notre réponse de politique économique commune à ce jour. Une coordination continue et solide de la politique budgétaire de soutien dans la zone euro reste essentielle pour garantir que nos économies entrent dans une phase de reprise soutenue. Nous nous félicitons de la communication de la Commission du 3 mars 2021 "Un an depuis l'épidémie de COVID-19: réponse de la politique budgétaire", fournissant des orientations politiques pour la coordination de notre orientation budgétaire favorable. À la lumière de l'évaluation de la Commission, nous réaffirmons la stratégie de politique budgétaire exposée dans notre déclaration de décembre 2020 sur les projets de plans budgétaires 2021.

. Nous sommes unis dans notre approche selon laquelle jusqu'à ce que la crise sanitaire soit terminée et que la reprise soit fermement engagée, nous continuerons de protéger notre économie en déployant le niveau nécessaire de soutien budgétaire. Soutenir l'activité économique et atténuer les effets de cicatrisation grâce à des mesures opportunes, temporaires et ciblées est la clé de la viabilité budgétaire à long terme. Le retrait prématuré du soutien budgétaire doit être évité. L'Eurogroupe s'est engagé à adopter une position de soutien dans la zone euro en 2021 et en 2022, en tenant également compte de la relance budgétaire découlant du FRR. Des réformes ambitieuses et des investissements productifs, soutenus par le FRR, sont essentiels pour accroître le potentiel de croissance à moyen terme. L'Eurogroupe prend note de l'indication préliminaire de la Commission selon laquelle la clause de sauvegarde générale continuera de s'appliquer l'année prochaine.

. Pour le moment, et tant que l'urgence sanitaire aiguë prévaudra, des mesures fiscales générales restent nécessaires pour protéger les citoyens et les entreprises. La politique budgétaire doit rester agile et s'ajuster efficacement à mesure que la situation sanitaire et économique évolue. Dans un deuxième temps, une fois la situation sanitaire améliorée et les restrictions assouplies, les mesures fiscales devraient progressivement s'orienter vers des actions plus ciblées pour promouvoir une

reprise résiliente et durable. Les entreprises viables mais toujours vulnérables devraient être aidées à éviter les problèmes de solvabilité, à rouvrir et à ajuster leurs modèles commerciaux. Les politiques devraient continuer de protéger les relations entre les employés et l'entreprise, tout en facilitant de plus en plus les transitions professionnelles et la création d'emplois pour les chômeurs et les inactifs. Les mesures devraient être adaptées au rythme et à la vigueur de la reprise dans chaque État membre et étayées par un engagement continu en faveur de la viabilité budgétaire.

. Une fois la reprise fermement engagée, les États membres de la zone euro devraient s'attaquer à l'augmentation des niveaux de dette publique en mettant en œuvre des stratégies budgétaires durables à moyen terme, en mettant l'accent sur l'amélioration de la qualité des finances publiques, l'augmentation des niveaux d'investissement et le soutien aux transitions verte et numérique. Les États membres devraient se concentrer sur des réformes qui favoriseront l'investissement privé et augmenteront la capacité de production de la zone euro.

. L'Eurogroupe reconnaît que le mécanisme de relance et de résilience (FRR) et les autres composantes de l'UE de nouvelle génération sont des outils européens de taille à notre disposition, qui faciliteront une orientation budgétaire favorable dans toute la zone euro. Ils offrent également une occasion unique de canaliser les investissements vers les domaines où ils sont le plus nécessaires et de soutenir les réformes propices à la croissance, contribuant ainsi à la viabilité budgétaire. Il est donc important d'intégrer le FRR dans les stratégies budgétaires à moyen terme. La relance budgétaire supplémentaire du FRR sera particulièrement importante pour les États membres de la zone euro où le financement du FRR est important par rapport à leur PIB ou à l'investissement public total. À cet égard, la mise en œuvre en temps voulu du RRF reste de la plus haute priorité.

. Compte tenu de l'incertitude persistante, l'Eurogroupe continuera de suivre la situation économique et de réfléchir à l'orientation budgétaire de la zone euro à moyen terme au cours des prochains mois. Nous coordonnerons nos actions pour garantir une réponse politique favorable et agile. Nous attendons avec impatience les nouvelles orientations de politique budgétaire de la Commission attendues fin mai, dans le cadre du paquet Semestre européen printemps 2021 et à la lumière des prévisions économiques du printemps de la Commission ».

Ce même lundi 15, l'INSEE publie un numéro d'« INSEE Première » sur l'emploi dans la fonction publique : « Fin 2019, 5,66 millions de salariés, soit un salarié sur cinq, travaillent dans la fonction publique. Ils sont 18 300 de plus qu'un an auparavant (+ 0,3 %). Parmi eux, 67,4 % ont le statut de fonctionnaire. En 2019, le nombre de contrats aidés continue de reculer dans les trois versants (- 34,4 %). Comme les années précédentes, une partie des anciens bénéficiaires de contrats aidés sont toujours dans la fonction publique en 2019, sous un autre statut (un peu plus d'un tiers en 2019). En équivalent temps plein, le volume annuel de travail y compris contrats aidés augmente de 0,3 %, après une baisse de 0,4 % en 2018. En 2019, le nombre de fonctionnaires diminue de nouveau (- 0,3 %) tandis que le nombre de contractuels augmente de 5,2 %. La hausse de l'emploi public résulte d'un double effet : les entrées augmentent et les sorties baissent. En dehors des changements de statuts, la hausse des entrées est principalement imputable aux contractuels, tandis que la baisse des sorties provient des bénéficiaires de contrats aidés ». (Notons que l'INSEE a fait paraître le jeudi 11 une note de conjoncture pour faire le point un an après le début de la pandémie).

Toujours ce lundi 15, le Président Macron emboîte le pas de l'Allemagne et d'autres pays européens en décidant la suspension de la vaccination avec le vaccin AstraZeneca en France.

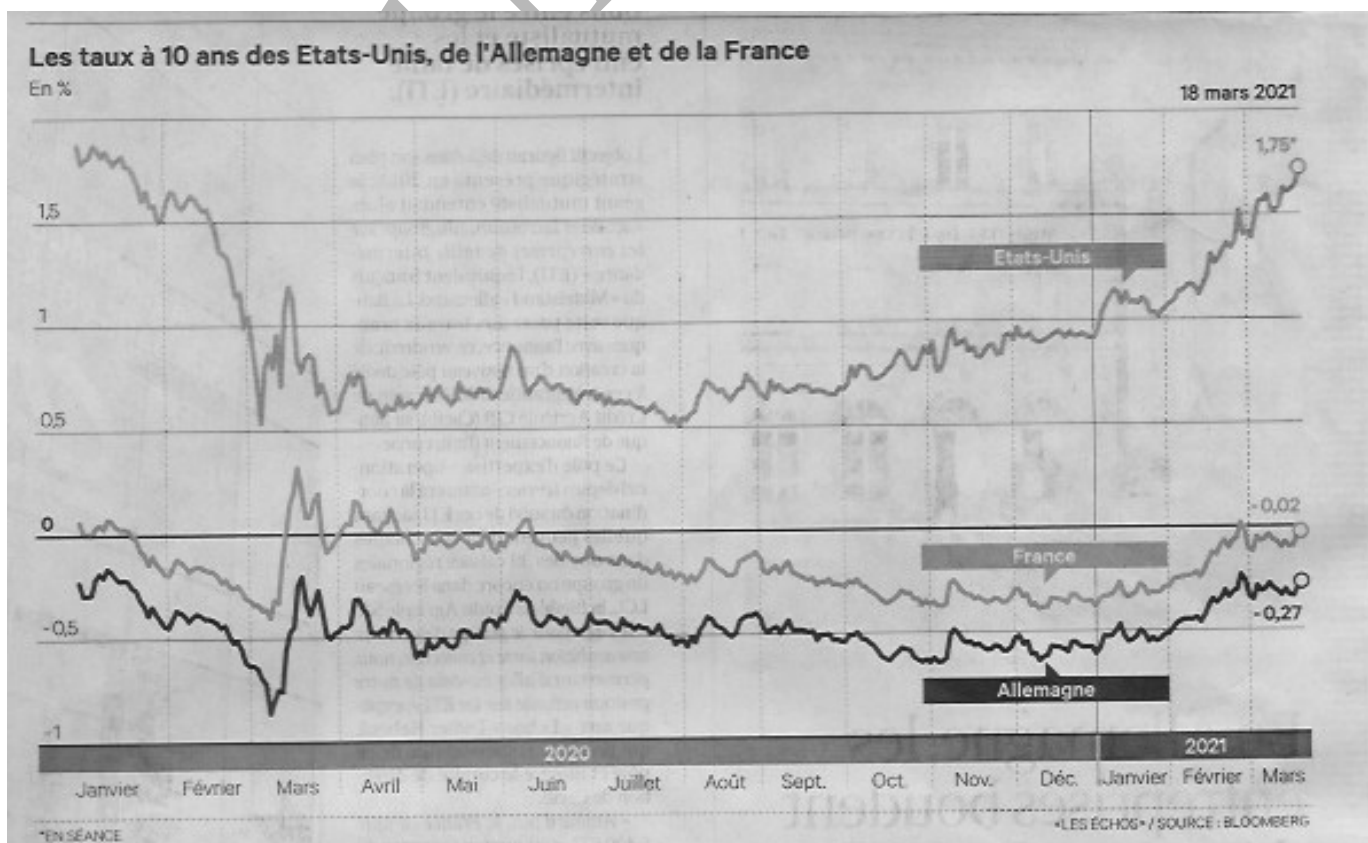
Cette décision amène 3 réflexions :

- *c'est la goutte d'eau qui fait déborder le vase des erreurs manifestes de la gestion de la crise sanitaire par l'UE en général et par plusieurs États membres, dont la France, en particulier ;*
- *la Commission européenne démontre à l'occasion de sa stratégie vaccinale énormément d'insuffisances et d'incompétences, ce qui ne peut que désoler tous ceux qui croient en l'Europe ; voir à ce sujet les analyses du professeur d'économie allemand Hans-Werner Sinn (signalons la publication en 2018 de son intéressant article sur « la politique budgétaire de la BCE »).*

L'EURO

- les incohérences des décisions françaises montrent la pertinence de la thèse défendue par François Facchini et Mickael Melki dans leur article publié en octobre 2019 (« The Democratic Crisis and the Knowledge Problem », *Politics & Policy*) dont ils proposent le résumé suivant : « Cet article fournit une nouvelle explication de la crise démocratique actuelle en se concentrant sur l'opposition croissante des citoyens aux élites politiques. Les démocraties modernes sont essentiellement des démocraties représentatives dans le sens où les citoyens sont représentés par une élite politique au pouvoir. Nous soutenons que les démocraties sont en crise parce que cette élite politique ne peut pas posséder les connaissances nécessaires pour gérer la complexité de l'ordre social et mettre en œuvre des choix rationnels. Ils échouent à traiter le savoir et jettent ainsi un doute parmi les citoyens sur la légitimité même de la démocratie. Cela produit une méfiance généralisée envers les élites, que l'on croyait capables de gérer la complexité sociale. En conséquence, la démocratie est considérée comme responsable des problèmes de société alors qu'ils découlent en fait de la surestimation par les élites de leur capacité à faire face à la complexité de la société ». Et cela pose clairement la question de la formation des élites de notre pays, qui est visiblement défaillante, pas seulement au niveau de la variété des viviers de recrutement des « grandes écoles » et des « grands corps » mais aussi et surtout au niveau du total conformisme des formations dispensées.

Le mercredi 17, la Fed maintient ses taux et annonce que c'est pour encore longtemps ainsi que son programme d'achats ; et réaffirme le principe d'« inflation symétrique » (accepter que le taux d'inflation dépasse la cible pour compenser la période où il était en-dessous). Tout cela malgré des informations optimistes sur la conjoncture à venir. Cela fait bondir les taux et élever le degré de leur variabilité. D'ailleurs, ils sont en phase d'augmentation depuis quelque temps comme le montre le graphique suivant, ce qui semble inquiéter davantage Christine Lagarde que Jerome Powell :



Judi 18, la BCE publie les résultats de sa toute récente allocation de TLTRO : 425 établissements financiers européens se sont partagé 330 milliards d'euros à taux négatif (ils gagnent de l'argent en empruntant...) : cela est sans doute le signe que les banques européennes sont prêtes à aider effectivement à la sortie de crise et à la reprise de la croissance.

Vendredi 19, alors que la France cherche à être une « start-up Nation », sous l'impulsion du Commissaire Th. Breton, l'UE voudrait être un « start-up Continent », avec la publication d'une déclaration commune sur le sujet des jeunes pousses, dans le cadre de la nouvelle stratégie industrielle présentée en 2020.

Du 22 au 25, sous l'égide de la BRI, les grands banquiers centraux se réunissent pour traiter de la position des BC face au numérique, à la blockchain et aux monnaies telles que le Bitcoin.

Mercredi 23, Olivier Passet produit sur Xerfi une réflexion qui résume bien les tenants et aboutissants de la question de l'annulation de la dette publique en zone euro :

« (...) Du côté des antis, annuler la dette Covid détenue par la banque centrale :

1. revient à faire financer le déficit par de la monnaie, ce qui est contraire aux traités ;
2. ne sert à rien puisque les États sont tenus de combler les pertes en capital de la banque centrale dans un jeu à somme nulle ;
3. atteint la crédibilité du système, créant une défiance sur la dette publique plus préjudiciable que le gain de l'annulation partielle.

Du côté des pro-annulations :

1. par son caractère exceptionnel et circonscrit, l'annulation ne remet pas en cause les principes généraux des traités ;
2. que la banque centrale détienne à son actif des titres publics (qui ne lui rapportent rien aujourd'hui et à haut risque de défaut en cas de remontée des taux) ou des fonds propres devenus négatifs après annulation à son passif (qui ne lui coûtent rien aussi) ne change pas grand-chose à son fonctionnement ;
3. il existe des pistes de faisabilité dans le non-dit des traités ;
4. et le remboursement compromet le financement écologique, risque plus lourd que celui du non-remboursement. (...)

Au fond, ce débat sur la dette est celui entre la peste d'une finance sans arrimage réel, en bulle permanente et produisant des distorsions de richesse perpétuelle, et le choléra d'une annulation qui fragilise la crédibilité du système, mais peut permettre demain à la banque centrale de reprendre la main sur la canalisation de la finance ».

Le paragraphe précédent cette conclusion est également intéressant :

« Bref, nous entrons dans une ère de QE massif et continu sans perspective de normalisation. Toute la politique monétaire et l'esprit des traités sont ainsi déjà dévoyés. La fonction première de la BCE n'est plus d'assurer la stabilité, mais de produire un artifice qui évite l'effondrement du système. Le statu quo sur la dette valide en fait cette fuite en avant où la banque centrale n'a plus aucune marge de régulation monétaire. Toute remontée des taux ferait exploser le système et le bilan même de la banque centrale surexposée sur le risque souverain, avec des pertes très supérieures à l'annulation de la dette Covid. En attendant, la mission ultime et délirante de la banque centrale est une fuite en avant dans la liquidité et les taux zéro, qui évite la ruine des détenteurs d'action ou d'immobilier et lamine l'épargne des petits détenteurs rémunérés par intérêt ».

Vendredi 26, la Cour suprême allemande (la cour constitutionnelle de Karlsruhe) suspend la ratification par l'Allemagne du plan européen de relance en raison du recours pour son financement de l'émission par la Commission d'une dette européenne commune. La Cour décide que le texte de loi, qui vient d'être approuvé par les parlementaires, ne devait pas être paraphé par le chef de l'État dans l'attente d'une décision sur le recours en référé.

Cette position de la cour de Karlsruhe, pas surprenante en elle-même, bloque gravement le dispositif et met à mal la politique de la chancelière Merkel.

L'EURO

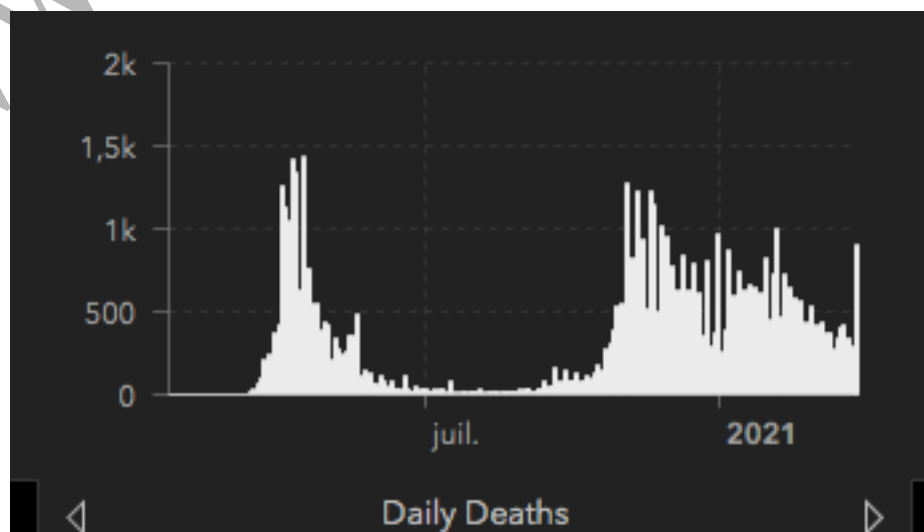
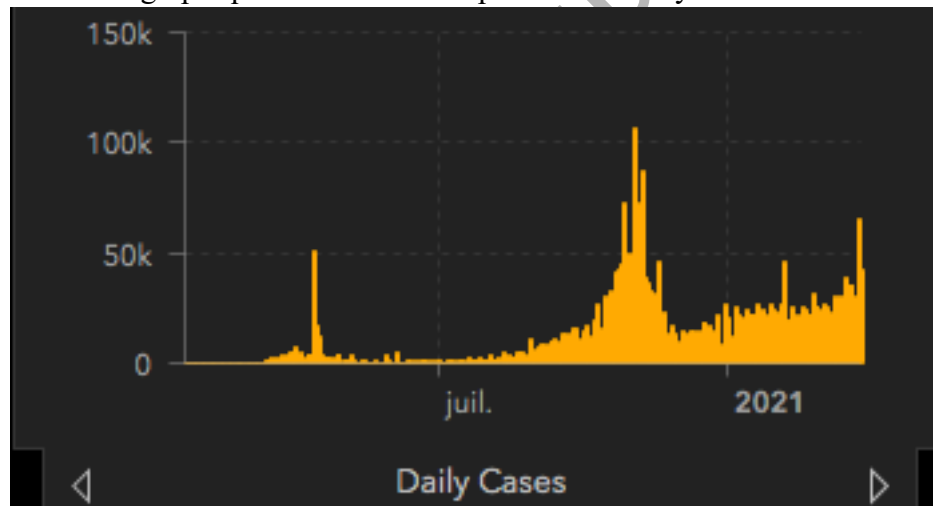
Cela s'ajoute à l'impossibilité pour l'UE de gérer convenablement la crise sanitaire : décidément, l'Europe va très mal ! En tous les cas, cette crise démontre que l'on manque d'Europe et que la gouvernance intergouvernementale est en échec ! D'ailleurs, ces jours-ci, Marc Touati d'un côté (dans Capital) et Olivier Passet de l'autre (sur Xerfi Canal) écrivent sur les risques mortels que courent la zone euro et l'UE, le premier en se posant la question « l'explosion de la zone euro est de plus en plus probable, qui veut sa peau ? », et le second en constatant « l'impuissance suicidaire de l'Europe face à la crise de la Covid ».

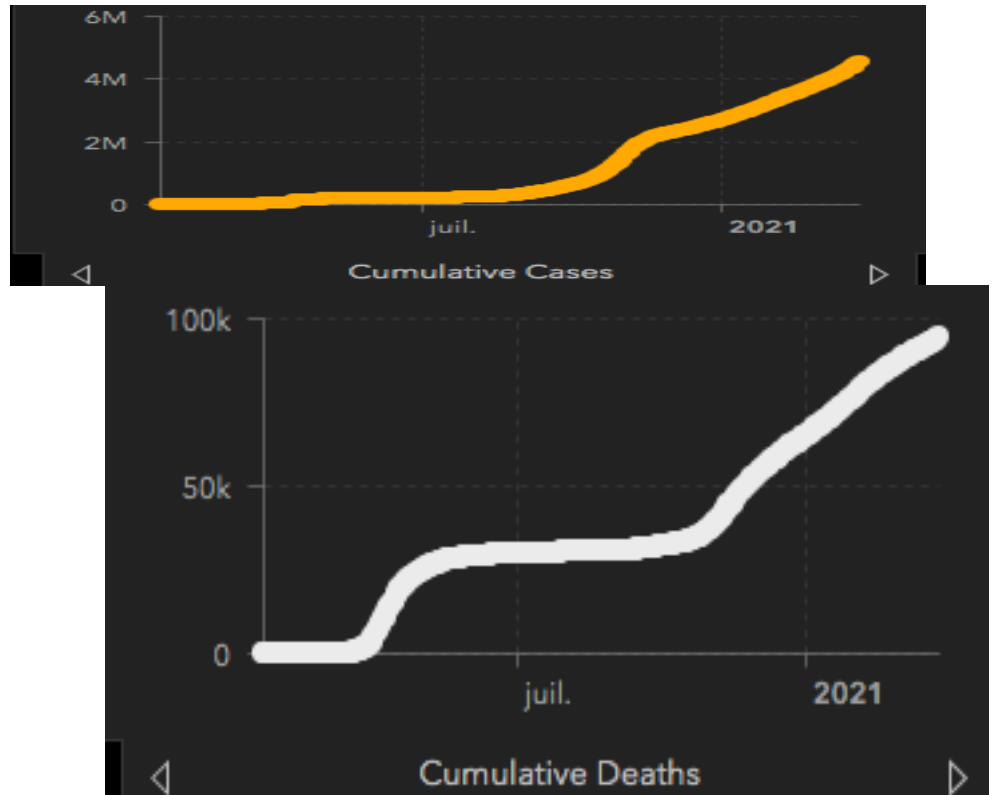
Le mercredi 31, le Président Joe Biden annonce un plan colossal de 2250 milliards de dollars - après le plan « Covid » de 1900 milliards lancé en mars - pour rénover (à hauteur d'un tiers) les infrastructures traditionnelles telles que ponts, routes, aéroports ainsi que que les transports publics et urbains, pour des investissements sociaux (pour un autre tiers), c'est-à-dire pour aider les personnes âgées et handicapées, pour moderniser et construire des logements, ..., pour soutenir l'industrie manufacturière et pour favoriser la science de l'avenir ; pour assurer la transition énergétique avec le véhicule électrique (10%). Ainsi, Joe Biden montre sa volonté de réhabiliter l'État fédéral stratège après 40 ans de révolution conservatrice lancée par Ronald Reagan au tout début des années 1980 ; avec pour ambition de renforcer la compétitivité américaine. C'est donc le retour du « big government » à la fois sanitaire, politique, économique et climatique. Pour financer ce plan, il est prévu d'augmenter les impôts, notamment sur les entreprises, ce qui cause bien sûr l'opposition des Républicains, surtout que la dette devrait beaucoup augmenter malgré tout.

Notons que les études montrent que sur la croissance potentielle les dépenses publiques en faveur des infrastructures et de l'industrie ont relativement moins d'effet positif que les dépenses en faveur de la santé, de la R&D et de la formation.

À l'approche de la fin de ce mois de mars, voici quelques statistiques :

- D'abord, sur la Covid avec les graphiques de la Johns Hopkins University :





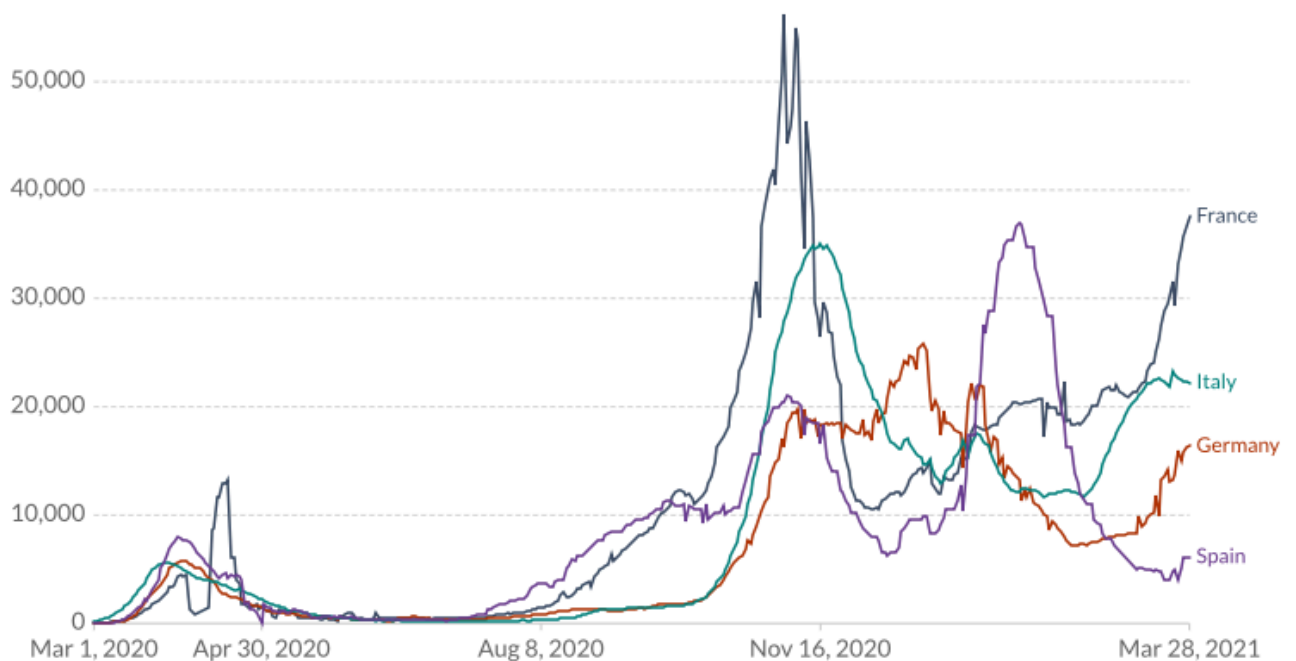
• Pour compléter, voici des statistiques trouvées sur le site de « Our World in Data » :

Daily new confirmed COVID-19 cases

Shown is the rolling 7-day average. The number of confirmed cases is lower than the number of actual cases; the main reason for that is limited testing.



LINEAR LOG + Add country



Source: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

CC BY

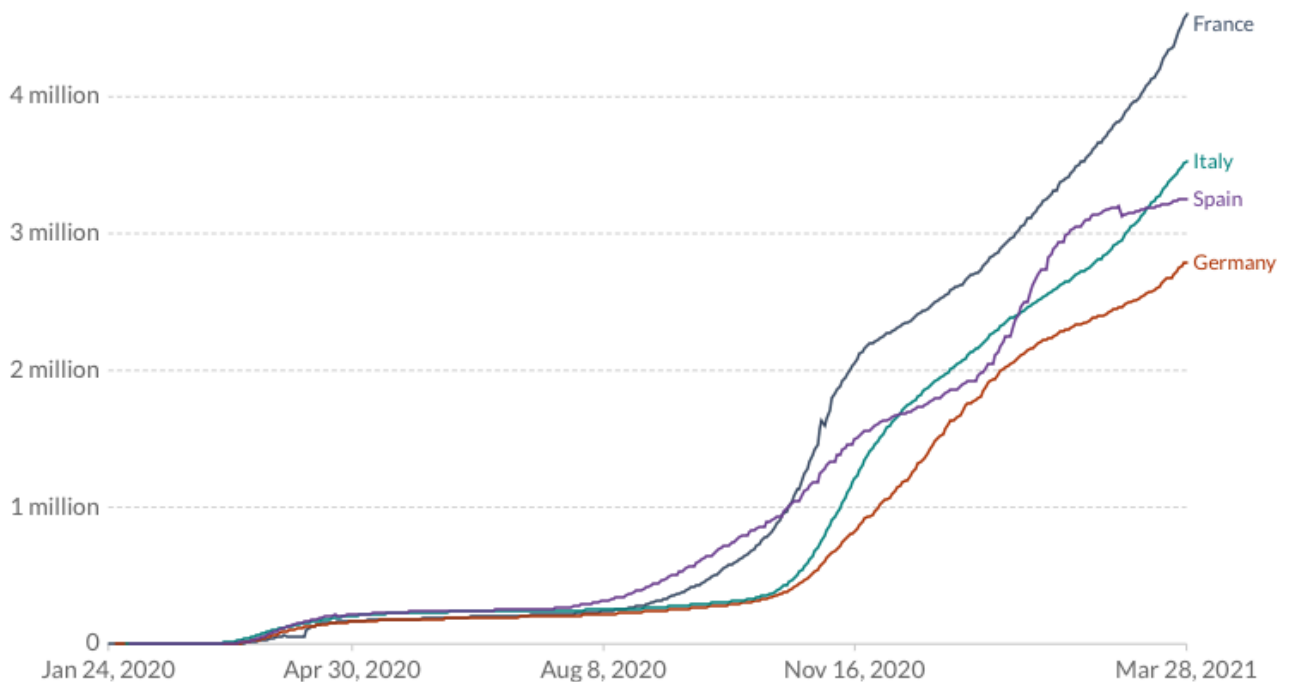


Cumulative confirmed COVID-19 cases

The number of confirmed cases is lower than the number of actual cases; the main reason for that is limited testing.

Our World
in Data

LINEAR LOG + Add country



Source: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

CC BY

- Après s'être contractée de 6,8% en 2020, l'économie de la zone euro devrait rebondir de 3,9% en 2021 selon l'OCDE et de 4% selon la BCE. Mais les restrictions nouvelles qu'appelle l'évolution actuelle de la situation sanitaire ainsi que les retards enregistrés dans la mise en œuvre de la stratégie vaccinale risquent de ternir ces prévisions. De plus, la reprise ne sera pas homogène.

Selon Christian Gollier, directeur général de la Toulouse School of Economics, « une semaine de retard dans la vaccination contre la Covid, c'est 2500 morts et 8 milliards d'euros de pertes supplémentaires ». Voir son étude « The welfare cost of vaccine misallocation, delays and nationalism » publiée le 26 de ce mois.

- De son côté, l'INSEE publie la notification suivante concernant les finances publiques françaises :

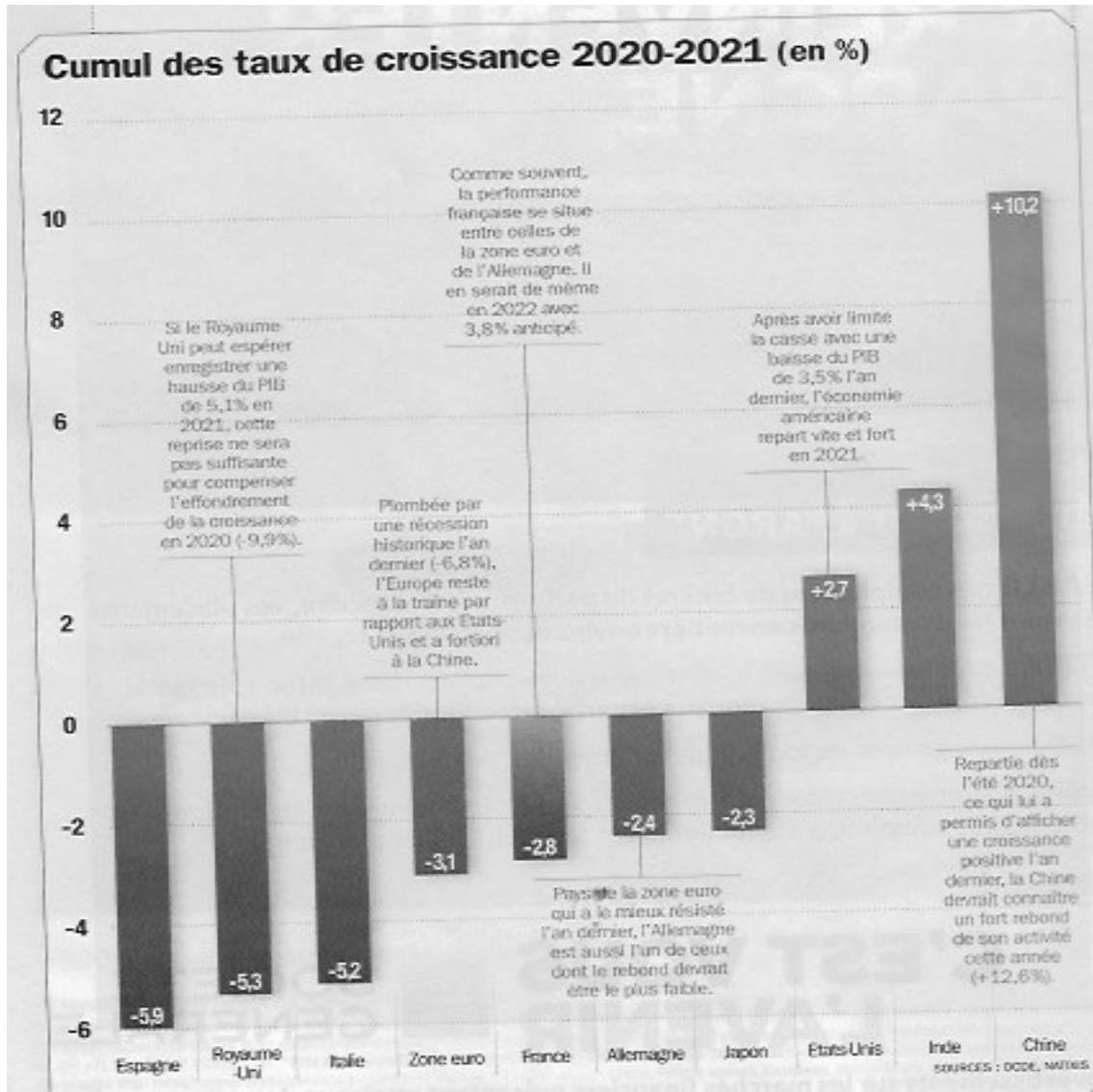
Ratios de finances publiques

	2017	2018	2019	2020
(en % du PIB)				
Déficit public	-3,0	-2,3	-3,1	-9,2
Dettes publique (brute)	98,3	98,0	97,6	115,7
Dettes publique nette*	89,4	89,2	88,9	103,2
Recettes publiques	53,5	53,4	52,3	52,9
Dépenses publiques	56,5	55,6	55,4	62,1
Prélèvements obligatoires	45,1	44,7	43,8	44,7
(évolution en %)				
Dépenses publiques	2,5	1,3	2,6	5,5
<i>Dépenses publiques hors crédits d'impôt</i>	<i>2,5</i>	<i>0,7</i>	<i>2,8</i>	<i>7,1</i>
<i>Dépenses publiques hors crédits d'impôt et hors charges d'intérêt</i>	<i>2,8</i>	<i>0,7</i>	<i>3,3</i>	<i>7,7</i>
Recettes publiques	3,8	2,5	1,1	-5,0

* La dette publique nette est égale à la dette publique brute moins les dépôts, les crédits et les titres de créance négociables détenus par les administrations publiques sur les autres secteurs.

Sources : Insee, DGFIP, DGTrésor, notification de mars 2021.

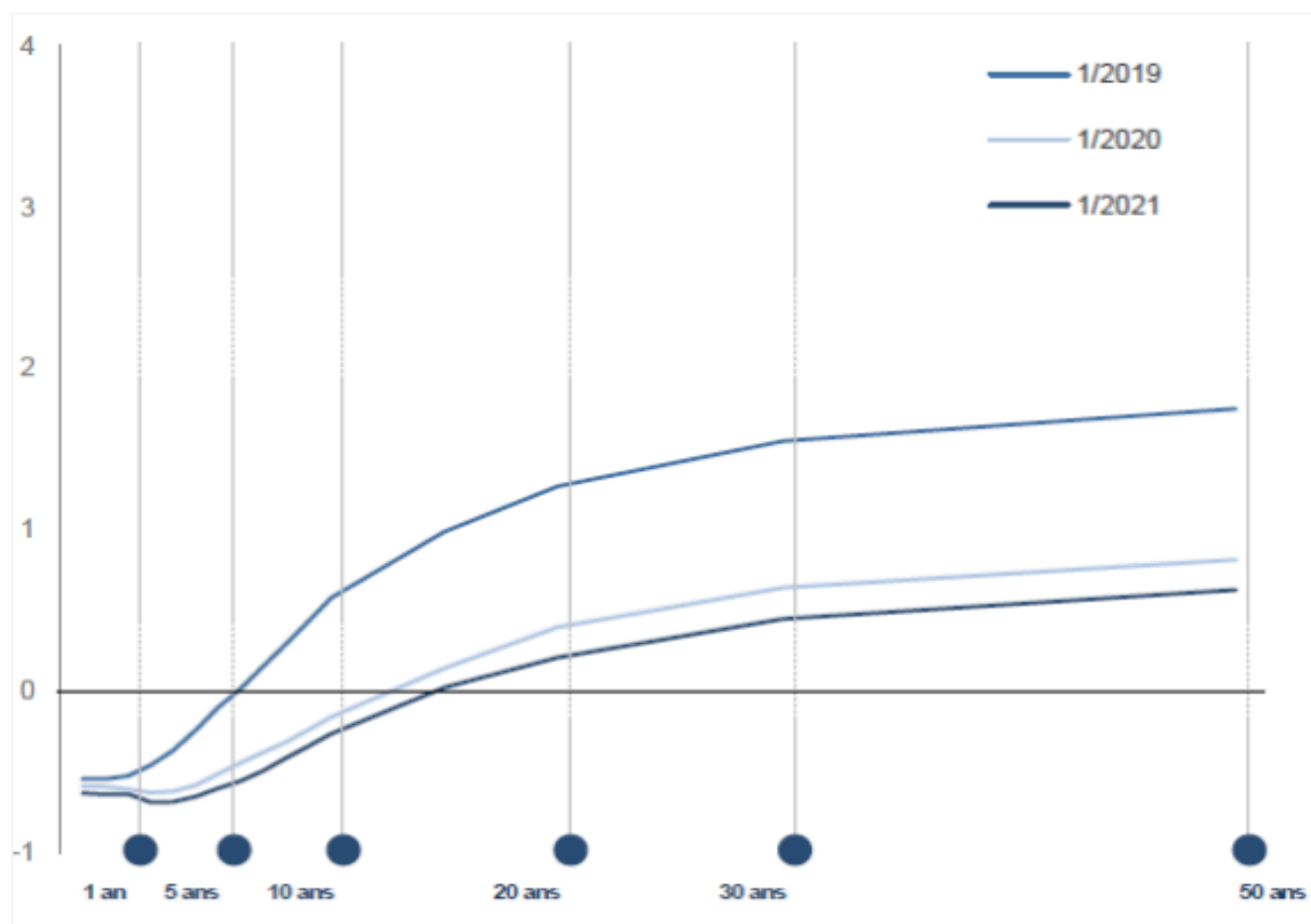
- Le graphique suivant montre à quelles performances de croissance plusieurs pays sont parvenus à l'occasion de la crise sanitaire.



- Enfin l'AFT donne les informations suivantes :

Courbe des taux sur titres d'État français

valeur en fin de mois, en %



source : Bloomberg
[Bulletin mensuel de l'Agence France Trésor]

Encours de la dette négociable depuis 2017

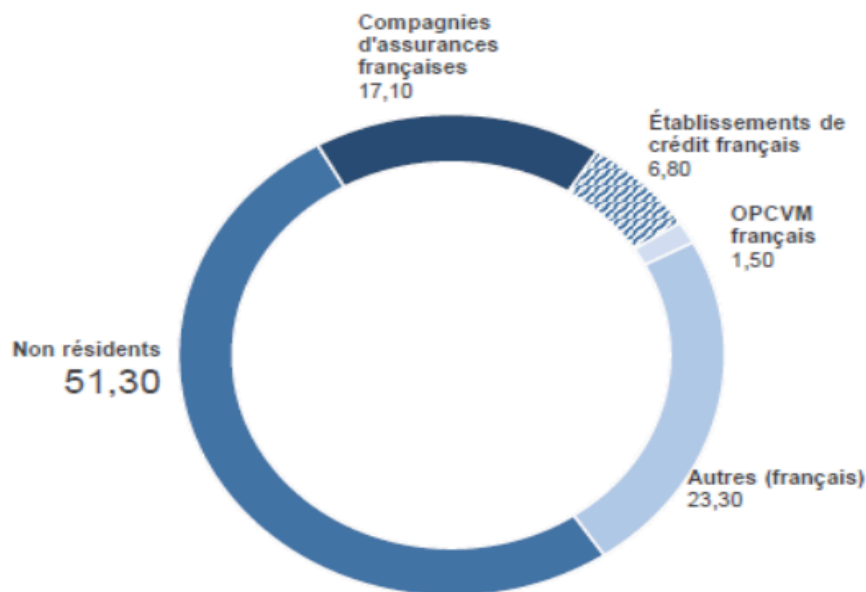
En milliards d'euros

	Fin 2018	Fin 2019	Fin 2020	Fin déc 2020	Fin janv 2021
Encours de la dette négociable	1 756	1 823	2 001	2 001	2 032
<i>dont titres indexés</i>	220	226	220	220	222
Moyen et Long Terme	1 644	1 716	1 839	1 839	1 871
Court Terme	113	107	162	162	161
Durée de vie moyenne de la dette négociable					
	7 ans	8 ans	8 ans	8 ans	8 ans
	336 jours	63 jours	73 jours	73 jours	120 jours

Source : Agence France Trésor
[Bulletin mensuel de l'Agence France Trésor]

Détention des titres de la dette négociable de l'État par groupe de porteurs au 2^{ème} trimestre 2020

structure exprimée en valeur de marché

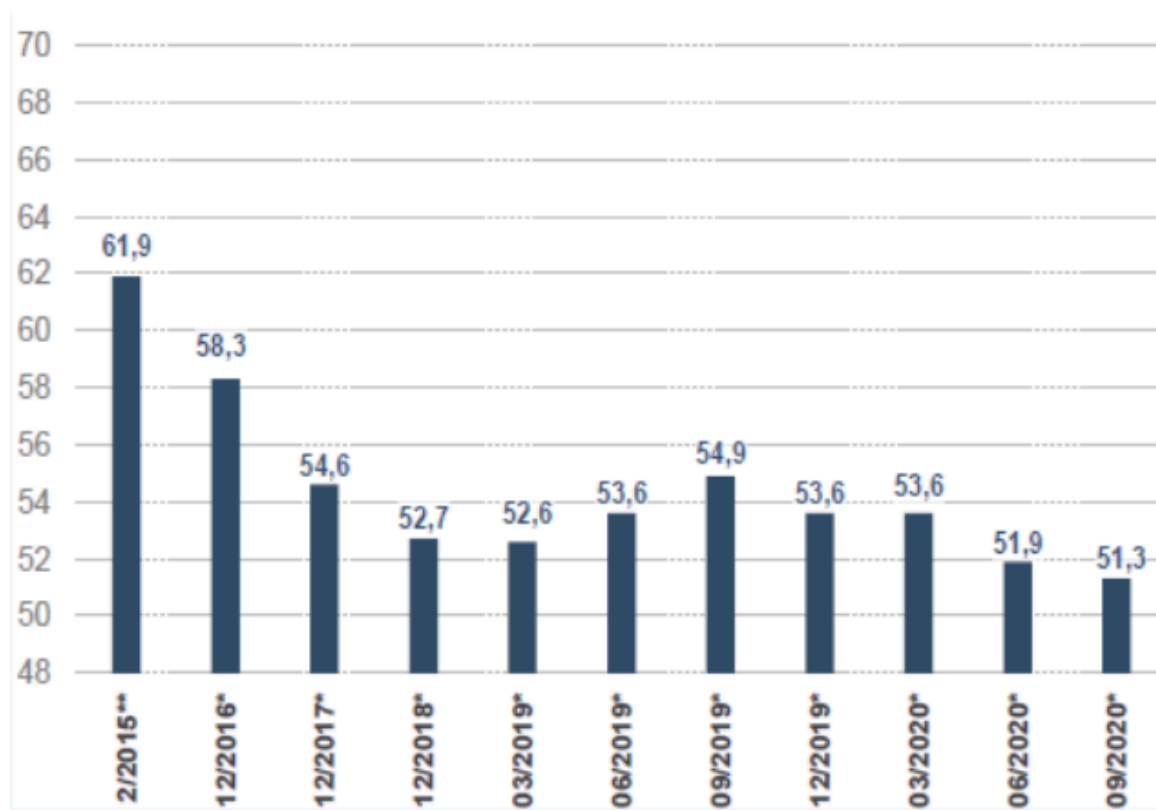


Source : Banque de France

[Bulletin mensuel de l'Agence France Trésor]

Détention par les non-résidents des titres de la dette négociable de l'État au 2^{ème} trimestre 2020

en % de la dette négociable



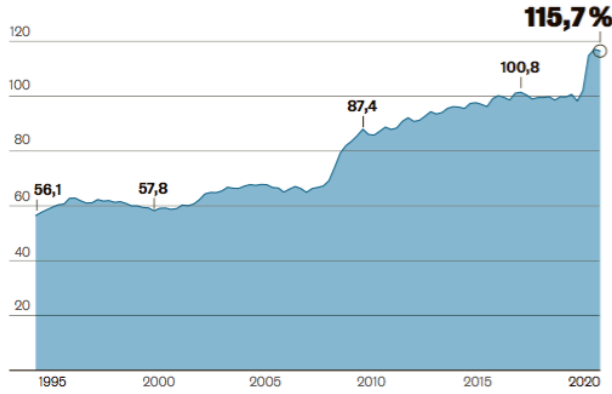
(*) Chiffres établis avec les positions titres trimestrielles

(**) Chiffres révisés avec la position titres du dernier rapport annuel

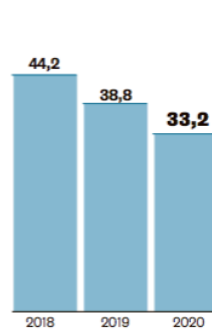
- Dans son édition du samedi 27, Le Monde publie les graphiques suivants sur les conséquences de la crise sanitaire sur les comptes publics français :

Une dette record en 2020

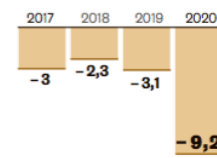
Evolution trimestrielle de la dette publique, en % du PIB



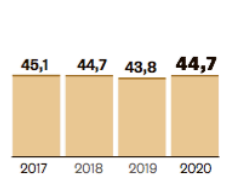
Intérêts de la dette, en milliards d'euros*



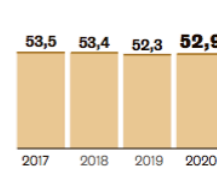
Déficit public, en % du PIB



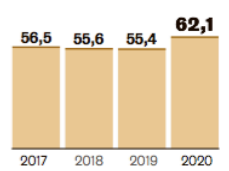
Prélèvements obligatoires**, en % du PIB



Recettes publiques, en % du PIB



Dépenses publiques, en % du PIB



*Hors correction au titre des services d'intermédiation financière indirectement mesurés

**Impôts, cotisations sociales et taxes fiscales

Infographie Le Monde • Source : Insee

Le cours de l'euro baisse à cause des inquiétudes qu'inspirent les ratés de la vaccination en Europe :

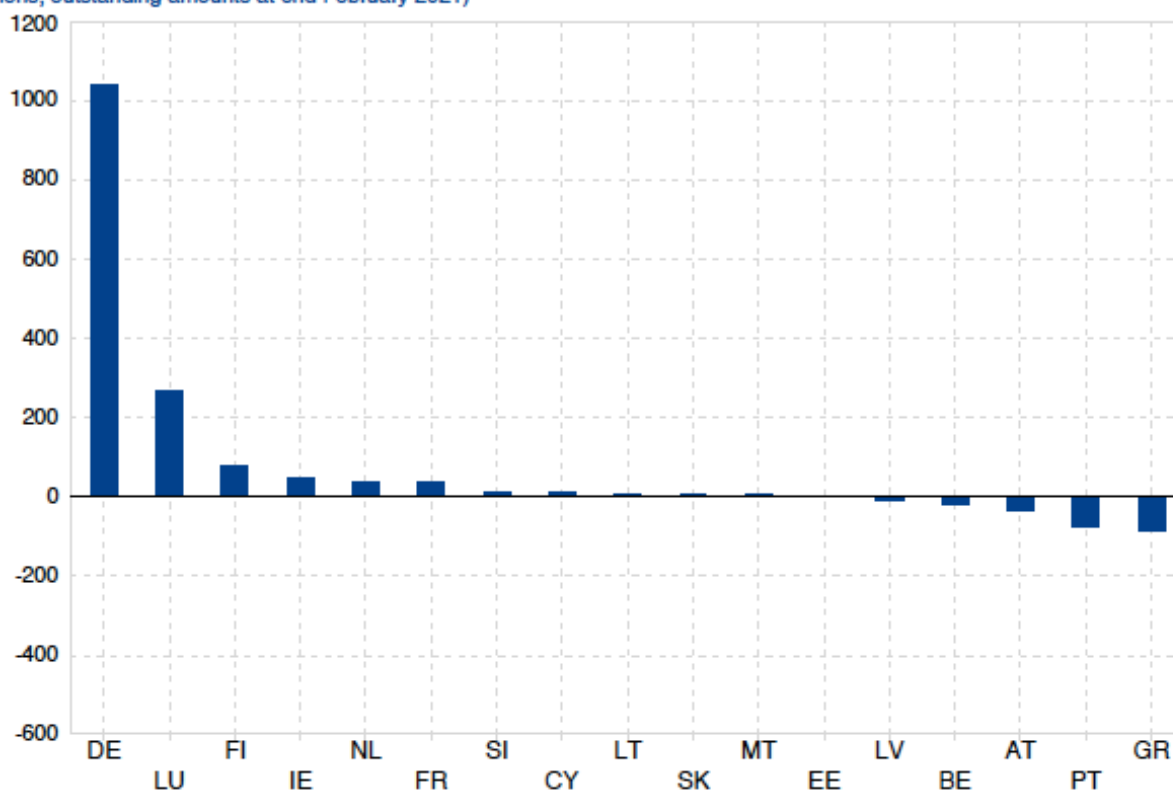
HISTORIQUE 5 JOURS

	22-03	23-03	24-03	25-03	26-03	29-03	30-03
DER.	1.193	1.185	1.181	1.177	1.182	1.177	1.176
VAR.	-0.12%	-0.68%	-0.33%	-0.34%	0.43%	-0.50%	-0.09%
OUV.	1.189	1.194	1.185	1.181	1.177	1.179	1.177
+HAUT	1.195	1.194	1.185	1.183	1.182	1.180	1.178
+BAS	1.188	1.184	1.181	1.176	1.177	1.176	1.175

Balances TARGET 2 :

1.2 Last reference period

(EUR billions; outstanding amounts at end February 2021)



Source: ECB, ECB calculations.

Le déséquilibre entre le Nord et le Sud de l'Europe existe toujours mais est moins prononcé qu'il y a 1 an (voir à la date du 5/5/2020) et la France est passée dans le camp des pays à balance positive...

Il n'empêche que plusieurs économistes s'alarment en cette fin de mois de mars - à nouveau - sur la grande fragilité de la zone euro :

- Les économistes de Natixis analysent « Pourquoi l'Europe est une construction fragile » :
« La fragilité de la construction européenne vient de deux facteurs essentiellement :
. les écarts considérables de coût du travail qui existent entre les pays de l'Union Européenne, alors qu'il y a libre-échange et soit monnaie unique soit grande stabilité des taux de change. Le biais de compétitivité en faveur des pays à salaires faibles (pays d'Europe Centrale) dégrade fortement la situation de certains pays d'Europe de l'Ouest et les désindustrialise, et ce biais de compétitivité sera très long à corriger ;
. le fait que dans une Union Économique et Monétaire les pays peuvent complètement exploiter leurs avantages comparatifs, d'où une forte spécialisation productive. Cela conduit à ce que certains pays où certaines régions progressivement n'aient plus que des productions de biens et services peu sophistiqués donc connaissent une forte régression de leur niveau de vie relatif. Cette évolution est impossible à combattre, même par le fédéralisme, puisqu'il est efficace d'exploiter les avantages comparatifs.

La France est clairement un exemple d'un pays européen qui souffre à la fois de la concurrence des pays d'Europe de l'Est et d'une spécialisation productive pénalisante ».

Notons d'ailleurs que les mêmes économistes de Natixis distinguent deux groupes de pays de la zone euro concernant la progression du revenu par tête depuis la création de l'euro, ceux où cette progression est forte - Slovaquie, Slovénie, Finlande, Pays-Bas, Autriche, Portugal, Belgique, Allemagne, Espagne - et ceux où cette progression est faible ou nulle - France, Italie et Grèce - et ils ont calculé que, en ne tenant pas compte de la Slovaquie ni de la Slovénie, 65% de l'écart entre les progressions du revenu par habitant au sein de la zone euro s'explique par l'écart entre les compétences de la population active. Il y a donc urgence à redresser les compétences dans nos pays, sans quoi les autres politiques risquent d'être peu ou même pas efficaces.

Voici une expression chiffrée de ce sur quoi j'insiste systématiquement : l'importance décisive de la qualité de notre système d'éducation et de formation.

- Marc Touati, dans Capital se pose la question « l'explosion de la zone euro est de plus en plus probable, qui veut sa peau ? » : « à l'image de pompiers pyromanes, ce sont les dirigeants politiques et monétaires de la zone euro, qui, sous couvert de vouloir sauver cette dernière "quoi qu'il en coûte", sont en train de la mettre en danger et de menacer jusqu'à son existence pour les années à venir ».
- Olivier Passet, sur Xerfi Canal, en constatant « l'impuissance suicidaire de l'Europe face à la crise de la Covid » : « La zone euro est plus vulnérable que jamais et avec elle l'UE dans son ensemble. Nous avons jusqu'ici souligné les mécanismes endogènes qui la fragilisent : - notamment les forces de divergence que renforce un régime de monnaie unique sans transferts budgétaires suffisants pour permettre à la périphérie de recoller au cœur ; - l'incapacité des économies à produire une synergie positive de croissance ; - un partenariat de production et d'innovation pris dans le jeu d'une concurrence fiscale et sociale fratricide ; - et bien sûr un carcan de règles qui limitent le pouvoir de réaction d'économies frappées de façon très asymétrique par les chocs de l'économie mondiale. Cette critique est classique et elle est contrebalancée par une ligne de défense tout aussi classique : la dimension protectrice de l'euro pour de petites et moyennes économies face à des turbulences de plus en plus surdimensionnées ; la capacité de l'Europe à se réformer et à déroger de façon opportune à ses règles, notamment sur le plan financier depuis 2008. Et au bout du compte, l'Europe fait figure d'espace de frustration, mais aussi de robustesse, qui survit aux crises qui l'assaillent. Nous entrons dans une guerre des modèles économiques. Sauf que cette lecture ambivalente passe à côté d'un nouveau champ de menaces inégalées depuis la crise sanitaire, que je qualifierai d'exogènes, et qui bousculent toute la philosophie de la construction européenne. Pour dire les choses plus explicitement, depuis quelques années, le champ de la concurrence s'est déplacé. Nous nous sommes toujours figuré la mondialisation comme une extension géographique de la concurrence entre les marchandises, les hommes et les capitaux. Or, ce qui s'opère aujourd'hui sous nos yeux, c'est un déplacement de la concurrence sur les modèles économiques. Nous sommes entrés sans bien le réaliser dans une guerre DES capitalismes, une guerre des systèmes de régulation dont nous ne connaissons pas encore l'issue et qui prend totalement de cours la mythologie européenne. (...) In fine, l'UE apparaît de plus en plus comme un attelage lourd et discordant, une empêcheuse d'agilité et de ripostes défensives. Elle voit poindre à sa frontière avec le Brexit le contre-modèle d'un pays qui renonce à l'illusion de la force collective et mise sur un souverainisme véloce de marché. Une sorte de modèle israélien à sa frontière qui n'attend pas tout de la taille et des forces magiques de la concurrence. Elle regarde à cette heure cette aventure solitaire comme un suicide programmé, sans voir que dans la guerre des modèles, le sien est en urgence absolue ».

Les économistes de Natixis que l'on vient de citer à propos de la situation inquiétante de l'euro proposent par ailleurs une étude fort instructive sur l'efficacité de l'État dans plusieurs pays et sur plusieurs années (2011-2021), à partir d'un indice synthétique calculé à partir de 14 critères élémentaires portant sur l'éducation, la santé, la sécurité, l'innovation, le marché du travail et la pauvreté ; et leur conclusion est sans appel :

« Ceci permet d'identifier :

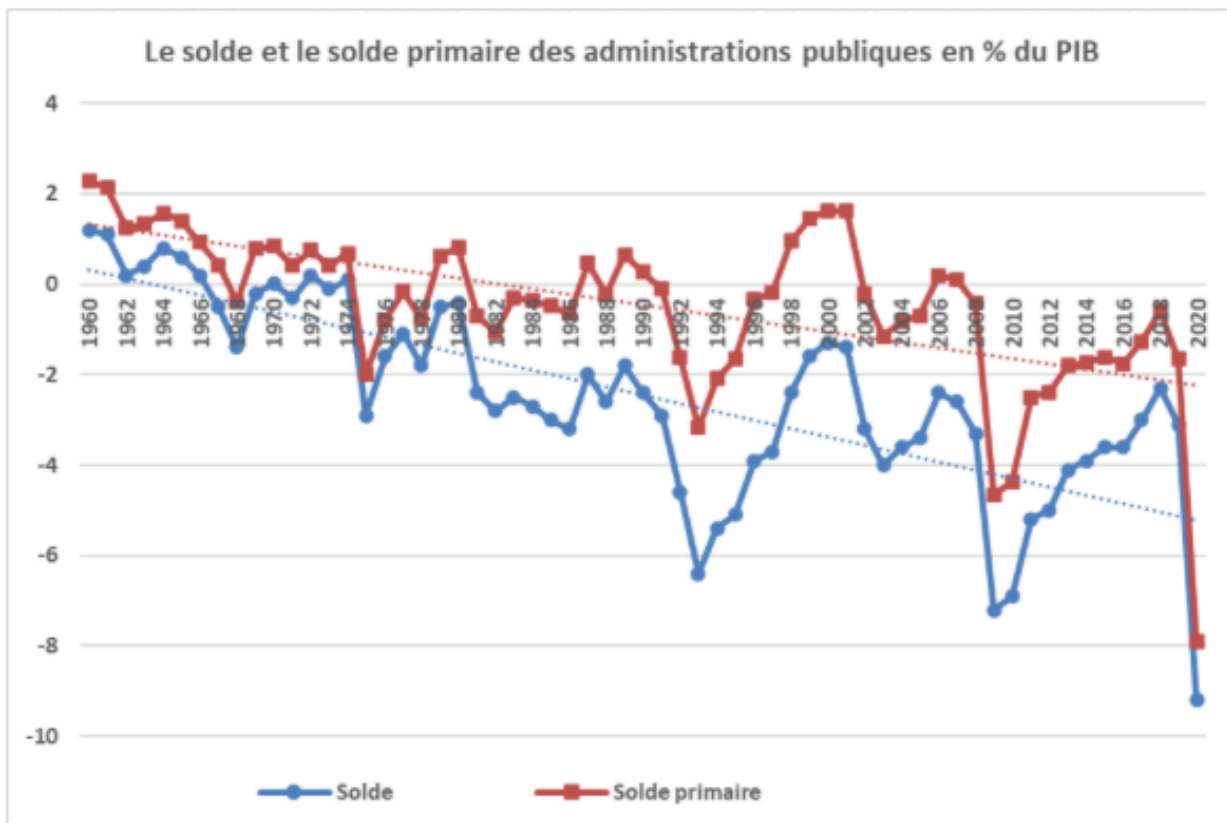
- .les pays où l'efficacité de l'État s'est améliorée : États-Unis, Espagne, Irlande, Portugal, Australie
- .les pays où l'efficacité de l'État est restée stable : Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Suède, Finlande, Danemark, Belgique, Autriche, Japon ;
- .les pays où l'efficacité de l'État s'est dégradée : France, Italie, Pays-Bas, Grèce.

Nous comparons ensuite l'évolution de l'efficacité de l'État et l'évolution du poids des dépenses publiques. Nous voyons qu'il n'y a pas de relation : accroître les dépenses publiques n'accroît pas l'efficacité de l'État.

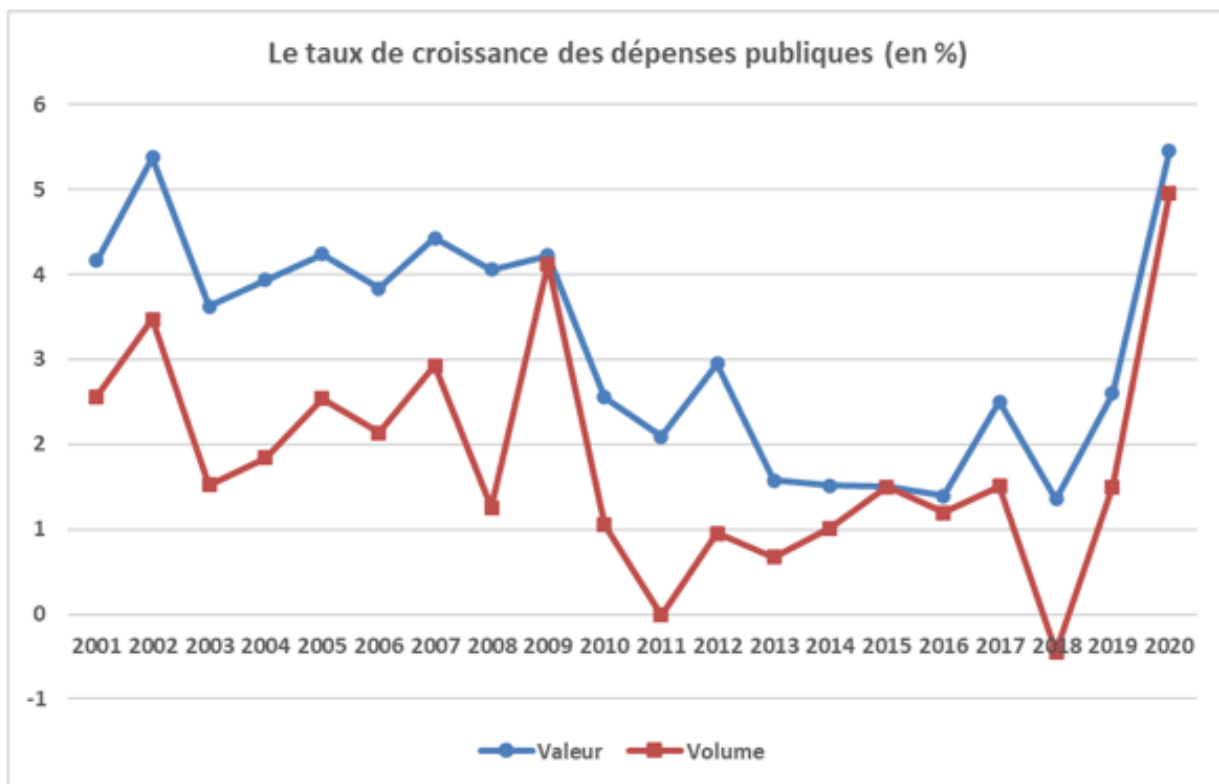
Nous comparons enfin le niveau de l'efficacité de l'État et le taux de mortalité due à la Covid ; nous voyons que les pays où l'efficacité de l'État est faible sont ceux où la mortalité est élevée ».

• Avril 2021 ->

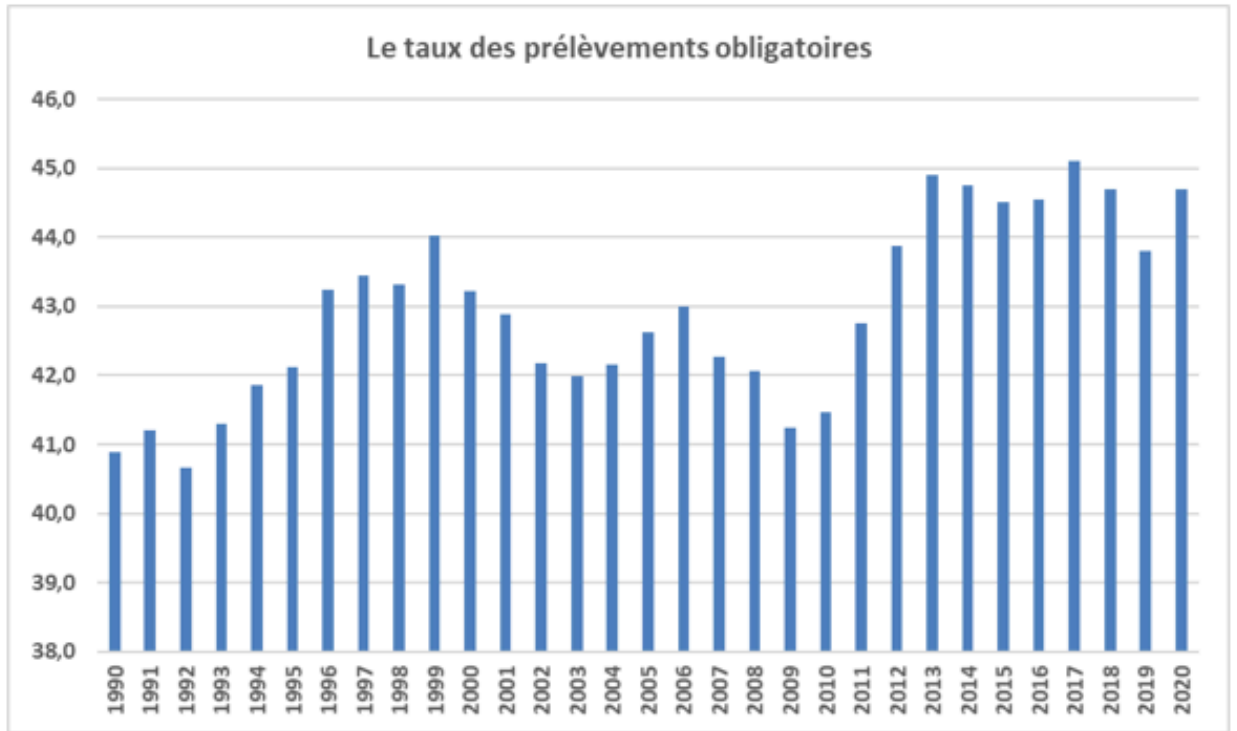
Le site Fipeco fait paraître une intéressante synthèse de François Écalle sur « La situation des finances publiques en 2020 », avec en particulier les schémas suivants :



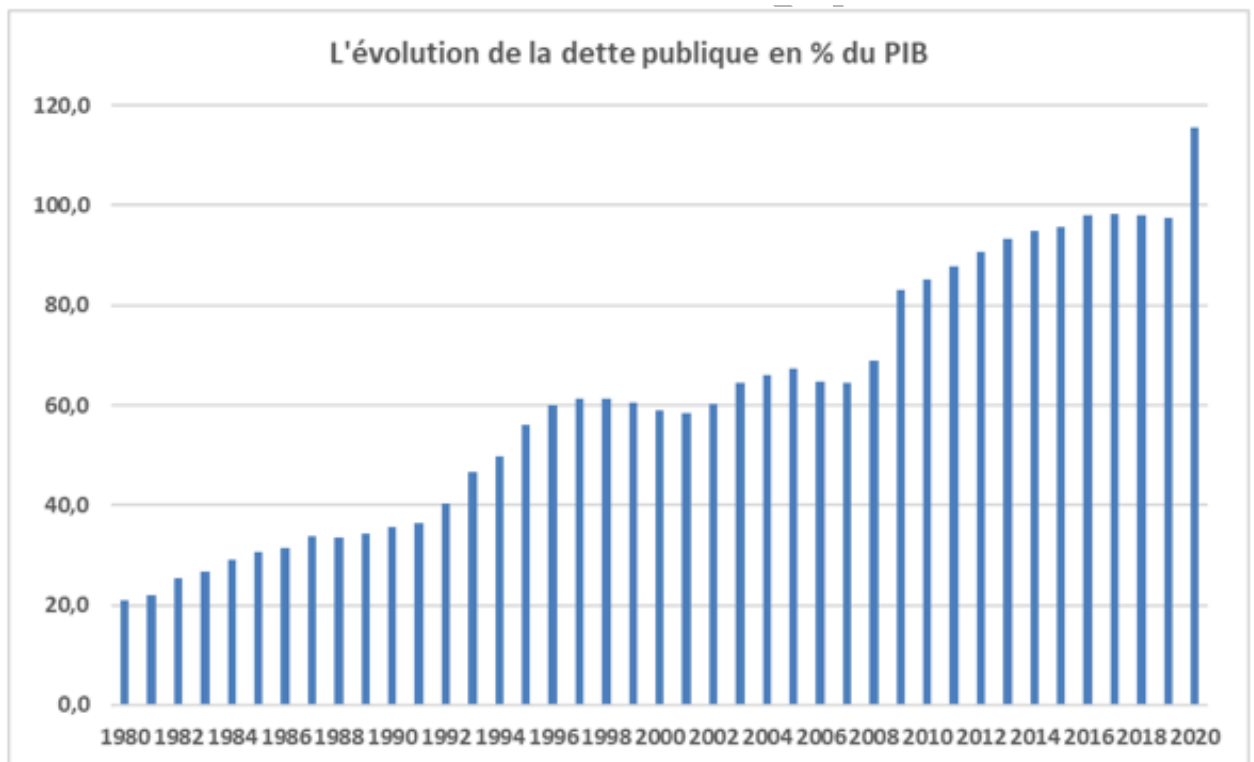
Source : Insee ; FIPECO.



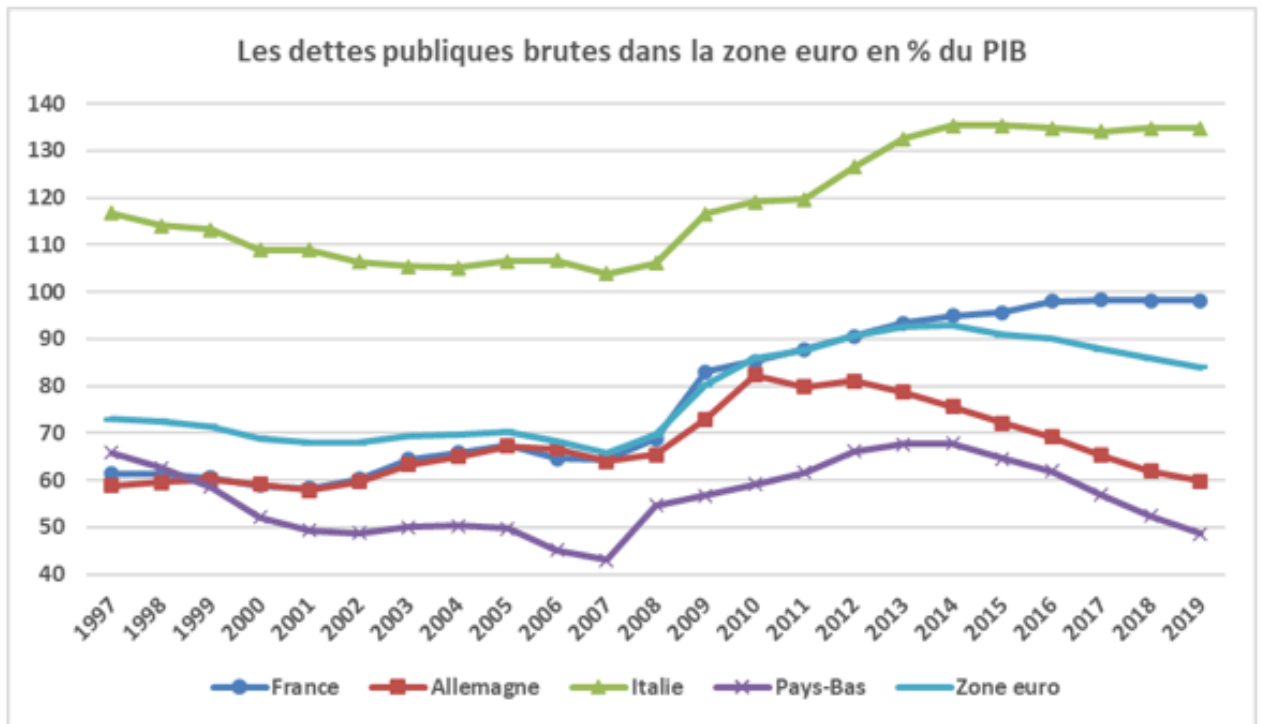
Source : Insee ; FIPECO ; crédits d'impôts inclus.



Source : Insee ; FIPECO.



Source : Insee ; FIPECO

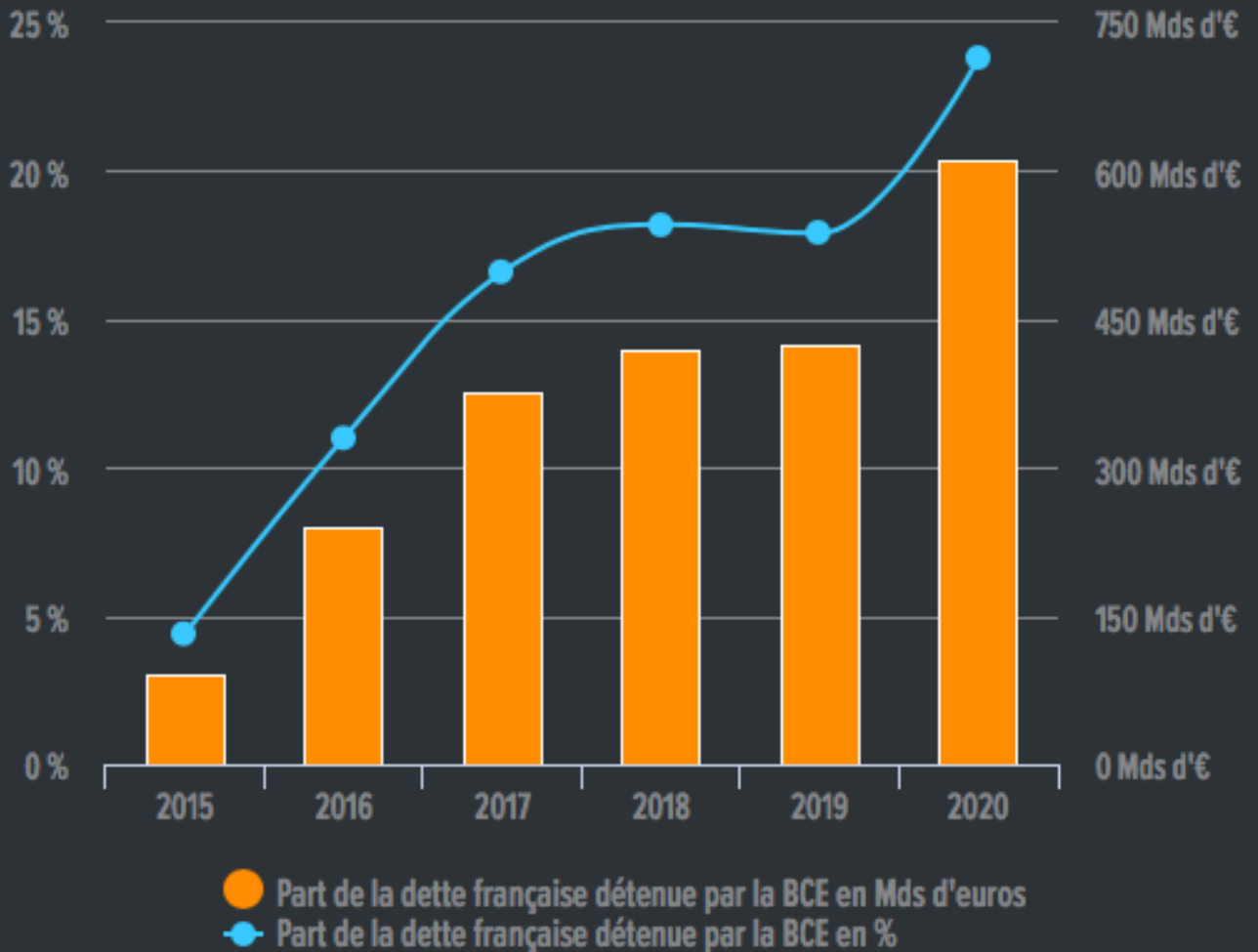


Source : Eurostat ; FIPECO.

Ce dernier schéma montre très clairement que la dette française continue à partir de 2011 à augmenter alors que celle de l'Allemagne revient progressivement à la hauteur de la norme européenne de 60% du PIB...

La BCE détient un quart de la dette française

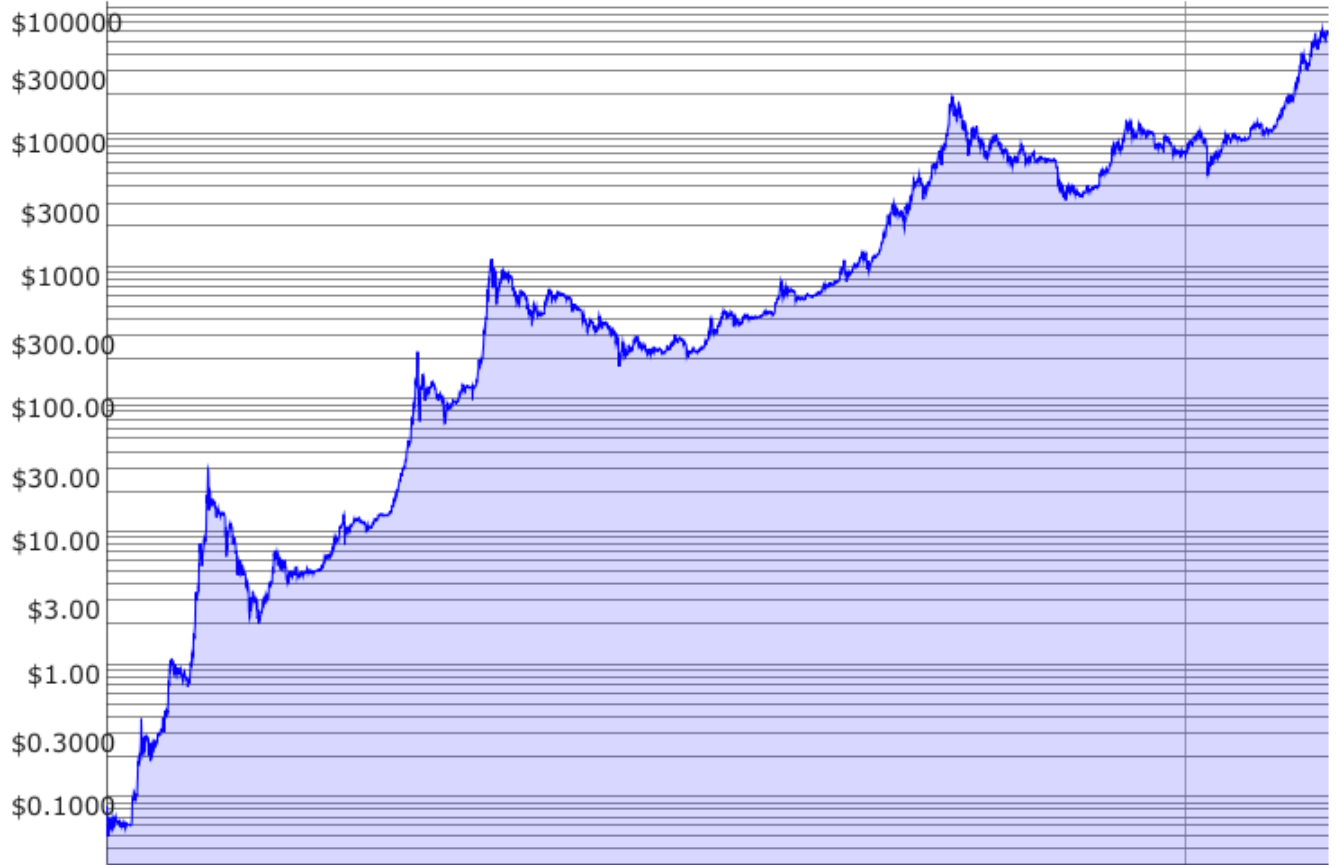
Part de la dette française détenue par la BCE, en fin d'année, en % et en milliards d'euros



Source : BCE et Alternatives Économiques.

De son côté, le Bitcoin bénéficie toujours d'une forte demande spéculative et continue son insolente progression :

Taux de change à l'échelle logarithmique (en USD)



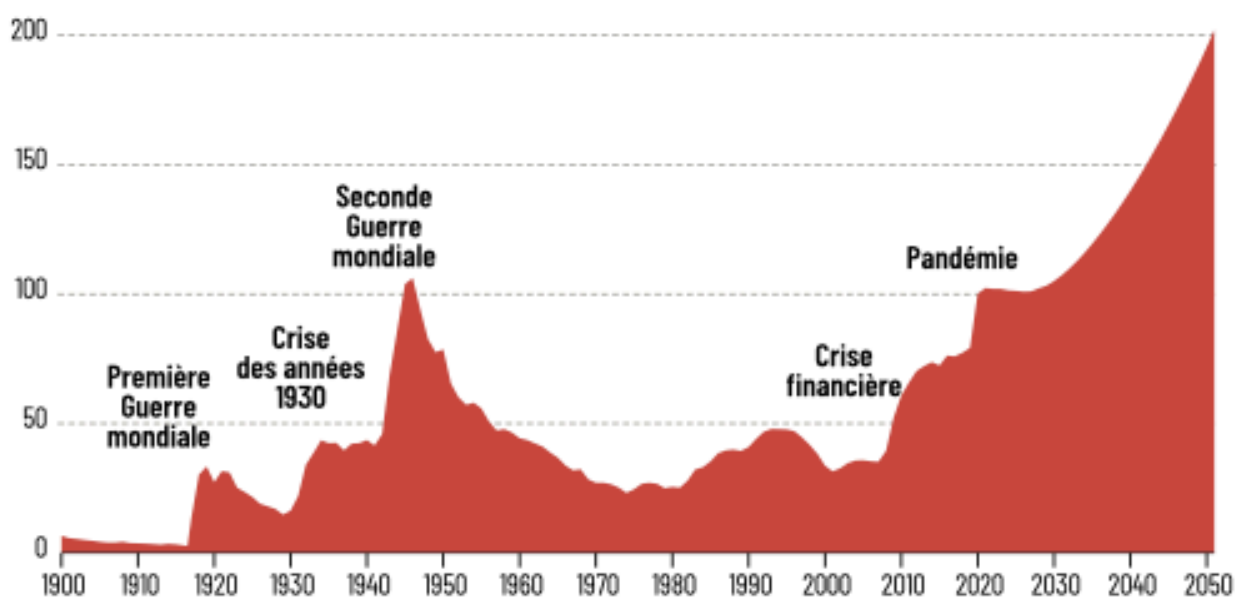
Source : Bitcoin.fr

www.christia

Etats-Unis : une dette publique sans limite

Dette publique des Etats-Unis, en % du PIB

N. B. : les projections du Congressional Budget Office (CBO) sont fondées sur les mesures connues en janvier 2021. Elles n'intègrent donc pas : le plan de relance de 1 860 milliards voté en mars, le futur plan d'infrastructures et d'éducation de 3 000 milliards, la réforme fiscale devant rapporter 2 800 milliards et l'impact de toutes ces mesures sur la croissance.



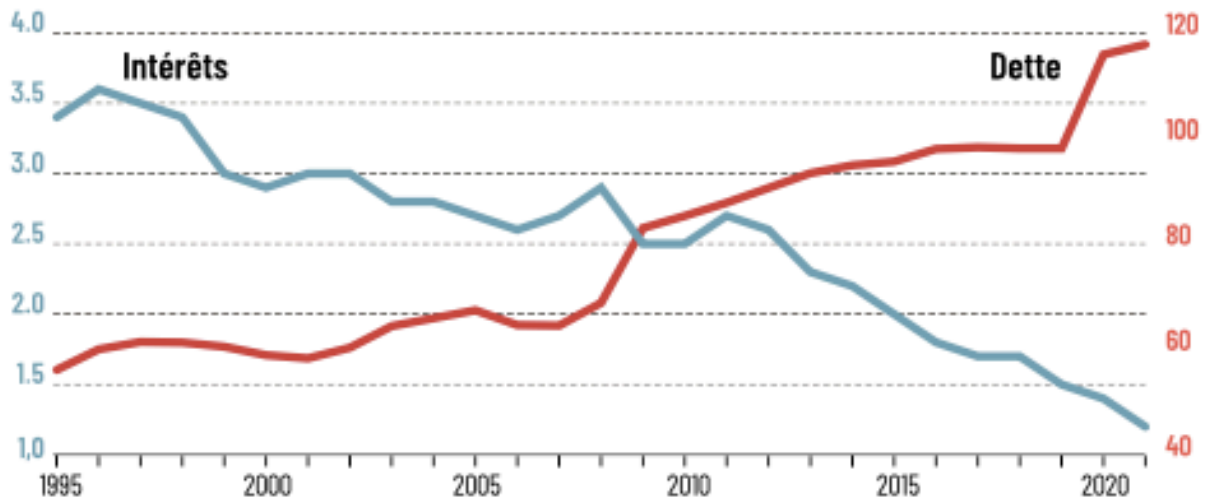
Source : CBO



Alternatives
Economiques

France : une dette publique moins coûteuse

Montant de la dette publique et des intérêts, en % du PIB



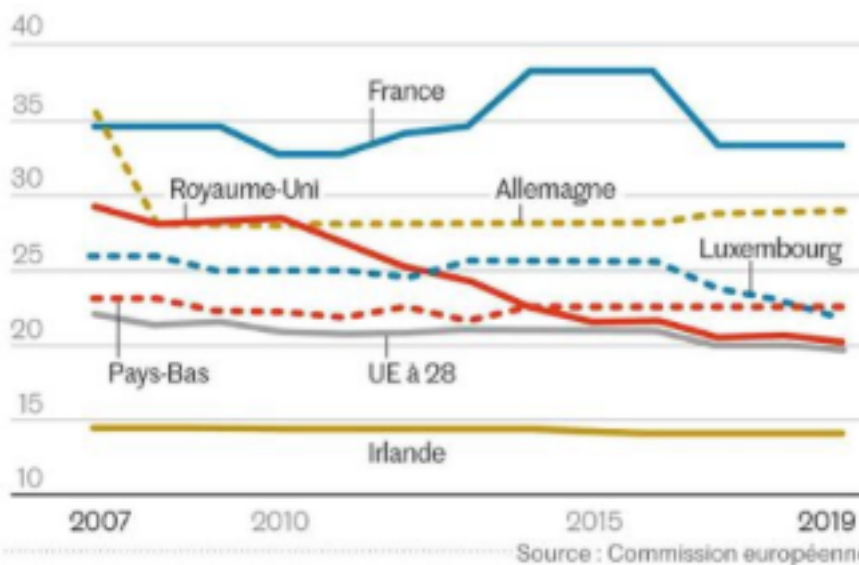
Source : Ameco



Alternatives
Economiques

La dette publique américaine semble être sans limite et, concernant celle de la France, elle augmente certes mais elle coûte de moins en moins cher, tout au moins pour l'instant...

Taux effectifs moyens d'impôts sur les sociétés dans l'Union européenne, pour les grandes entreprises hors secteur financier, en %



À l'heure où le Président Biden propose une taxation minimale mondiale de 21% des entreprises mastodontes multinationales, ce qui est un premier grand pas dans la lutte contre le dumping fiscal et contre les opérations abusives d'optimisation fiscale, le tableau précédent montre qu'en Europe, la France est depuis longtemps le pays qui impose le plus ses sociétés commerciales.

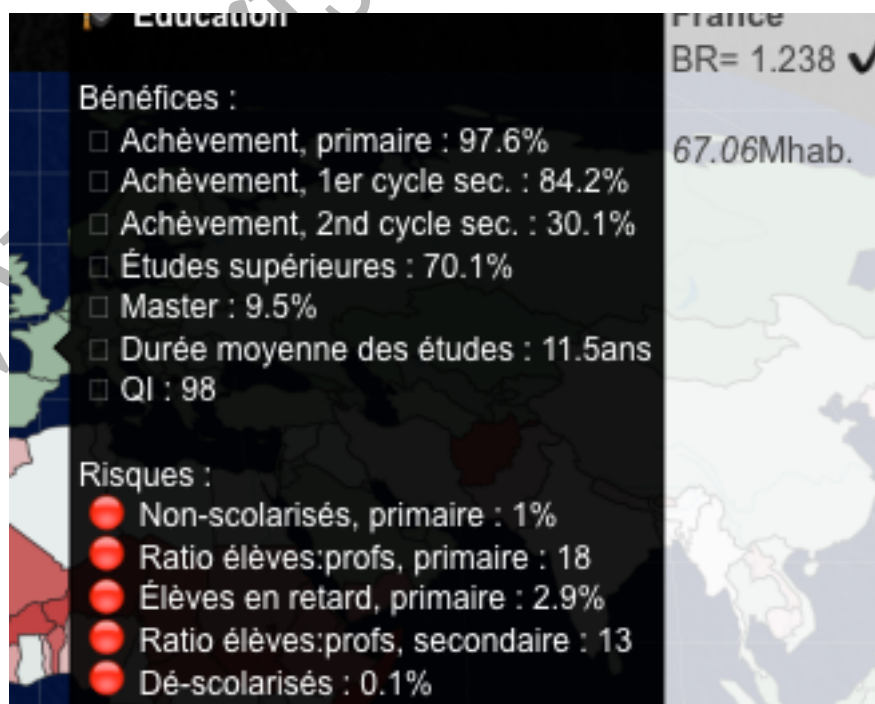
Nous produisons ci-dessous les informations concernant la France tirées de l'analyse « Bénéfices/Risques » que propose le site « qualitiso.com », dont nous avons déjà fait beaucoup de compliments : se reporter à fin septembre 2020 (dans l'historique complet ou dans le volume 13). À l'heure qu'il est, la France est classée globalement 29^{ème} ; alors qu'elle occupait le 15^{ème} rang en septembre dernier...

Pour les différents critères composant l'indice global, voici les informations :

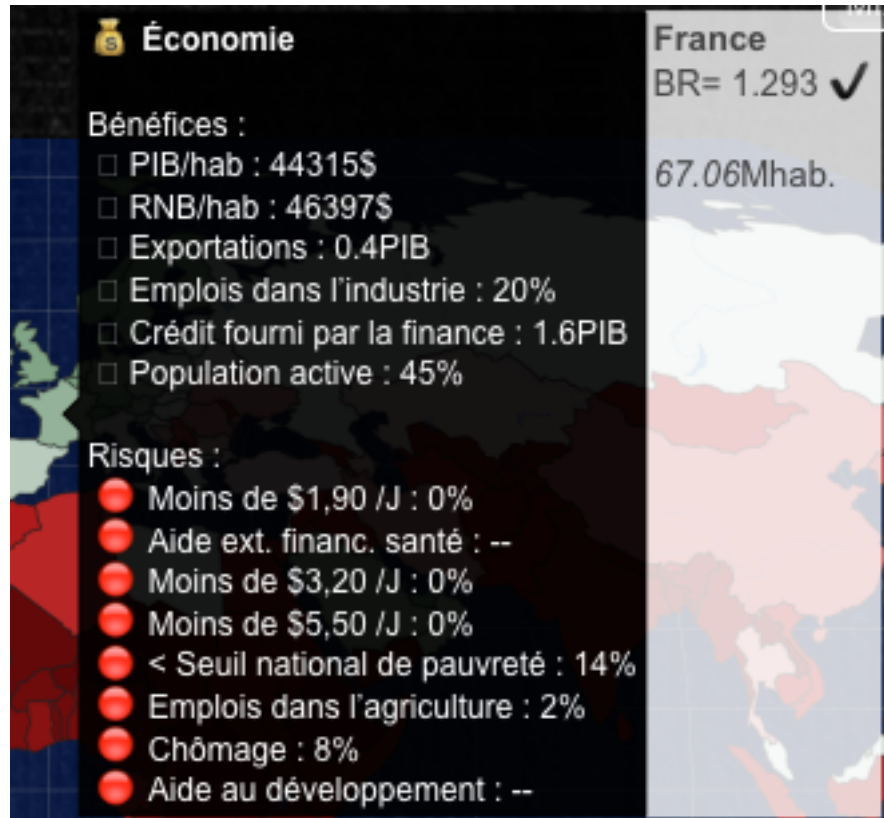
Santé : 27^{ème}



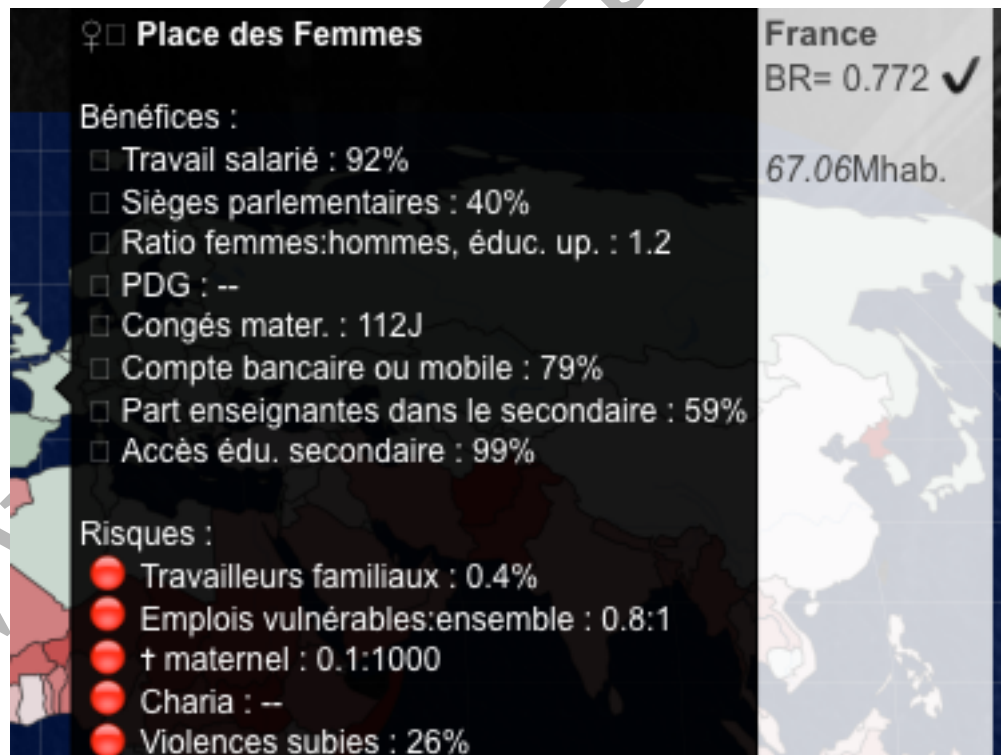
Éducation : 35^{ème}



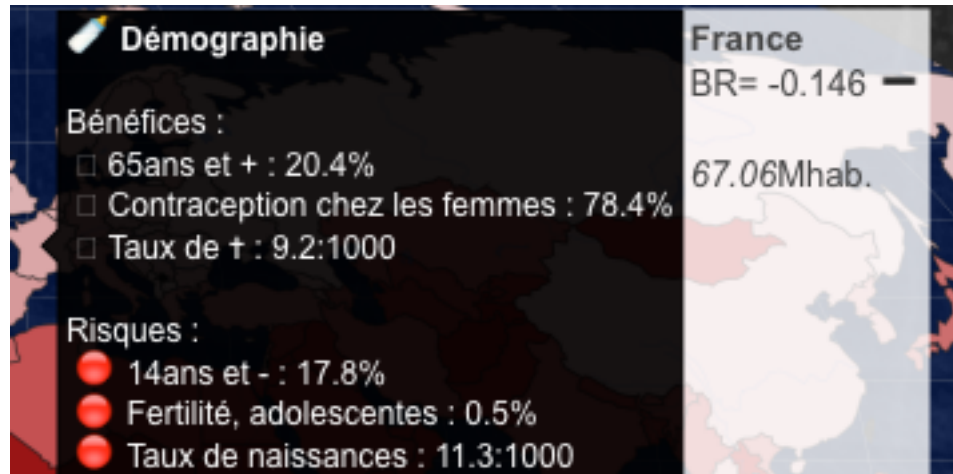
Économie : 25^{ème}



Place des femmes : 39^{ème}



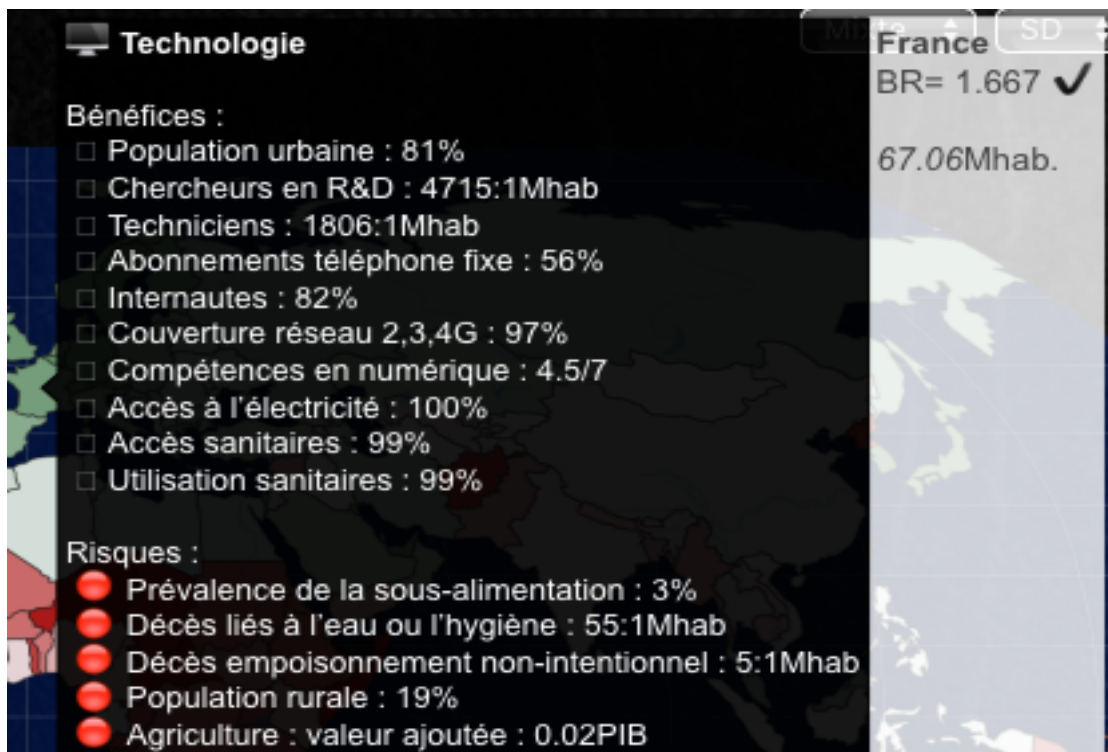
Démographie : 33^{ème}



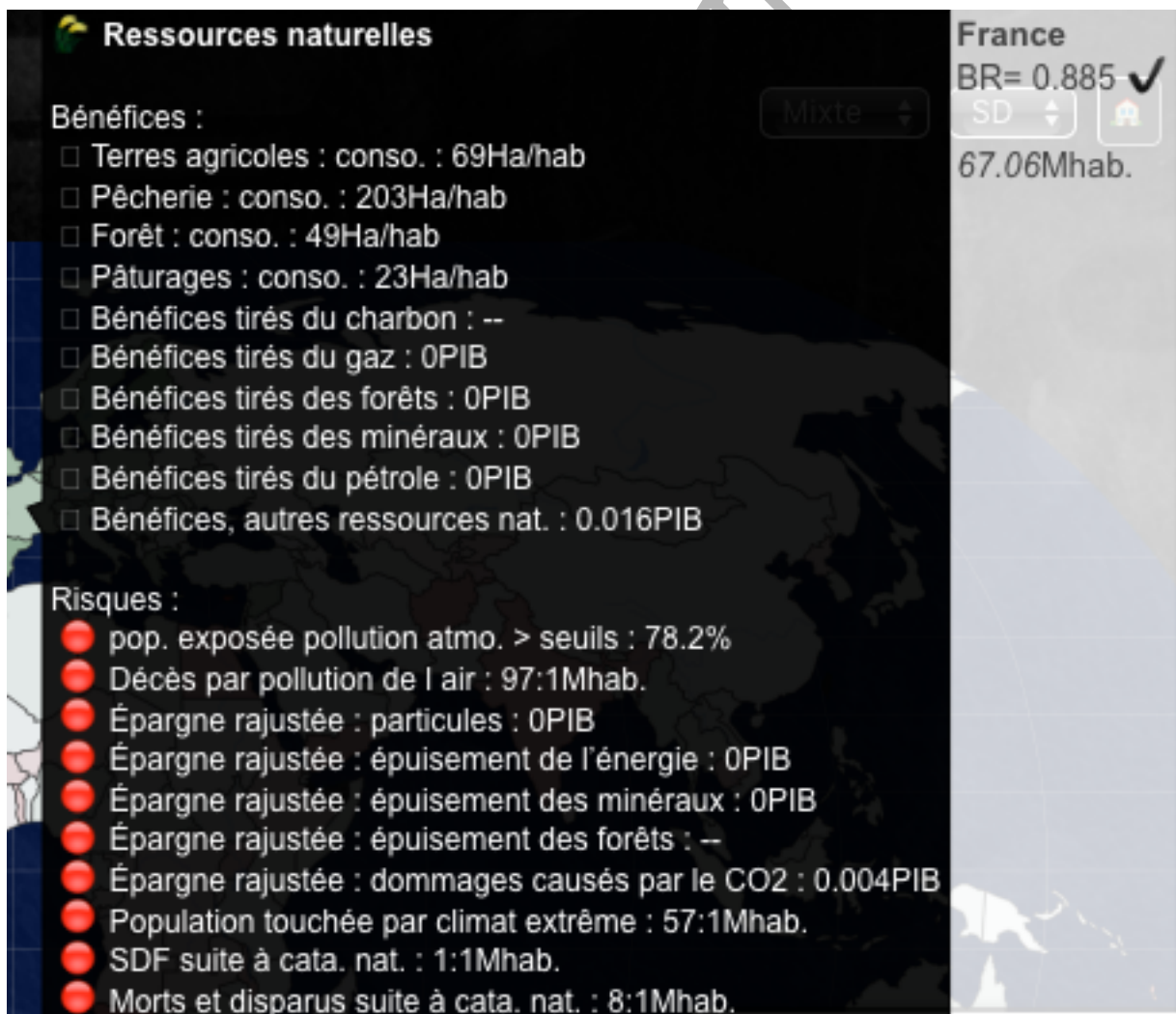
Progrès social : 42^{ème}

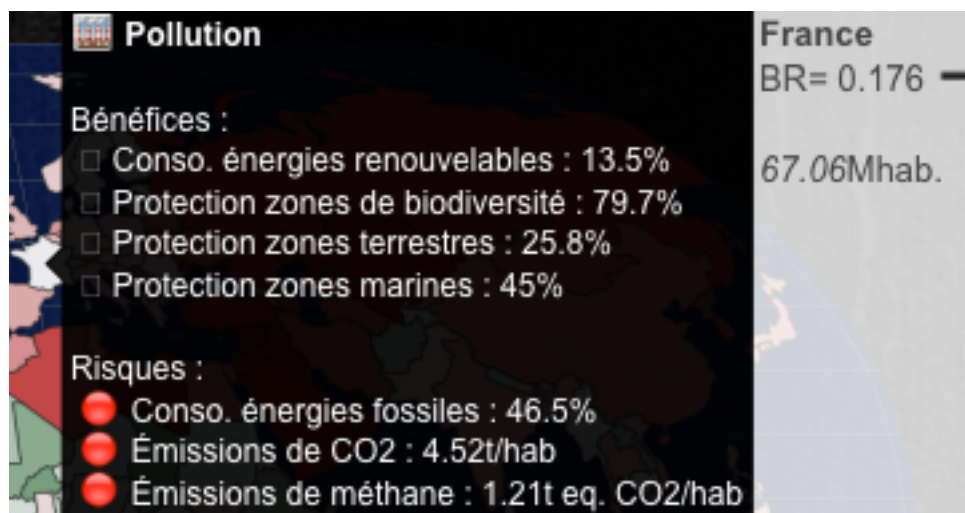


Progrès technique : 14^{ème}

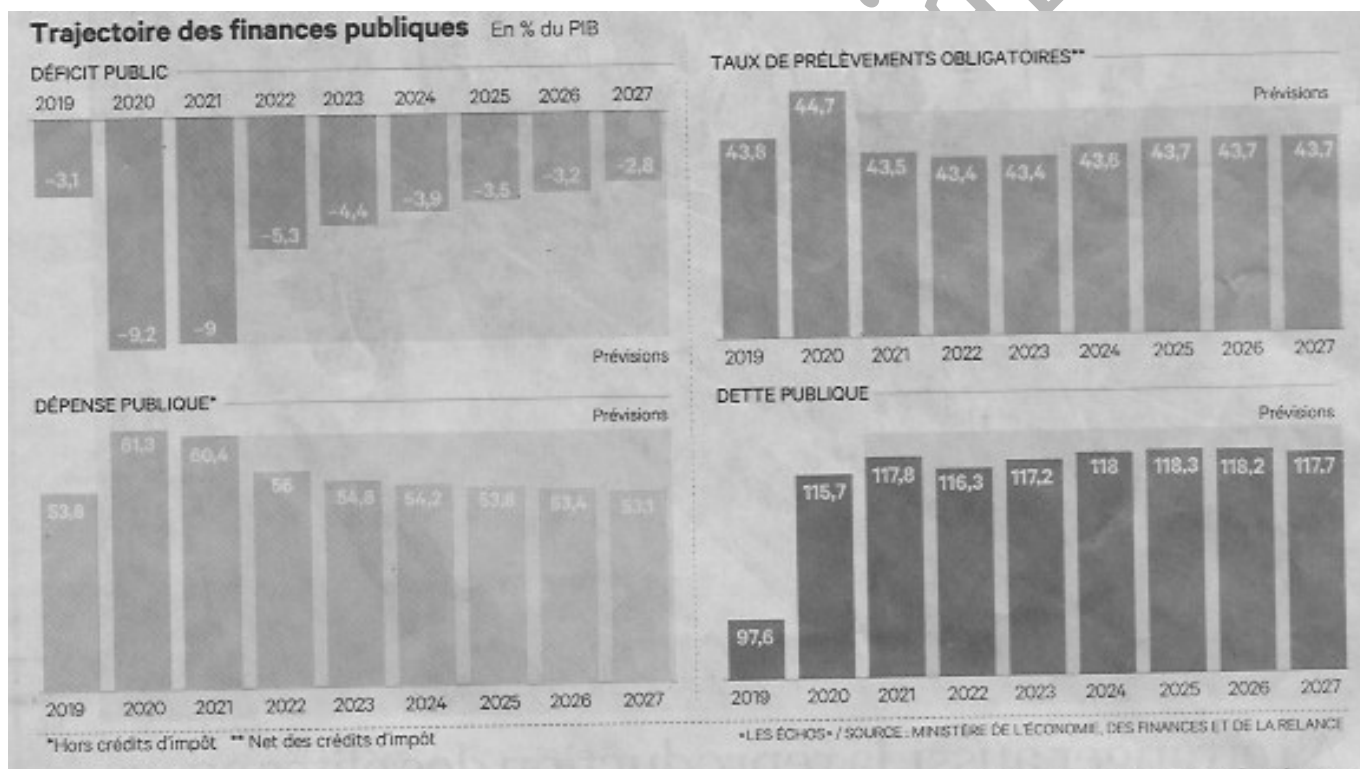


Ressources naturelles : 21^{ème}



Pollution : 63^{ème}

En prévision du document que la France doit envoyer à Bruxelles dans le cadre du programme de stabilité, Bercy prévoit en ce début avril (pour les années 2019 à 2027) que le respect de la norme maastrichtienne de 3% pour le déficit public pourrait être atteint en 2027 :



Le mercredi 14, « la Commission a pris aujourd'hui des mesures pour garantir que les emprunts au titre de l'instrument de recouvrement temporaire NextGenerationEU soient financés aux conditions les plus avantageuses pour les États membres de l'UE et leurs citoyens. La Commission utilisera une stratégie de financement diversifiée pour lever jusqu'à environ 800 milliards d'euros aux prix courants jusqu'en 2026. Cette approche, qui sera conforme aux meilleures pratiques des émetteurs souverains, permettra à la Commission d'augmenter les volumes nécessaires, en douceur et de manière efficace. Cela attirera également les investisseurs en Europe et renforcera le rôle international de l'euro. Johannes Hahn, commissaire en charge du budget et de l'administration, a déclaré : « NextGenerationEU change la donne pour les marchés financiers européens. Aujourd'hui, nous dévoilons le moteur qui pompera le carburant pour alimenter NextGenerationEU. La stratégie de financement opérationnalisera l'emprunt NextGenerationEU, de sorte que nous aurons tous les outils nécessaires en place pour relancer la reprise sociale et économique et promouvoir notre croissance verte, numérique et résiliente. Le message est clair : dès que la Commission sera légalement autorisée à emprunter, nous sommes prêts à commencer ! ». À l'heure qu'il est, sur les 27 pays de l'UE, 10 n'ont pas encore ratifié le texte mais les optimistes pensent que d'ici juin, tout sera rentré dans l'ordre...

Au même moment, le FMI pousse les Européens à relancer non seulement plus vite mais aussi plus fort : il faudrait selon lui un nouveau programme d'aides aux entreprises et aux ménages qui souffrent le plus.

En cette mi-avril, trois études sur le contexte budgétaire paraissent.

Deux de ces trois études sont produites par le Conseil d'analyse économique et concernent le contexte budgétaire européen.

. La première étude du CAE, le Focus 056-2021, signée de H. Bennani et B. Savatier, a pour titre : « Le cadre budgétaire européen, son architecture institutionnelle et son évolution dans le temps ». Ses auteurs y expliquent les règles qui sont en vigueur aujourd'hui, par quelles institutions elles sont mises en œuvre, et comment elles ont été réformées et pourquoi elles ont eu finalement une faible application : « le cadre actuel présente une complexité qui le rend difficilement opérable sans effets indésirables. Si les réformes successives ont tenté de modérer certains de ces effets, elles ont aussi créé d'autres, et rendu l'ensemble peu lisible. Ainsi les voix étaient déjà nombreuses pour une réforme avant la crise sanitaire, et avec celle-ci, le cadre est suspendu, présentant une opportunité pour qu'elle advienne ».

. La deuxième étude du CAE prolonge en quelque sorte la précédente puisqu'elle se centre précisément sur la « refonte du cadre budgétaire européen » ; sous la plume de P. Martin, J. Pisani-Ferry et X. Ragot.

« La mise entre parenthèses des règles décidée en mars 2020 pour permettre aux États membres d'adopter des mesures d'urgence face à une crise économique sans précédent doit être l'occasion d'une refonte ambitieuse du cadre budgétaire. Pour éviter les erreurs de 2010-2011, nous préconisons de soumettre le retour au droit commun à un double préalable : d'une part, un retour du PIB par habitant au niveau d'avant-crise et, d'autre part, un accord politique entre les États membres sur un cadre budgétaire renoué.

Des règles sont nécessaires car en union monétaire, la politique budgétaire des uns affecte les autres *via* deux canaux : le risque d'insolvabilité d'un État membre induit un dommage collatéral sur les autres membres du fait en particulier de la pression à la monétisation ou au sauvetage (*bail out*) ; la politique budgétaire des uns affecte *via* les externalités de demande la croissance des autres. Nous proposons de placer ces deux externalités au cœur du cadre budgétaire européen refondu, c'est-à-dire à la fois des règles et de l'architecture institutionnelle de la surveillance budgétaire. La soutenabilité de la dette serait la clef de voute d'un pacte de stabilité renoué, ce qui conduit à écarter l'application de critères numériques (dette publique et déficit) uniformes. En pratique, chaque gouvernement retiendrait une cible de dette dont la pertinence serait évaluée au niveau national par une institution budgétaire indépendante, puis validée par le conseil Ecofin, sur la base d'une méthodologie commune d'analyse de soutenabilité de la dette. Ce plafond de dette servirait de base à la programmation à moyen terme des finances publiques avec la fixation d'une cible de dette à cinq ans, puis la détermination d'une norme d'évolution de la dépense cohérente avec cette cible. La réforme que nous proposons devra s'accompagner d'un rôle accru des institutions budgétaires nationales et du Comité budgétaire européen. Pour répondre aux situations d'insuffisance marquée de la demande, la Commission devrait pouvoir proposer l'activation, dans des circonstances exceptionnelles, d'un instrument de soutien communautaire et recommander la réorientation d'une politique budgétaire (trop restrictive ou trop expansionniste) d'un pays membre qui aggraverait les déséquilibres macroéconomiques de la zone. Depuis le Traité de Maastricht, les règles budgétaires européennes n'ont cessé d'être réformées (à traité inchangé), que ce soit pour tenir compte du cycle économique, pour durcir les disciplines communes ou au contraire pour y introduire des flexibilités. Mais leur économie d'ensemble est restée la même. Dès avant le choc sanitaire, pourtant, de nombreux économistes et responsables appelaient à une redéfinition du cadre budgétaire européen. Le contexte post-Covid aggrave encore plus le décalage entre ces règles et un contexte marqué par l'envolée des dettes publiques, la faiblesse des taux d'intérêt, une nouvelle complémentarité entre politique budgétaire et politique monétaire et la création, au moins temporairement, d'une capacité d'endettement et d'intervention européenne commune. Une refonte du cadre budgétaire, c'est-à-dire à la fois des règles et de l'architecture institutionnelle de la surveillance budgétaire, est aujourd'hui indispensable ».

Dans cet article très important, les auteurs font d'utiles recommandations :

Recommandation 1. Remplacer les critères numériques uniformes du cadrage budgétaire actuel par une cible de dette à horizon de cinq ans, fixée par chaque État membre sur la base d'une évaluation spécifique de la soutenabilité budgétaire.

Recommandation 2. Établir en tenant compte de la croissance potentielle une norme de dépense nominale (nette des mesures discrétionnaires sur les recettes) pour le pilotage budgétaire sur 5 ans. Conférer à cette norme un caractère limitatif pour les lois budgétaires annuelles. Sous condition de respect de cette norme, laisser pleinement jouer les stabilisateurs automatiques.

Recommandation 3. Prévoir, pour mettre en cohérence programmation pluriannuelle des finances publiques et lois budgétaires annuelles, un compte d'ajustement dont le déficit serait plafonné : il serait crédité si les dépenses, déduction faite des baisses discrétionnaires d'impôts, sont inférieures à la norme de dépense et débité si elles la dépassent.

Recommandation 4. Construire graduellement, sur la base de l'expérience de la Facilité pour la reprise et la résilience, un instrument budgétaire européen pérenne doté d'une capacité d'emprunt à moyen terme gagée sur des ressources propres. Cet instrument devra pouvoir être mobilisé pour répondre à des situations exceptionnelles en finançant des initiatives communes d'intérêt prioritaire ou des programmes de correction de divergences économiques aggravées entre les États membres.



Recommandation 5. Confier à un Comité budgétaire européen indépendant et réformé la définition de la méthodologie d'évaluation de la soutenabilité des finances publiques des États et le contrôle de sa mise en œuvre par des institutions budgétaires indépendantes nationales (IBI), elles-mêmes renforcées et chargées également de valider la cible de dette.

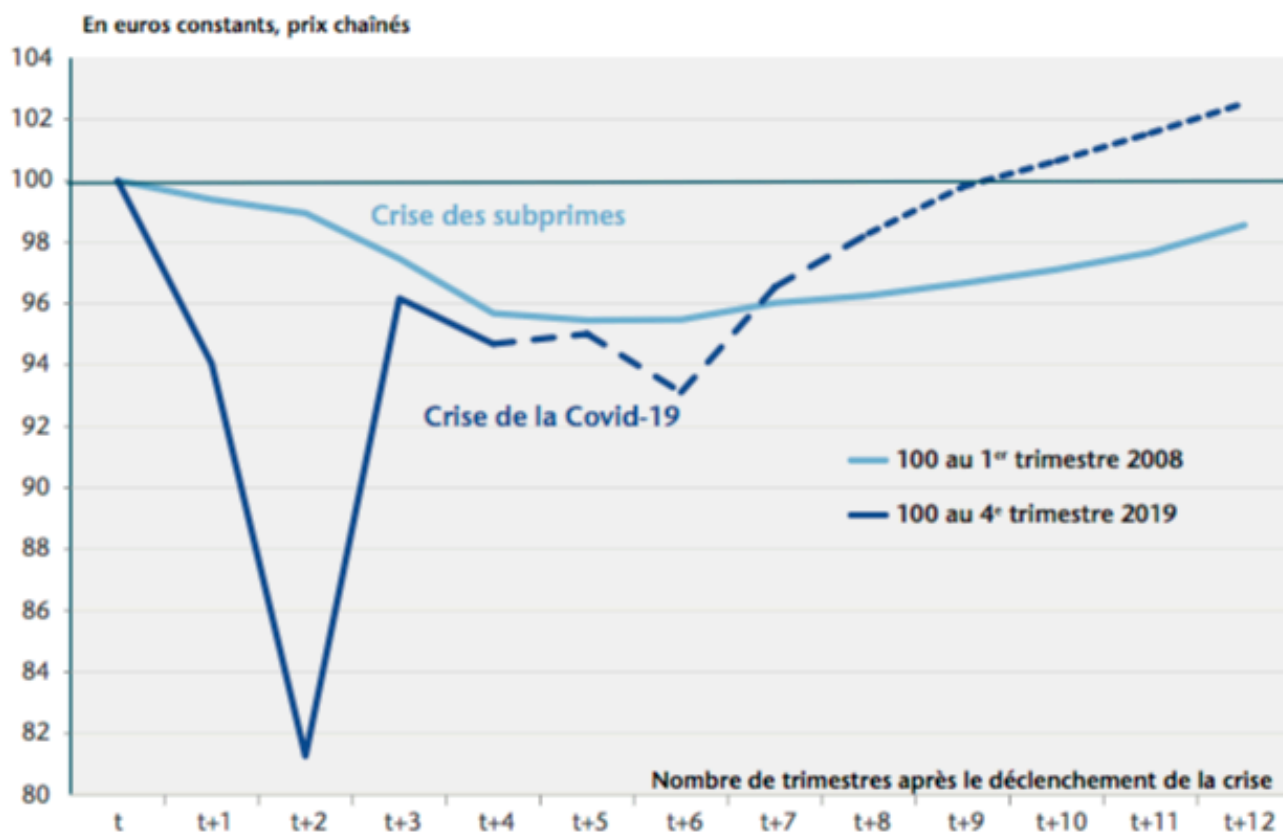
Recommandation 6. Élargir le mandat du HCFP à l'évaluation de la soutenabilité des finances publiques et au choix des scénarios macroéconomiques sous-jacents, ainsi qu'à l'appréciation de l'adéquation de la cible de dette.

Recommandation 7. Conditionner la sortie de la clause dérogatoire du Pacte de stabilité, d'une part, à un accord politique sur le nouveau cadre budgétaire européen et, d'autre part, au retour effectif de l'économie de l'Union européenne au niveau de PIB par tête de la fin 2019 ».

. La troisième étude, qui concerne le budget de l'État français en 2020, est produite par la Cour des Comptes. Son introduction plante le décor : « L'année 2020 a été marquée par la crise sanitaire et les interventions massives de l'État pour y répondre, qui se sont traduites par l'adoption de quatre lois de finances rectificatives. En exécution, le déficit s'est considérablement accru (+ 85 Md€) par rapport à 2019, pour atteindre 178 Md€ en 2020. En conséquence, la dette de l'État a connu une très forte progression (+ 178 Md€) et atteint désormais 2 001 Md€. Au-delà du budget général, la Cour a examiné l'ensemble des moyens financiers que l'État consacre aux politiques publiques et constate un suivi et un pilotage insuffisants ».

Le mercredi 14, l'OFCE publie un long article sur les « perspectives économiques 2021-2022 ». On en reproduit le schéma suivant qui présente l'intérêt de montrer la différence de « profil » entre la crise de 2007-2008 et la crise actuelle :

Graphique 1. PIB français par habitant (indice 100 au 1^{er} trimestre 2008 et au 4^e trimestre 2019)



Sources : Insee, calculs et prévisions OFCE.

Ce même mercredi 14, présentation en conseil des ministres du « programme de stabilité » pour la France.

« Le programme de stabilité (ou de convergence pour les États non-membres de la zone Euro) est transmis chaque année au mois d'avril par les membres de l'Union européenne à la Commission, il présente la stratégie et la trajectoire à moyen terme des finances publiques. Institué par le Pacte de stabilité et de croissance, il permet la surveillance multilatérale des politiques économiques dans l'Union. L'examen du programme de stabilité donne lieu à une recommandation du Conseil ».

Voici le tableau qui donne le « scénario macroéconomique 2020-2027 » :

Taux de croissance annuel, en %	2020*	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Produit intérieur brut**	-8,2	5,0	4,0	2,3	1,6	1,4	1,4	1,4
Consommation des ménages	-7,0	3,9	5,7	2,6	1,6	1,4	1,4	1,4
Consommation des administrations publiques	-3,1	5,9	-1,7	0,5	0,8	0,9	0,8	0,9
Formation brute de capital fixe	-10,3	8,3	4,6	2,6	1,7	1,7	1,0	0,7
<i>dont entreprises non financières</i>	<i>-9,6</i>	<i>6,5</i>	<i>6,3</i>	<i>2,7</i>	<i>1,7</i>	<i>1,4</i>	<i>1,4</i>	<i>1,4</i>
Contribution des stocks	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Contribution de l'étranger	-1,5	0,0	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
Importations	-11,5	7,5	7,8	5,2	3,4	3,2	3,1	3,0
Exportations	-16,3	8,2	9,3	6,2	4,1	3,6	3,6	3,6
Déflateur du PIB	2,2	0,3	1,2	1,2	1,4	1,6	1,6	1,6
Déflateur de la consommation des ménages	0,5	1,0	0,9	1,2	1,5	1,8	1,8	1,8
Masse salariale (secteur concurrentiel BMNA***)	-5,2	4,9	5,2	3,8	3,4	3,4	3,4	3,4
Salaire moyen nominal par tête (BMNA)	-4,0	4,9	3,8	3,3	3,1	3,2	3,1	3,1
Effectifs salariés (BMNA), en personnes physiques	-1,3	0,1	1,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3

* Comptes nationaux trimestriels RD 2020 T4.

** L'effet des jours ouvrés sur la croissance serait de -0,1 % en 2020 d'après l'Insee, ainsi le PIB brut serait de -8,1 %.

*** Branches marchandes non agricoles

Le tableau suivant exprime la trajectoire pluriannuelle de finances publiques » fixée par l'exécutif :

L'EURO

en % du PIB, sauf mention contraire	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Solde public et analyse structurelle									
Solde public	-3,1	-9,2	-9,0	-5,3	-4,4	-3,9	-3,5	-3,2	-2,8
<i>Ajustement nominal</i>	-0,8	-6,2	0,2	3,7	0,9	0,6	0,4	0,3	0,3
Solde conjoncturel	0,2	-4,6	-2,2	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Mesures ponctuelles et temporaires (en % du PIB potentiel)	-1,0	-3,0	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Solde structurel (en % du PIB potentiel)	-2,3	-1,6	-6,7	-4,4	-4,1	-3,8	-3,5	-3,1	-2,8
<i>Ajustement structurel</i>	0,0	0,6	-5,1	2,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<i>P.m. : croissance potentielle (en %)</i>	1,25	-0,3	0,6	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Principaux agrégats									
Ratio de dépense publique (hors crédits d'impôt) *	53,8	61,3	60,4	56,0	54,8	54,2	53,8	53,4	53,1
<i>Evolution de la dépense publique en valeur, hors crédits d'impôt (en %)</i>	2,8	7,1	3,8	-2,5	1,2	2,0	2,1	2,3	2,4
<i>Evolution de la dépense publique en volume, hors crédits d'impôt (en %) *</i>	1,9	6,9	2,7	-3,3	0,0	0,5	0,4	0,5	0,7
<i>hors mesures de soutien et de relance (%)</i>		1,3	2,1	1,1	0,9	0,6	0,7	0,7	0,7
Ratio de prélèvements obligatoires (nets des crédits d'impôt) *	43,8	44,7	43,5	43,4	43,4	43,6	43,7	43,7	43,7
Ratio de recettes hors prélèvements obligatoires	7,2	7,2	7,8	7,3	7,1	7,0	6,8	6,8	6,8
Dettes publiques									
Dettes publiques	97,6	115,7	117,8	116,3	117,2	118,0	118,3	118,2	117,7
dont hors soutien financier à la zone euro	94,9	112,9	115,1	113,8	114,7	115,6	116,1	116	115,7

* En retraitant de l'impact symétrique en dépenses et en recettes de la création de France compétences pour 6,0 Md€ en 2019, le ratio de dépense publique atteindrait 53,5 points de PIB en 2019 tandis que le ratio de prélèvements obligatoires serait de 43,6 points de PIB, chiffres comparables aux données des années passées. De même, la croissance de la dépense publique en volume, hors crédits d'impôt, serait de 1,4 % en 2019.

Note : La décomposition structurelle est présentée sur la base d'une croissance potentielle révisée à -0,3 % en 2020 et 0,6 % en 2021, avant de retrouver sa dynamique d'avant crise à 1,35 %. Le solde structurel serait de -0,9 pt en 2020, puis -5,5 pts en 2021 dans le cadre potentiel de la LPFP.

Le tableau qui suit fait la « synthèse des mesures de soutien pour 2020 et 2021, mesures avec effet direct sur le solde public » :

en Md€	2020	2021
Activité partielle (hors part APLD du plan de relance en 2021)	27,4	4,4
Fonds de solidarité et aides annexes (hors part assureurs)	15,9	21,6
Dépenses de santé	14,0	13,4
Exonération de cotisations sociales	7,9	3,7
Mesures de soutien sous norme (primes précaires/inclusion, masques, plans sectoriels)	6,4	-
Trésorerie de l'Agence de services et de paiement (ASP) et de Santé publique France (SPF)*	-2,6	2,6
Prolongation des revenus de remplacement et décalage de l'entrée en vigueur de la réforme de l'assurance-chômage	2,1	5,0
Report en arrière des déficits sur l'assiette fiscale de l'IS	0,1	0,5
Aide exceptionnelle aux indépendants (CPSTI et aides aux professions libérales)	1,8	-
Crédit d'impôt bailleurs	-	0,9
Autres mesures de soutien spécifiques (masques, montagne, sport & culture, permittents, etc.)	-	2,2
Sinistralité BEI	-	0,7
Sinistralité PGE nette des primes	-0,2	0,7
Total mesures avec impact sur le solde public	72,7	55,8

*Crédits 2020 non consommés et il est fait l'hypothèse que cet excédent de trésorerie serait dépensé en 2021

À l'heure qu'il est, tous les pays n'ont toujours pas ratifié le plan européen de relance. La Commission a 2 mois pour valider les plans nationaux ainsi transmis par les États membres, mais, comme chaque plan occupe en moyenne 50 000 pages, comment la Commission va-t-elle pouvoir respecter ce délai ? Et le Conseil aura 1 mois pour entériner le tout à la majorité qualifiée ; les fonds pourront alors commencer à être distribués.

Ce même mercredi 14, Rexecode publie un document de travail sur la « soutenabilité de la dette publique en relation avec la soutenabilité climatique :

« L'ampleur de la récession économique et l'aggravation historique des déficits publics en raison de la pandémie de Covid-19 posent la question de la soutenabilité de la dette publique à moyen terme dans de nombreux pays, et singulièrement en France.

- La soutenabilité financière de la dette publique d'ici 2030 ne semble pas fortement menacée.

Les risques sont évalués à partir de projections des finances publiques associant l'évolution de la dette publique à différentes hypothèses économiques et budgétaires (un scénario central et cinq variantes). Sauf dans l'hypothèse d'une progression des dépenses publiques tendancielle, donc durablement supérieure à la croissance économique, les différentes perspectives étudiées ne suggèrent pas de menace forte sur la soutenabilité financière de la dette publique.

- Le concept de soutenabilité doit cependant être élargi, particulièrement à la notion de "soutenabilité climatique".

Le concept de soutenabilité dépasse désormais la seule estimation financière et, à l'heure où les objectifs d'émissions de gaz à effet de serre sont inscrits dans la loi, leur intégration est essentielle. Or, le calcul des émissions de gaz à effet de serre d'ici 2030, selon un scénario principal et ses 5 variantes, fait apparaître un "dilemme des émissions". En effet, la croissance économique permet de diminuer les émissions de dette mais augmente celles de GES (toutes choses égales par ailleurs).

L'analyse du Programme de stabilité d'avril 2021 selon la même méthode montre par ailleurs que l'hypothèse de croissance retenue par le Gouvernement conduirait à un dépassement de l'objectif de la SNBC pour 2030 de 28 MtCO₂ (338 MtCO₂ par rapport à l'objectif de 310 MtCO₂). Résorber un tel écart nécessiterait d'augmenter les mesures du plan de relance de 12 milliards d'euros par an d'ici 2030, confirmant le dilemme des émissions

• La politique économique et budgétaire doit trouver un chemin soutenable financièrement et respectueux de l'objectif de la stratégie nationale bas carbone

Nous formulons trois grandes propositions :

- Mettre en place une évaluation systématique coûts/avantages des dépenses de subvention et d'investissement publics du point de vue des émissions de gaz à effet de serre évitées.
- Orienter les investissements vers la politique de l'offre pour le climat afin de développer en France des technologies exportables économisant les émissions carbonées.
- Stimuler l'investissement productif privé, notamment par la création de fonds d'investissement à capital garanti par l'État, destinés à l'épargne "moyenne" ».

Le jeudi 15, l'OFCE encore, sous la plume de Jérôme Creel, présente le tout récent ouvrage sur l'économie européenne paru aux éditions La Découverte :

« Au plan économique et social, la pandémie n'a pas seulement conduit à la plus grande récession mondiale de l'après-guerre, mais elle a aussi accru le risque de voir les enjeux structurels, tels que la lutte contre le changement climatique, passer au second plan, et pour longtemps, des priorités des gouvernements. Les chocs macroéconomiques infligés par la pandémie et par les mesures prophylactiques mises en œuvre pour y faire face ont été d'une telle ampleur que les réponses de politique économique ont elles aussi été d'une vigueur inaccoutumée. Bien que proportionnées aux enjeux conjoncturels de court terme, ces réponses pourraient obérer les chances de voir l'Europe s'engager résolument dans une trajectoire soutenable et équitable de ses niveaux de vie, conformément aux objectifs du traité sur l'Union européenne. De quelles marges de manœuvre dispose encore l'Europe après une hausse des dettes publiques de 15 points de PIB depuis 2019 et une longue période de politiques monétaires ultra-accommodantes de la banque centrale européenne ? À l'inverse, quels risques font peser les tentations de "normalisation" des politiques économiques sur l'économie européenne ? À défaut de répondre précisément à ces questions, l'ouvrage propose des pistes de réflexion qui permettent en filigrane d'appréhender les marges d'amélioration du processus européen d'intégration en accordant la priorité aux objectifs plutôt qu'aux moyens.

Évaluer les conséquences qu'aura la pandémie sur la trajectoire économique, sociale et environnementale de l'Europe réclame, en guise de préalable, un diagnostic complet sur ses conséquences à court terme. L'ouvrage présente ainsi un état des lieux conjoncturel d'une zone euro soumise à une grande incertitude quant à la persistance de l'épidémie et à celles des politiques budgétaires et monétaires mises en œuvre pour y faire face. Il dresse une typologie des facteurs contribuant à la mortalité due à la Covid-19 et présente un premier bilan des conséquences de l'épidémie sur les marchés du travail européens, sur les politiques publiques et budgétaires et sur les liens de ces dernières avec l'action de la banque centrale européenne.

Il expose également les avancées de la gouvernance budgétaire européenne avec l'adoption d'un nouvel outil de gestion, Next Generation EU, en juillet 2020 et s'interroge sur le cadre budgétaire commun qui sortira éventuellement de cette crise. L'adaptation du *Green Deal* aux nouveaux enjeux sanitaires, les avancées timides en faveur d'une politique européenne de santé publique et la question non encore résolue des ressources propres pour financer le budget européen sont tour à tour discutées en lien avec ce nouvel instrument. Next Generation EU a certes ouvert une brèche dans la gestion budgétaire européenne en mêlant responsabilité politique nationale (chaque État membre choisit les projets financés et les soumet à l'approbation de la Commission européenne), solidarité (une partie des fonds européens est une subvention) et relance budgétaire. Reste à savoir si les moyens qu'il alloue seront suffisants pour atteindre ses objectifs et, avant cela, s'il sera effectivement mis en œuvre après l'ordonnance de la Cour constitutionnelle d'en suspendre la ratification en Allemagne ».

Le vendredi 16, Eurostat publie quelques statistiques : le taux d'inflation annuel a augmenté en mars à 1,3% dans la zone euro, contre 0,9% en février (+1,7% dans l'UE, contre 1,3% en février). Le taux

d'inflation annuel de la France est tout-à-fait dans la moyenne de la zone euro (+1,4%). La production industrielle de la zone euro est en février en baisse de 1% (contre + 0,8% en janvier).

Le mardi 20, publication par l'OFCE d'une analyse de la mortalité due au Covid dans plusieurs pays européens. Voici un tableau produit dans cette étude :

Tableau. Facteurs associés à la mortalité de la Covid-19 en Europe de l'Ouest

	Nombre de morts du Covid ¹ (par million d'hab.) = taux de mortalité	Structure de la population		Santé de la Population		Population urbaine (%)
		> 65 ans (%)	> 80 ans (%)	Obésité (> 20 ans, %)	EVSI à 65 ans (%)	
Belgique	2030	18,6	5,6	24,5	54,7	53,4
Italie	1920	22,4	6,9	22,9	46,2	48
Royaume-Uni	1866	18,2	4,9	29,7	54,1	74,4
Portugal	1664	21,3	6,2	23,2	36,1	46,9
Espagne	1644	19,1	6,2	27,1	57,9	63,3
France	1530	19,5	6,0	23,2	46,5	35,4
Suède	1356	19,8	5,1	22,1	76,7	50,5
Autriche	1085	18,6	4,9	21,9	37,8	32,1
Pays-Bas	982	18,7	4,5	23,1	49,4	74,2
Allemagne	954	21,3	6,1	25,7	60,6	43,5
Danemark	422	19,2	4,4	21,3	59,2	22,9
Norvège	130	16,8	4,2	25	77,8	24,5
Moyenne	1299	19,5	5,4	24,1	54,7	47,4
Corr., log (taux de mortalité)		0,51*	0,66**	0,16	-0,55*	0,61**

Sources : « La crise de la Covid-19 dans une Europe vieillissante », Gannon, Le Garrec et Touzé, in L'économie européenne 2021, La Découverte. Données : OCDE, OMS, BM, Worldometer et calculs des auteurs. * significatif au seuil de 10 %, ** 5 %, *** 1 %.

§ Observations de mars 2020 à mi-avril 2021.

EVSI = Espérance de vie sans incapacité (en % de l'espérance de vie totale).

Le jeudi 22, réunion de la BCE sur la politique monétaire.

Le communiqué de presse en est le suivant :

« Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour, le Conseil des gouverneurs a décidé de confirmer une nouvelle fois l'orientation très accommodante de sa politique monétaire.

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 - 0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Le Conseil des gouverneurs continuera d'effectuer des achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1 850 milliards d'euros, au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Les informations disponibles ayant confirmé l'évaluation des conditions de financement et des perspectives d'inflation définie conjointement lors de la réunion de politique monétaire de mars, le Conseil des gouverneurs prévoit que les achats au titre du PEPP se poursuivront durant le trimestre en cours à un rythme nettement plus élevé que pendant les premiers mois de l'année.

Le Conseil des gouverneurs procédera à ces achats de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. En outre, la flexibilité des achats (dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions) continuera de soutenir la transmission harmonieuse de la politique monétaire. Si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe

au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. Cependant, l'enveloppe peut aussi être recalibrée si cela s'avère nécessaire au maintien de conditions de financement favorables pour contrebalancer le choc négatif exercé par la pandémie sur la trajectoire de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs continuera de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2023. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

Les achats nets effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs entend aussi poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Enfin, le Conseil des gouverneurs continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, les volumes souscrits lors de la dernière opération de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ont été très élevés. Les financements obtenus par le biais des TLTRO III jouent un rôle essentiel en faveur de l'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises et aux ménages.

Le Conseil des gouverneurs est prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie ».

Lors de sa conférence de presse qui a suivi, la Présidence de la BCE Christine Lagarde a l'occasion de réinsister : « (...)

Préserver des conditions de financement favorables pendant la pandémie reste indispensable pour réduire l'incertitude et renforcer la confiance, de manière à soutenir l'activité économique et à maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Les conditions de financement dans la zone euro sont demeurées assez stables ces dernières semaines après la hausse des taux d'intérêt de marché plus tôt dans l'année, mais des risques persistent pour les conditions de financement au sens large. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé de confirmer une nouvelle fois l'orientation très accommodante de sa politique monétaire. (...)

En résumé, un recoupement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme qu'un degré élevé de soutien monétaire est nécessaire pour conforter l'activité économique et la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

S'agissant des politiques budgétaires, une orientation ambitieuse et concertée demeure essentielle dans la mesure où un retrait prématuré du soutien budgétaire pourrait retarder la reprise et aggraver les séquelles à long terme de la crise. Il convient donc que les politiques budgétaires nationales maintiennent leur soutien crucial, en temps opportun, aux entreprises et aux ménages les plus exposés à la pandémie en cours et aux mesures d'endigement associées. Cependant, les mesures budgétaires prises face à l'urgence de la pandémie doivent, autant que possible, rester temporaires et ciblées par nature pour lutter efficacement contre les vulnérabilités et soutenir une reprise rapide de l'économie de la zone euro. Les trois filets de sécurité adoptés par le Conseil européen en faveur des travailleurs, des entreprises et des États souverains apportent un soutien important en matière de financement. (...)

Également le jeudi 22, l'INSEE fait paraître une étude sur la reprise de la demande dans l'industrie mais note une augmentation des difficultés d'offre ; d'où des prix en hausse et des difficultés de recrutement.

Opinion des industriels : demandes et facteurs de production

Soldes d'opinion, en % CVS

Industrie manufacturière	Moy.*	Jull. 20	Oct. 20	Jan. 21	Avr. 21
Demande globale					
Évolution passée	0	-44	7	-5	8
Évolution prévue	1	7	-4	-4	8
Demande étrangère					
Évolution passée	1	-57	-9	-14	6
Évolution prévue	3	-10	-13	-9	4
Facteurs de production					
Goulots de production (en %)	23	27	28	26	31
Jugement sur les capacités de production	13	11	16	18	16
Taux d'utilisation des capacités de production (en %)	83	74	77	79	80
Difficultés d'offre et de demande (en %)					
Difficultés d'offre et de demande	9	11	14	19	15
Difficultés d'offre seulement	20	22	16	17	30
Difficultés de demande seulement	42	39	31	27	21

* : Moyenne de longue période depuis 1976, sauf pour les questions sur les difficultés d'offre et de demande (depuis 1991).

Les résultats de la dernière enquête sont provisoires

Sources : Insee – enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie

Le vendredi 23, Eurostat publie les statistiques suivantes :

L'EURO

Excédent (+) / déficit (-) public, corrigé par les variations saisonnières*

	en % du PIB									Variation par rapport au trimestre précédent, en points de pourcentage du PIB							
	T4 2018	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020
Zone euro	-0,8	-0,4	-0,5	-0,7	-0,9	-2,9	-12,2	-6,4	-8,0	0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-2,0	-9,3	5,8	-1,5
UE	-0,7	-0,3	-0,3	-0,7	-0,8	-2,9	-11,8	-6,1	-7,5	0,4	0,0	-0,4	-0,1	-2,0	-8,9	5,7	-1,4
Belgique	-1,9	-1,7	-2,1	-1,7	-2,1	-6,6	-15,1	-6,8	-9,8	0,1	-0,3	0,4	-0,4	-4,5	-8,4	8,3	-3,0
Bulgarie	2,8	2,2	1,9	0,1	4,2	2,4	-7,0	-2,5	-5,6	-0,5	-0,3	-1,8	4,0	-1,8	-9,4	4,6	-3,2
Tchéquie	0,4	1,1	1,6	-0,4	-1,1	-3,0	-7,4	-6,0	-8,3	0,7	0,6	-2,0	-0,7	-1,9	-4,4	1,4	-2,3
Danemark	-0,2	4,8	4,6	3,0	2,7	-0,2	-2,9	0,7	-2,5	4,9	-0,2	-1,6	-0,3	-2,9	-2,7	3,6	-3,2
Allemagne	1,0	1,9	1,7	1,2	1,2	0,3	-9,5	-5,0	-3,1	1,0	-0,3	-0,5	0,0	-0,9	-9,8	4,5	1,9
Estonie	-0,9	-3,0	0,0	0,4	-0,6	0,0	-3,7	-8,6	-2,6	-2,1	3,0	0,4	-1,1	0,6	-3,8	-4,8	6,0
Irlande	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Grèce	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Espagne	-2,2	-2,2	-2,9	-3,1	-3,1	-5,6	-19,6	-8,3	-11,9	-0,1	-0,7	-0,2	0,0	-2,4	-14,0	11,3	-3,7
France	-2,1	-2,8	-2,8	-2,8	-3,9	-5,7	-13,7	-6,6	-11,7	-0,7	0,0	0,0	-1,1	-1,8	-8,0	7,1	-5,1
Croatie	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Italie	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Chypre	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Lettonie	-2,2	-1,5	-1,6	0,2	0,1	-2,4	-5,7	-5,1	-5,8	0,7	-0,1	1,7	-0,1	-2,5	-3,2	0,6	-0,7
Lituanie	-0,1	1,2	1,0	-0,5	0,5	-3,1	-7,2	-8,6	-11,2	1,3	-0,2	-1,5	1,0	-3,7	-4,1	-1,4	-2,6
Luxembourg	3,9	5,4	5,6	3,5	0,7	0,0	0,3	-10,1	-1,8	1,5	0,2	-2,1	-2,8	-0,7	0,3	-10,4	8,2
Hongrie	-0,5	-2,6	-1,0	-1,2	-2,9	-3,1	-3,1	-10,3	-4,0	-2,0	1,5	-0,1	-1,7	-0,2	0,0	-7,2	6,3
Malte	1,0	1,1	0,9	0,0	-0,5	-8,3	-11,7	-11,2	-11,7	0,1	-0,3	-0,9	-0,6	-7,8	-3,4	0,5	-0,5
Pays-Bas	0,3	2,0	1,7	1,4	2,1	0,5	-9,8	-3,4	-4,6	1,7	-0,3	-0,4	0,8	-1,6	-10,3	6,4	-1,2
Autriche	-0,2	-0,1	0,7	0,5	1,2	-0,3	-13,9	-6,9	-14,2	0,0	0,9	-0,2	0,7	-1,5	-13,6	7,0	-7,3
Pologne	0,8	0,5	-1,4	-1,1	-1,1	-3,7	-17,6	-4,8	-2,8	-0,3	-1,9	0,3	0,0	-2,6	-13,8	12,8	2,0
Portugal	-1,3	0,6	-0,6	0,3	0,0	-0,5	-8,7	-8,7	-5,1	2,0	-1,3	0,9	-0,3	-0,6	-8,2	0,0	3,6
Roumanie	-2,8	-4,3	-3,4	-6,2	-4,1	-7,5	-9,7	-9,2	-10,6	-1,5	0,9	-2,7	2,1	-3,5	-2,2	0,5	-1,4
Slovénie	1,1	0,3	0,7	0,4	0,4	-5,9	-14,8	-4,2	-9,4	-0,8	0,4	-0,2	-0,1	-6,2	-8,9	10,6	-5,2
Slovaquie	-0,9	-0,9	-1,4	-1,7	-1,3	-3,5	-8,0	-6,0	-6,9	0,0	-0,5	-0,3	0,4	-2,3	-4,4	1,9	-0,9
Finlande	-1,8	-1,1	-1,2	-2,0	0,5	-1,4	-9,0	-6,6	-5,0	0,7	-0,1	-0,8	2,4	-1,9	-7,6	2,4	1,6
Suède	0,2	-0,3	1,8	0,0	0,5	-0,9	-5,5	-2,0	-3,4	-0,5	2,1	-1,8	0,5	-1,4	-4,6	3,5	-1,4
Suisse	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	-1,0	-1,9	-1,8	-1,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-2,5	-0,9	0,1	0,6

* Corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier. Données pour l'UE et pour la zone euro résultant d'une combinaison d'estimations nationales et d'Eurostat.
: Donnée confidentielle ou estimée par Eurostat

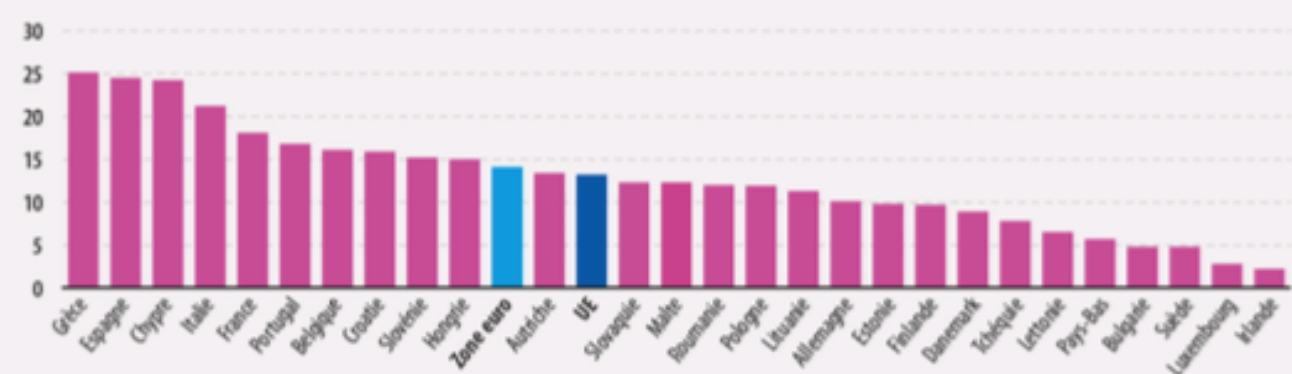
Données sources: gov_10q_ggnfa.

Ratio dette publique/PIB, T4 2020 en pourcentage



ec.europa.eu/eurostat

Variations du ratio dette publique/PIB, T4 2020 par rapport à T4 2019, en points de pourcentage



ec.europa.eu/eurostat

L'endettement public va être à coup sûr un problème majeur pour les économies de l'après-covid.

L'EURO

Pour les économies européennes, il y a d'abord le problème de savoir s'il faut modifier les règles budgétaires européennes et ensuite, celui de savoir comment réduire le taux d'endettement qui a effectivement très progressé.

Concernant les règles budgétaires, il y a à peu près consensus pour reconnaître la nécessité de les revoir profondément. Dans le cas limite où on les éliminerait complètement ou en définirait des très souples, le principal danger est certes le risque important de voir des pays en profiter abusivement mais le gain en termes de croissance serait sans doute important grâce aux externalités des déficits publics qui sont beaucoup plus positives que négatives, contrairement à ce qui était admis jusqu'ici.

Concernant la réduction du taux d'endettement, deux stratégies opposées sont envisageables. Ou on adopte une politique budgétaire restrictive, alors on réduit non seulement la dette mais aussi la croissance du PIB ; alors quid du taux d'endettement Dette publique / PIB ? Ou on adopte au contraire une politique budgétaire expansive, alors la dette publique s'accroît mais également le PIB ; alors quid du taux d'endettement Dette publique / PIB ? Comme la 1^{ère} stratégie a déjà montré son inefficacité, on peut être tenté de choisir la seconde. Mais, pour qu'elle réussisse, il faut que le taux d'intérêt reste inférieur au taux de croissance, que le multiplicateur budgétaire soit fort et que la hausse des dépenses publiques ait un effet très positif sur la croissance potentielle.

Et en fin de mois :

Taux de croissance du PIB en volume publiés jusqu'au premier trimestre 2021*

(basé sur des données corrigées des variations saisonnières**)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2020T2	2020T3	2020T4	2021T1	2020T2	2020T3	2020T4	2021T1
Zone euro	-11,6	12,5	-0,7	-0,6	-14,6	-4,1	-4,9	-1,8
UE	-11,2	11,7	-0,5	-0,4	-13,8	-4,0	-4,6	-1,7
Belgique	-11,9	11,8	-0,1	0,6	-14,0	-4,3	-4,9	-1,0
Tchéquie	-8,7	6,9	0,6	-0,3	-10,8	-5,1	-4,8	-2,1
Allemagne	-9,7	8,7	0,5	-1,7	-11,2	-3,8	-3,3	-3,0
Espagne	-17,8	17,1	0,0	-0,5	-21,6	-8,6	-8,9	-4,3
France	-13,6	18,5	-1,4	0,4	-18,6	-3,7	-4,8	1,5
Italie	-12,9	15,8	-1,8	-0,4	-18,1	-5,2	-6,6	-1,4
Lettonie	-7,0	6,9	1,1	-2,6	-8,6	-2,8	-1,8	-2,1
Lituanie	-6,2	6,1	-0,3	1,8	-4,7	0,1	-1,1	1,0
Autriche	-10,7	11,8	-2,7	0,2	-13,6	-3,8	-5,9	-2,7
Portugal	-14,0	13,4	0,2	-3,3	-16,4	-5,6	-6,1	-5,4
Finlande***	-4,7	3,3	0,4	0,3	-6,3	-2,6	-1,3	-0,8
Suède	-7,6	6,4	-0,2	1,1	-7,7	-2,2	-2,1	-0,2

* Voir « Méthodes et définitions »

** Les taux de croissance par rapport au trimestre précédent et au même trimestre de l'année précédente présentés dans le tableau sont généralement basés sur des données corrigées des variations saisonnières, du fait que les données non corrigées ne sont généralement pas transmises pour la compilation des estimations rapides du PIB.

*** Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente calculé sur la base des données corrigées des effets de calendrier.

Données sources: [namq_10_gdp](#)

Chômage total corrigé des variations

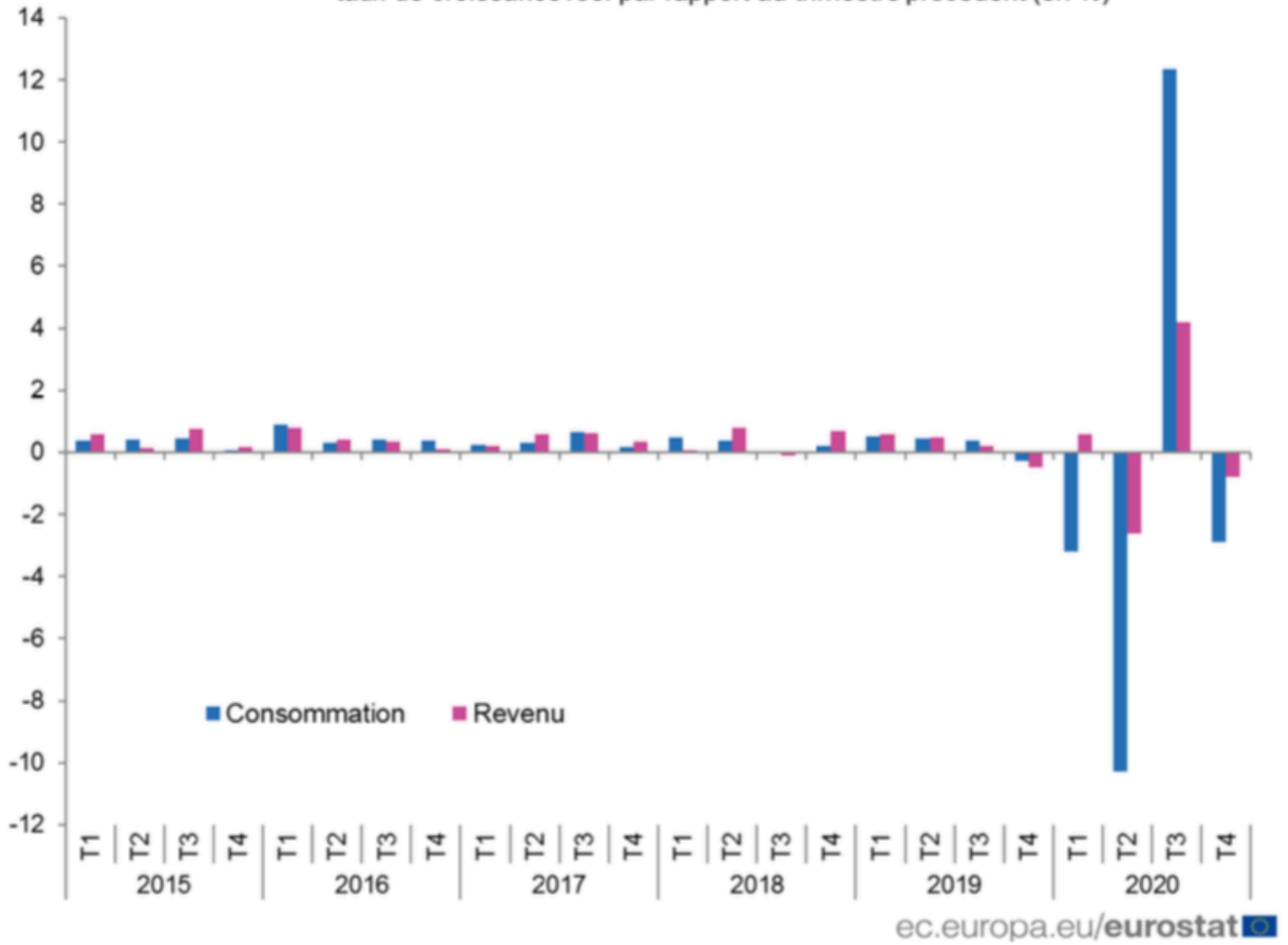
	Taux (%)				
	Mar 20	Déc 20	Jan 21	Fév 21	Mar 21
Zone euro	7,1	8,2	8,2	8,2	8,1
UE	6,4	7,4	7,4	7,4	7,3
Belgique	4,9	5,7	5,6	5,7	5,8
Bulgarie	4,4	5,4	5,6	5,5	5,1
Tchéquie	1,9	3,0	3,2	3,2	3,2
Danemark	4,9	6,0	6,0	6,0	6,0
Allemagne	3,8	4,6	4,5	4,5	4,5
Estonie	5,1	6,7	7,1	6,8	6,8
Irlande	5,0	5,8	5,8	5,8	5,8
Grèce	16,4*	15,8	:	:	:
Espagne	14,5	16,1	15,7	15,5	15,3
France	7,4	7,8	7,9	8,0	7,9
Croatie	6,5	7,7	7,2	7,1	7,1
Italie	7,5	9,8	10,3	10,2	10,1
Chypre	6,3	7,3	6,8	6,8	7,1
Lettonie	7,4	8,2	8,5	8,7	8,7
Lituanie	7,2	9,2	9,6	9,6	8,9
Luxembourg	6,5	6,7	6,8	6,7	6,6
Hongrie	3,4	4,1	4,9	4,5	3,9
Malte	3,9	4,4	4,3	4,2	4,1
Pays-Bas	2,9	3,9	3,6	3,6	3,5
Autriche	4,8	5,8	5,7	5,7	5,6
Pologne	3,0	3,2	3,1	3,1	3,1
Portugal	6,3	6,9	6,9	6,8	6,5
Roumanie	4,5	5,2	5,6	5,7	5,5
Slovénie	4,5	5,2	5,1	4,9	4,8
Slovaquie	6,0	6,9	7,2	7,3	7,4
Finlande	6,8*	8,1	:	:	:
Suède	7,3	8,8	9,0	9,0	9,1
Islande	5,3	7,2	7,1	7,1	7,2
Suisse	4,4	5,1	:	:	:
États-Unis	4,4	6,7	6,3	6,2	6,0

: Données non disponibles * Décembre 2019

Données sources: *une_rt_m* (taux) et *une_rt_m* (en milliers de personnes)

W

Consommation et revenu des ménages par habitant, zone euro
données corrigées des variations saisonnières,
taux de croissance réel par rapport au trimestre précédent (en %)



www.chrnc

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

	Taux annuel							Taux mensuel
	Avr 20	Nov 20	Déc 20	Jan 21	Fév 21	Mars 21	Avr 21	Avr 21
Belgique	0,0	0,2	0,4	0,6	0,3	1,6	2,0e	0,2e
Allemagne	0,8	-0,7	-0,7	1,6	1,6	2,0	2,1e	0,5e
Estonie	-0,9	-1,2	-0,9	0,3	0,5	0,9	1,6e	0,4e
Irlande	-0,3	-1,0	-1,0	-0,1	-0,4	0,1	1,1e	0,6e
Grèce	-0,9	-2,1	-2,4	-2,4	-1,9	-2,0	-0,8e	1,1e
Espagne	-0,7	-0,8	-0,6	0,4	-0,1	1,2	1,9e	1,1e
France	0,4	0,2	0,0	0,8	0,8	1,4	1,7e	0,3e
Italie	0,1	-0,3	-0,3	0,7	1,0	0,6	1,0e	0,9e
Chypre	-1,2	-1,1	-0,8	-0,8	-0,9	0,3	1,2e	0,9e
Lettonie	-0,1	-0,7	-0,5	-0,5	-0,2	0,3	1,7e	0,9e
Lituanie	0,9	0,4	-0,1	0,2	0,4	1,6	2,4e	1,0e
Luxembourg	-0,8	-0,7	-0,3	1,1	-0,5	2,5	3,3e	0,0e
Malte	1,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1e	2,9e
Pays-Bas	1,0	0,7	0,9	1,6	1,9	1,9	1,8e	0,9e
Autriche	1,5	1,1	1,0	1,1	1,4	2,0	1,9e	0,1e
Portugal	-0,1	-0,4	-0,3	0,2	0,3	0,1	-0,1e	0,5e
Slovénie	-1,3	-1,1	-1,2	-0,9	-1,1	0,1	2,2e	0,8e
Slovaquie	2,1	1,6	1,6	0,7	0,9	1,5	1,7e	0,2e
Finlande	-0,3	0,2	0,2	1,0	0,9	1,4	2,1e	0,3e

e estimation Données sources: [prc_hicp_marr](#)

L'INSEE publie des statistiques sur l'évolution de l'activité macroéconomique de la France, dont le tableau suivant :

Le PIB et ses composantes en volumes chaînés – évolutions par rapport au T4 2019

variations en %, données CVS-CJO

	2020 T2	2020 T3	2020 T4	2021 T1
PIB	-18,6	-3,5	-4,8	-4,4
Importations	-22,2	-9,8	-8,3	-8,4
Dép. conso. ménages	-16,4	-1,2	-6,8	-6,4
Dép. conso. APU*	-12,5	0,4	0,2	0,7
FBCF	-24,0	-5,8	-4,6	-2,5
Exportations	-30,6	-15,0	-9,9	-11,3

* APU : administrations publiques

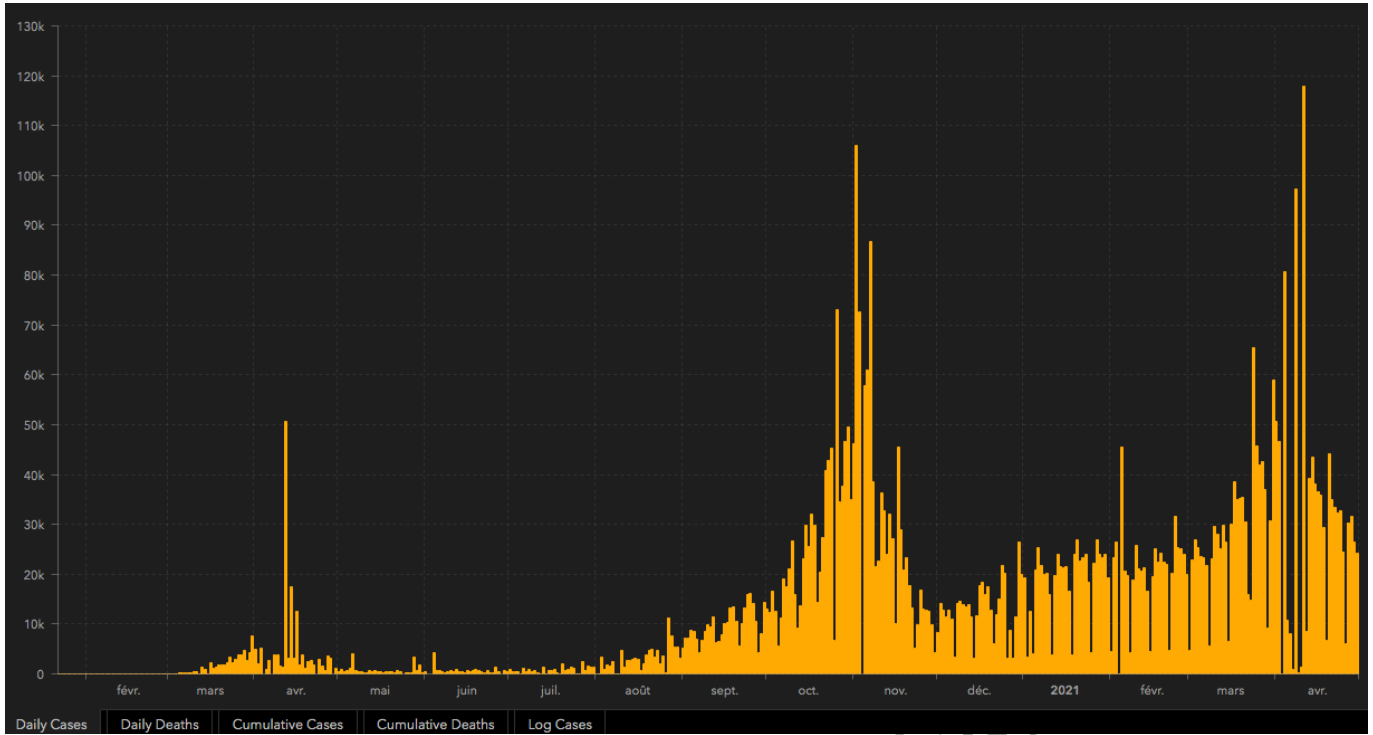
** ENF : entreprises non financières

Les volumes sont mesurés aux prix de l'année précédente chaînés et corrigés des variations saisonnières et des effets des jours ouvrables (CVS-CJO).

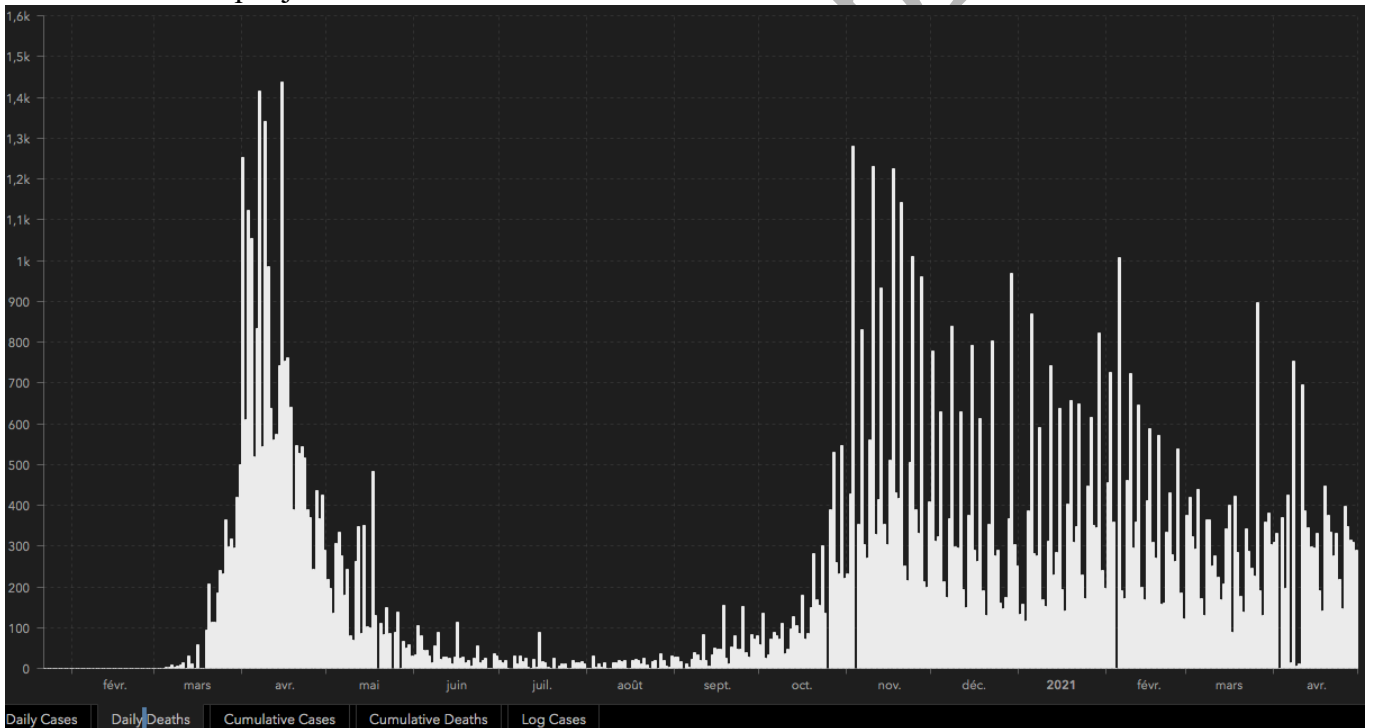
Source : Insee

Le site de la Johns Hopkins University fournit les informations concernant la situation sanitaire française :

Nombre de cas confirmés par jour :



Nombre de morts par jour :



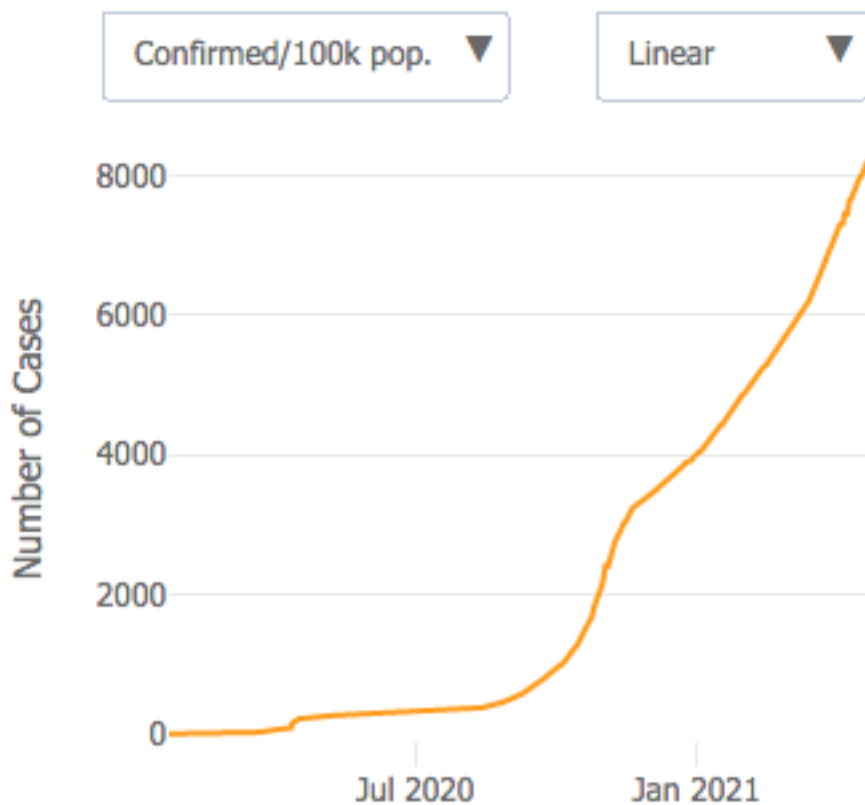
FRANCE

Données d'hier (30/04/2021)

NOUVEAUX CAS: **26 548**

DES MORTS: **308**

Le premier cas de COVID-19 en France a été signalé il y a 461 jours le 24/01/2020 . Hier, le pays a signalé 26 548 nouveaux cas confirmés et 308 décès.



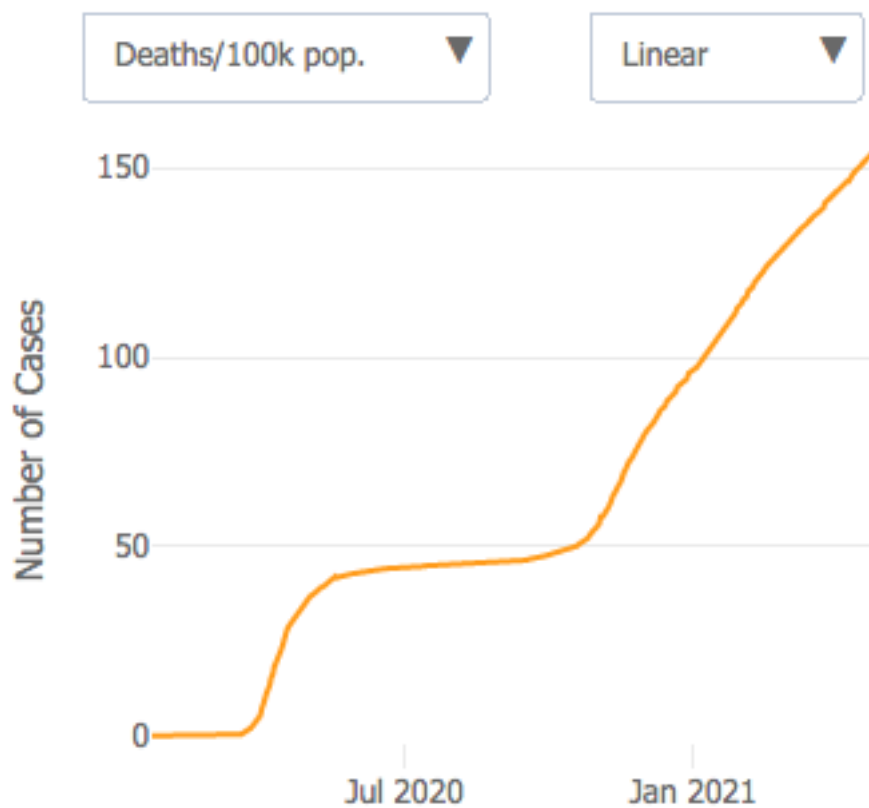
FRANCE

Données d'hier (30/04/2021)

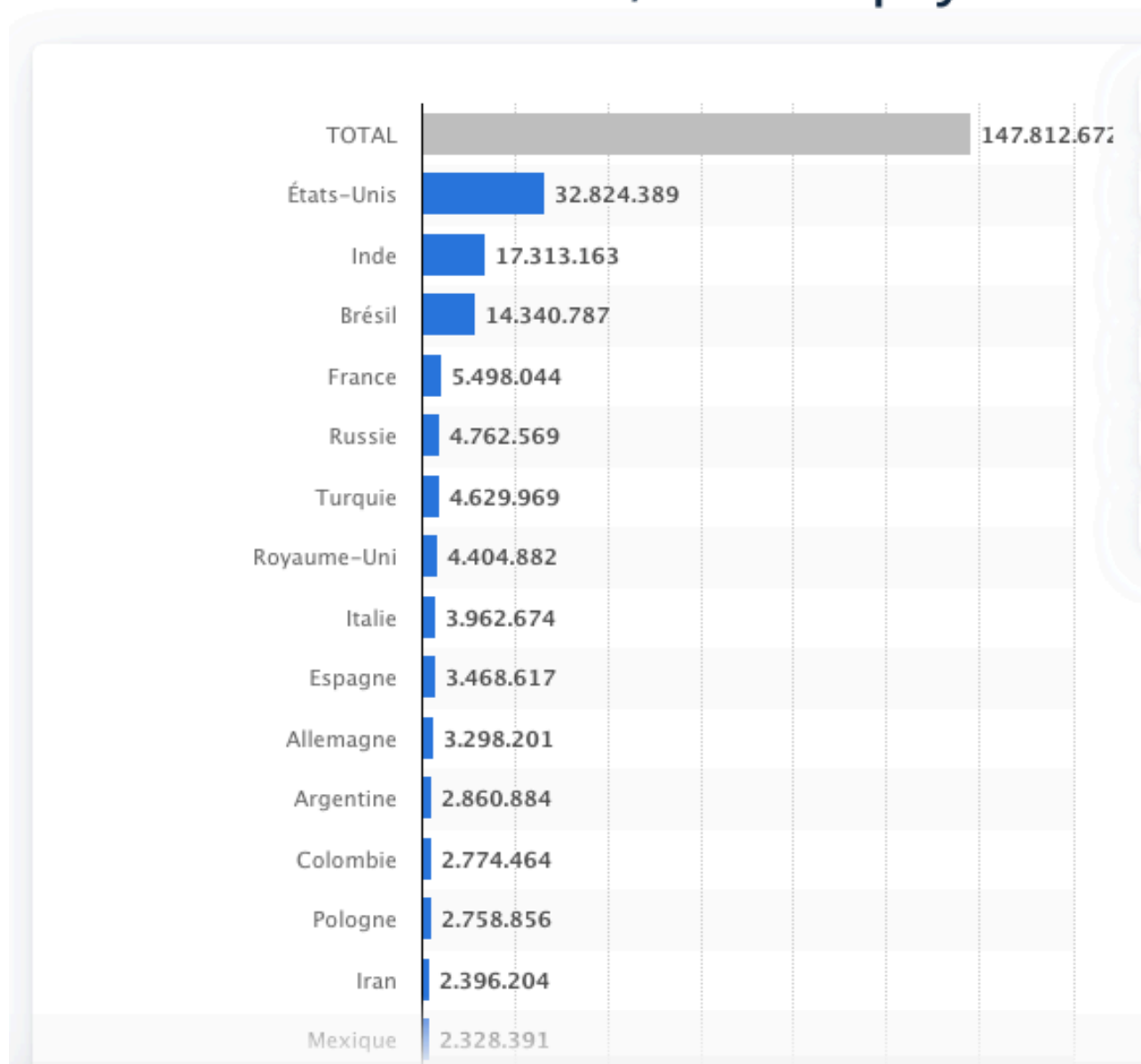
NOUVEAUX CAS: **26 548**

DES MORTS: **308**

Le premier cas de COVID-19 en France a été signalé il y a 461 jours le 24/01/2020 . Hier, le pays a signalé 26 548 nouveaux cas confirmés et 308 décès.



Nombre de personnes infectées par le coronavirus au 26 avril 2021, selon le pays



Le mercredi 28, le Président Joe Biden annonce un plan de 1800 milliards \$ consacré à l'aide à l'enfance et à l'éducation (1000 Mds d'investissements et 800 Mds de crédit étalés sur 10 ans d'impôts, le tout financé en 15 ans environ). Pour compenser, Joe Biden appelle à mieux appliquer les lois afin que « les riches paient ce qu'ils doivent », à relever le taux marginal d'imposition sur le revenu à 39,6% pour les foyers les plus riches et à mettre fin, « pour les plus riches », aux allègements fiscaux sur le revenu du capital et aux autres montages fiscaux.

Si l'on compte bien, l'ensemble des plans annoncés pour l'instant par Joe Biden atteint la somme de 1900 plan de relance) + 2250 (plan pour les infrastructures) + 1800 (plan d'aide à l'enfance et à l'éducation) = 6000 milliards de dollars !

Certains se réjouissent de ce volontarisme pour sortir de la crise, en pensant aussi que cela aura un impact positif sur toute l'économie mondiale. Mais d'autres s'inquiètent des conséquences macroéconomiques négatives que cette somme considérable injectée dans l'économie américaine peut avoir. Car cette économie est déjà pratiquement en surchauffe au moment où ces plans sont annoncés et des déséquilibres peuvent donc en découler, en particulier l'inflation et le déficit commercial ; et peut-être des problèmes de change. Cela peut amener à discuter à nouveau du « paradoxe de Triffin », mais le dollar reste une devise clé et une monnaie de réserve (encore) peu contestée.

• Mai 2021 ->

Le mercredi 5, l'indice PMI Composite IHS Markit d'activité globale pour la zone euro est à 53,8 pour avril, contre 53,2 en mars.

Commentaire de Chris Williamson : « Les données PMI du mois d'avril pour la zone euro signalent la possibilité d'une sortie de la récession à double creux actuellement traversée par la région au deuxième trimestre 2021. Un fort rebond du secteur manufacturier, soutenu par une résurgence de la demande sur les marchés intérieurs ainsi qu'à l'export (grâce à la levée des mesures de confinement dans de nombreuses économies), s'est en effet accompagné d'un retour à la croissance dans le secteur des services. À moins d'une nouvelle recrudescence de cas de Covid-19, liée à de nouveaux variants, l'assouplissement des restrictions sanitaires devrait se poursuivre dans les prochains mois, contribuant ainsi à un rebond de l'activité du secteur des services, lequel devrait retrouver son dynamisme à mesure que l'été progresse. Si l'intensité de la reprise dépendra bien évidemment du rythme auquel les restrictions pourront être levées – certaines mesures relatives aux déplacements à l'étranger resteront, selon toute probabilité, en place pour un certain temps – les tendances observées dans certains pays permettent toutefois d'espérer un rebond marqué de l'activité intérieure. En effet, l'épargne accumulée et la demande libérée par la fin des périodes de confinement occasionnent une forte hausse des dépenses dans ces pays. Bien que la reprise économique se soit accompagnée de tensions inflationnistes, celles-ci semblent pour l'heure s'être circonscrites au secteur manufacturier. Les prix payés dans le secteur des services – qui sont une composante majeure des indicateurs de l'inflation sous-jacente suivis par la BCE – sont en effet demeurés modérés. »

Classement des pays par indice PMI Composite* :

Allemagne	55,8 (flash : 56,0)	Plus bas de 2 mois
Espagne	55,2	Plus haut de 25 mois
France	51,6 (flash : 51,7)	Plus haut de 8 mois
Italie	51,2	Plus bas de 3 mois

Le jeudi 6, Eurostat publie la statistique suivante sur l'évolution (en %) d'un mois à l'autre du commerce de détail :

Ensemble du commerce de détail	Oct-20	Nov-20	Déc-20	Jan-21	Fév-21	Mar-21
Zone euro	1,6	-5,2	1,9	-5,1	4,2	2,7
UE	1,5	-4,3	1,5	-4,4	3,8	2,6
Belgique	1,5	-9,0	8,1	0,1	2,9	0,1
Bulgarie	1,4	1,3	1,3	3,4	-0,1	0,8
Tchéquie	-1,4	-5,6	7,3	-6,5	2,8	c
Danemark	9,0	-3,1	-8,0	-6,2	4,3	22,5
Allemagne	3,2	1,6	-8,0	-6,2	2,7	7,7
Estonie	1,1	0,9	-0,5	1,7	0,1	-1,4
Irlande	0,7	-10,7	10,0	-15,1	8,1	1,0
Grèce	4,3	-6,4	-9,3	13,8	-0,9	c
Espagne	0,8	-1,0	2,0	-7,6	3,6	3,6
France	2,4	-15,6	20,9	-4,5	1,6	-1,0
Croatie	4,4	2,9	-1,9	3,4	4,4	-4,0
Italie	-0,7	-8,2	1,3	c	c	c
Chypre	2,3	1,2	0,6	-11,3	15,9	c
Lettonie	0,9	-1,8	-5,8	-5,1	4,5	6,9
Lituanie	1,5	-1,1	-5,1	-5,1	5,9	7,7
Luxembourg	-1,2	-0,3	-1,5	0,9	2,1	0,6
Hongrie	0,2	0,4	-0,9	0,5	-1,2	0,8
Malte	2,0	1,5	2,3	-1,6	-1,6	2,6
Pays-Bas	-1,0	3,3	-10,1	-5,2	5,4	8,4
Autriche	-0,8	-9,8	6,9	-15,7	27,9	-1,9
Pologne	-0,3	0,8	0,8	-0,2	2,7	-2,2
Portugal	1,7	-3,3	0,3	-5,4	-1,4	2,2
Roumanie	1,5	0,5	0,2	-3,1	1,5	2,3
Slovénie	-1,0	-5,7	1,3	1,8	18,7	3,4
Slovaquie	-0,7	-1,0	0,4	-16,5	4,9	5,4
Finlande	0,4	1,7	-3,1	1,6	1,3	-0,2
Suède	0,2	1,3	-4,0	4,3	1,7	2,9
Norvège	1,2	2,9	-5,7	-0,1	-0,3	0,0
Suisse	2,8	-1,8	1,8	-6,0	-5,3	22,1

* Données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier

c Données confidentielles

Les vendredi 7 et samedi 8, réunion (en présentiel et distanciel) du Conseil européen (à Porto) avec pour ordre du jour la relance de l'Europe sociale. Mais, comme le dit un haut-fonctionnaire, « il n'y aura pas de mesure mais un message politique »... En tous les cas, la Présidente U. van der Leyen réaffirme que l'UE est « une économie sociale de marché unique en son genre », qu'elle doit être un modèle de protection sociale avec pour objectif de favoriser l'emploi, améliorer la formation professionnelle, réduire la pauvreté, combattre les inégalités femmes-hommes et réguler l'économie collaborative.

Le dimanche 9, lors de la « journée de l'Europe », lancement à Strasbourg par le Président Macron et les dirigeants des institutions européennes, de la « conférence sur l'avenir de l'Europe » : Pendant un an, les citoyens du continent auront la possibilité d'exprimer ce qu'ils attendent de l'Union européenne et de partager leur vision du futur sur une plateforme numérique dédiée, futureu.europa.eu, en ligne depuis le 19 mars.

« Je suis consciente qu'il y a toujours du scepticisme et du cynisme dès que l'Europe débat de son avenir ou lance un projet de cette nature. Nous devons donc veiller à ce qu'il ne s'agisse pas d'un exercice de politique intellectuelle ou d'un compromis politique fermé. Nous devons être honnêtes et reconnaître que la conférence n'est pas une panacée ou une solution à tous les problèmes, et nous devons écouter toutes les voix », déclare la présidente de la Commission européenne, Ursula Von der Leyen.

À l'initiative d'Emmanuel Macron, cette conférence doit déboucher sur des conclusions au printemps 2022, quand la France assurera la présidence tournante de l'UE. « Nous devons aussi retrouver l'efficacité et l'ambition, pour pouvoir décider plus vite et surtout décider plus fort face aux crises et à l'adversité. Je me réjouis que les États-Unis d'Amérique s'inspirent de l'Europe pour devenir une société plus solidaire, je souhaite ardemment que nous puissions nous inspirer des Américains pour retrouver le goût de l'avenir et la rapidité », déclare le président français.

Il faut espérer que cette consultation se terminera par un meilleur bilan que la consultation de 2018 qui s'était soldée par un échec.

Le mercredi 12, Olivier Passet, directeur de la recherche à Xerfi, fait une analyse très critique du plan de relance européen : « Sur le papier, le plan de relance européen est magnifique. C'est le cas d'école de la belle copie qui récite à la lettre ce qui peut mettre en pamoison les économistes de laboratoires. 1/ Priorité aux investissements écologiques et digitaux qui préparent l'économie du 21ème siècle : 37 % des dépenses devront être allouées aux objectifs environnementaux européens, et 20 % à la digitalisation de l'économie. 2/ Accompagnement de réformes structurelles pour dépoussiérer les économies des archaïsmes du vieil état providence. 3/ Passages obligés aussi sur l'importance du capital humain à travers la formation et la santé, etc. La prose européenne est rompue à ce type de déclaration d'intention depuis la stratégie de Lisbonne de mars 2000, qui promettait déjà de faire de l'Europe la première économie de la connaissance. Cette fois-ci cependant, l'Europe semble se donner les moyens financiers de son ambition : 750 milliards sur 3 ans, dont 312 mds de subventions aux États, le reste étant des prêts via les collectivités locales, les banques d'investissement ou les agences gouvernementales ou étant affecté au budget européen. Le tout est financé par un emprunt commun sur 30 ans dont le remboursement est adossé à de nouvelles taxes vertueuses : taxe carbone aux frontières, taxe Gafa et taxe sur le système d'échange des quotas d'émission (ETS). Surtout, la commission affiche une réelle volonté de transferts des régions les plus riches vers celles les plus sinistrées ou retardataires. (...) Il y a d'abord une manière de gonfler l'affichage qui crée de la défiance. Si l'on resserre vraiment l'analyse sur les transferts véritables, c'est-à-dire si l'on retire les prêts aux pays, qui sont facultatifs et n'attendent pas la commission pour se réaliser, et si l'on tient compte aussi du fait que ces enveloppes s'étirent sur 3 ans, on prend la juste mesure de leur contribution véritable à la reprise, dans des économies qui pour certaines ont décroché de plus de 10%. Tout cela est loin d'être négligeable. Mais ce qui est manifeste aussi, c'est que l'Europe est

incapable de mobiliser, même dans ses régions les plus retardataires, l'équivalent de ce que prévoit le plan Biden pour l'ensemble de l'économie américaine. On en est très très loin.

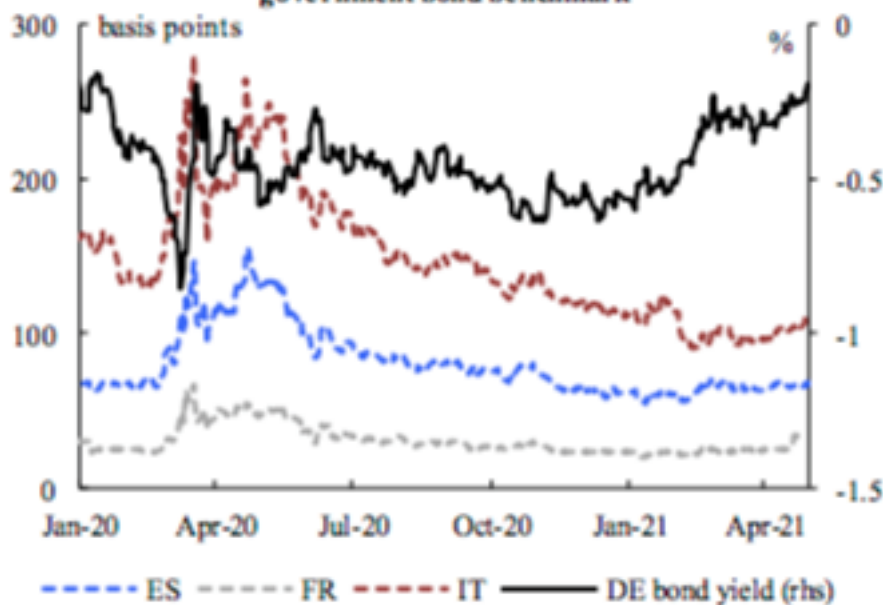
Un petit zoom sur le plan de relance grec, baptisé Greece 2.0, supposé modèle des bonnes intentions européenne est édifiant, sur le caractère éthéré et incontrôlable du processus. Un processus qui a été mené sous la houlette du prix Nobel d'économie Christopher Pissarides. Au casting, un aéropage de personnalités de la sphère académique issues des universités les plus prestigieuses, quelques consultants anglo-saxons (Grant Thornton, Price Water Cooper), quelques fonds d'investissement. Bref reconstruire une économie, c'est réunir des économistes hors-sol et des acteurs du grand Monopoly financier. Nul représentant de l'industrie, ou quasi-aucun, nul représentant de syndicats ou des collectivités. (...) ».

Le mercredi 14, publication par la Commission européenne le « European Economic Forecast » du printemps.

On en tire notamment les informations suivantes :

« Depuis mars, les rendements du Bund allemand à 10 ans se sont stabilisés à environ -0,25%, contre -0,60% en début d'année. Les écarts des obligations souveraines de la zone euro (par rapport à l'indice de référence) sont restés globalement stables pour les souverains du cœur de la zone euro, mais se sont encore un peu rétrécis pour les souverains périphériques de la zone euro, en particulier l'Italie (cf. graphique I.2.6). Les spreads des obligations de sociétés se sont encore resserrés dans un contexte de recherche renouvelée de rendement par les investisseurs et sont revenus aux niveaux d'avant la crise.

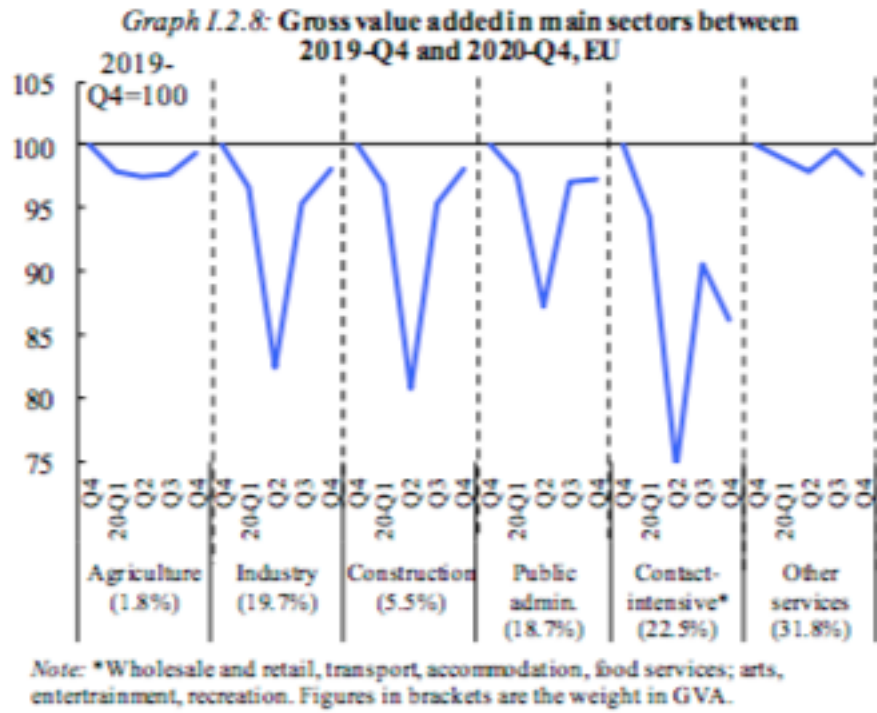
Graph I.2.6: Sovereign bond spreads to German bonds, 10 year government bond benchmark



Source: Bloomberg.

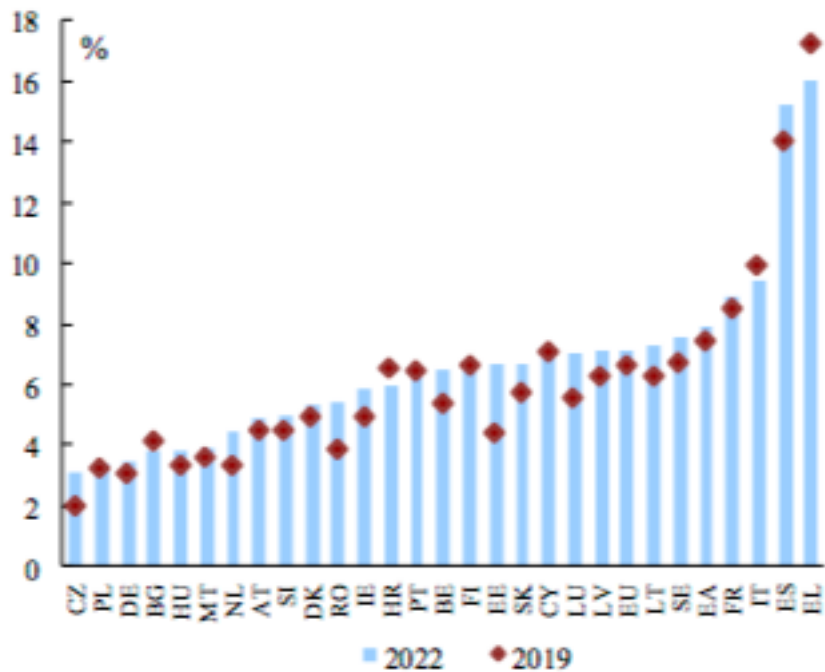
» (...)

La nature "en forme de K" de la reprise est mise en évidence par la ventilation par secteur (voir graphique I.2.8). Alors que le premier coup dur au premier semestre de l'année dernière a eu des effets néfastes sur tous les secteurs, le rebond a été inégal. Fin 2020, les secteurs intensifs en contacts non seulement accusaient un retard significatif par rapport aux autres secteurs, mais avaient également subi une deuxième baisse, les laissant environ 14% sous les niveaux d'avant la crise. Cela contraste fortement avec l'évolution des secteurs de production de biens tels que l'industrie et la construction, qui ont suivi une trajectoire de reprise régulière et ont terminé l'année près de leurs niveaux de production avant que la pandémie ne frappe (à environ -2%).



Pour les prévisions, voici un schéma concernant le taux de chômage :

Graph I.2.22: Unemployment rates



Concernant le taux d'inflation et ses composantes :

Graph I.2.23: Inflation breakdown, EU

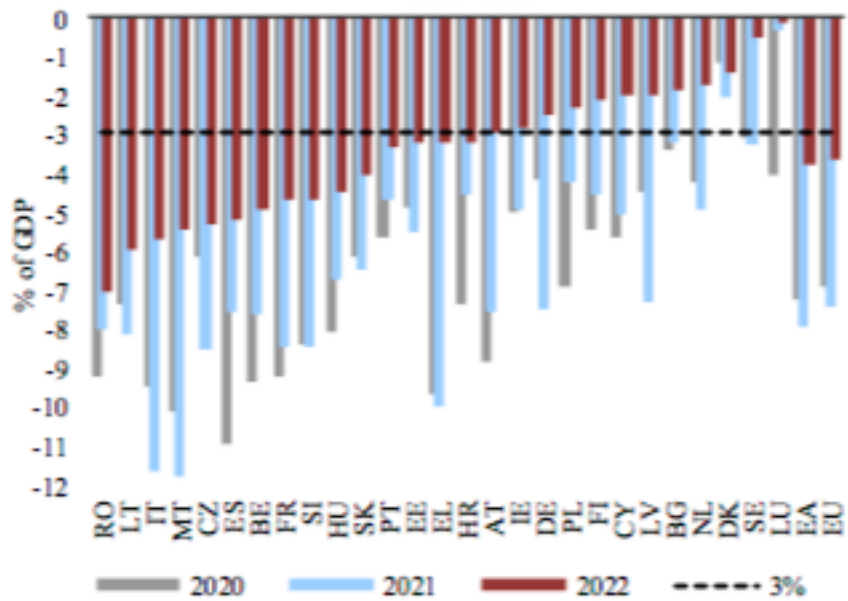


RT

(...)

Pour les finances publiques :

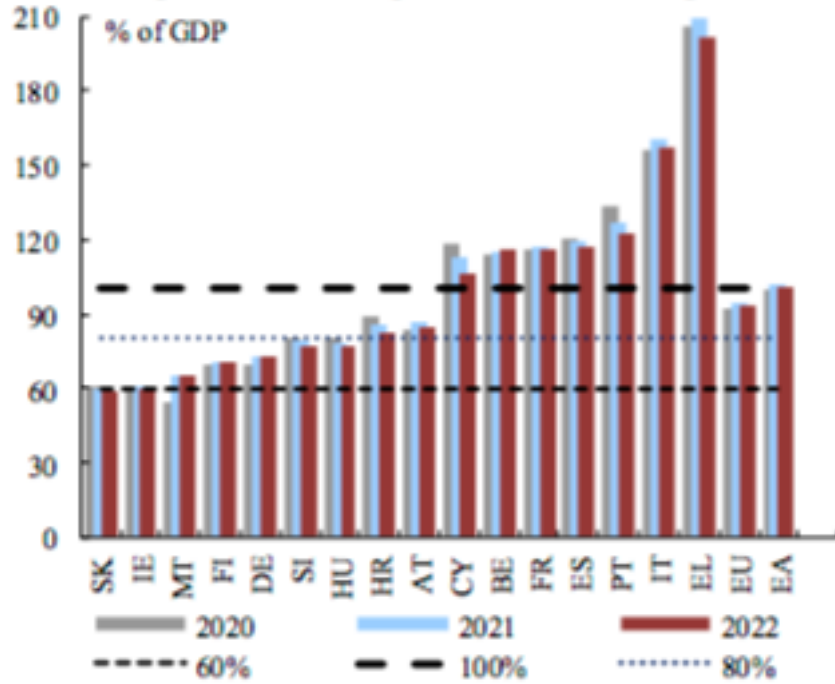
Graph I.2.27: General government balance in EU countries: 2020-2022



WWW

(...)

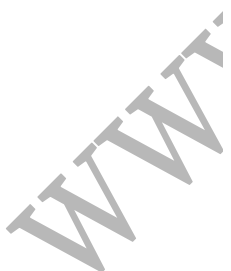
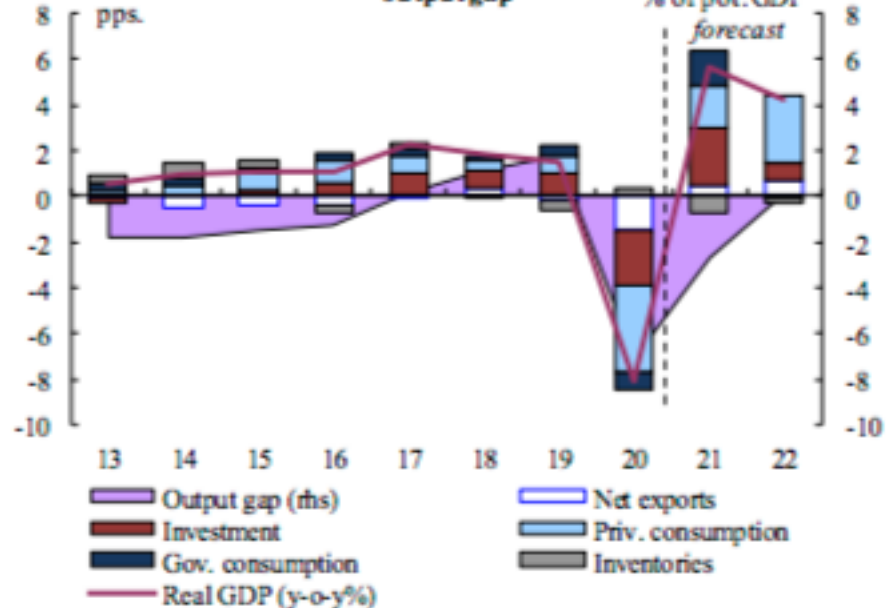
Graph 1.2.29: General government debt developments



(...)

Pour la croissance en France :

Graph II.7.1: France - Real GDP growth and contributions, output gap



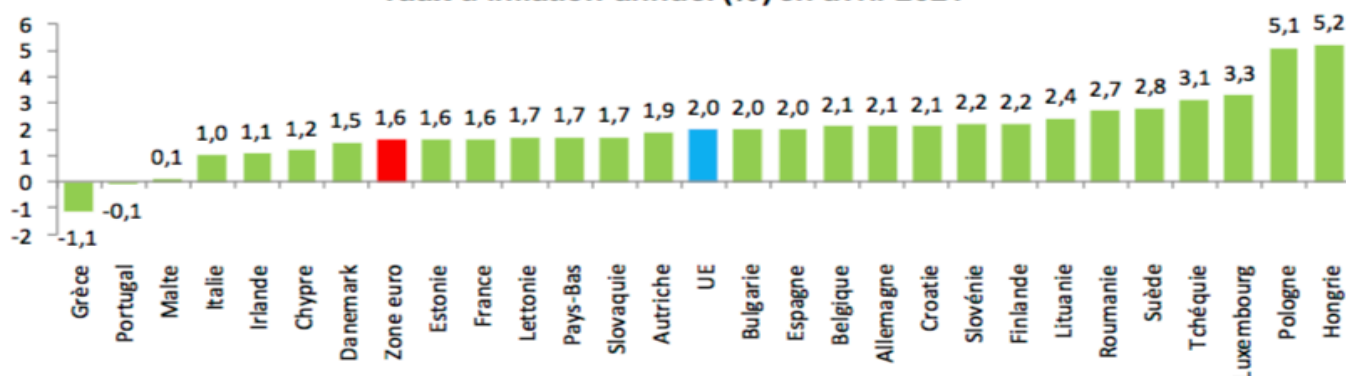
Main features of country forecast - FRANCE

	2019			Annual percentage change						
	bn EUR	Curr. prices	% GDP	01-16	2017	2018	2019	2020	2021	2022
GDP		2425.7	100.0	1.2	2.3	1.8	1.5	-8.1	5.7	4.2
Private Consumption		1303.3	53.7	1.4	1.5	0.9	1.5	-7.2	3.4	5.6
Public Consumption		560.2	23.1	1.5	1.4	0.9	1.7	-3.0	6.0	-0.3
Gross fixed capital formation		573.1	23.6	1.1	4.7	3.2	4.2	-10.2	11.0	3.1
of which: equipment		126.3	5.2	0.9	4.1	2.4	3.9	-13.6	10.7	3.3
Exports (goods and services)		770.7	31.8	2.5	4.4	4.4	1.9	-16.0	10.0	9.6
Imports (goods and services)		794.4	32.8	3.2	4.5	3.1	2.5	-11.1	7.6	6.6
GNI (GDP deflator)		2476.0	102.1	1.2	2.4	1.7	1.4	-7.8	5.4	4.0
Contribution to GDP growth:										
Domestic demand				1.4	2.2	1.4	2.2	-7.0	5.9	3.6
Inventories				0.0	0.2	0.0	-0.4	0.3	-0.7	-0.2
Net exports				-0.2	-0.1	0.4	-0.2	-1.4	0.5	0.7
Employment				0.5	1.1	1.0	1.2	-1.0	0.1	1.2
Unemployment rate (a)				9.0	9.4	9.0	8.4	8.0	9.1	8.7
Compensation of employees / head				2.3	2.0	1.7	-0.2	-2.7	4.2	2.8
Unit labour costs whole economy				1.6	0.8	1.0	-0.5	4.8	-1.4	-0.2
Real unit labour cost				0.2	0.3	0.0	-1.7	2.5	-1.8	-1.2
Saving rate of households (b)				14.5	13.8	14.1	14.6	21.1	18.4	14.6
GDP deflator				1.4	0.5	1.0	1.2	2.2	0.5	1.1
Harmonised index of consumer prices				1.6	1.2	2.1	1.3	0.5	1.4	1.1
Terms of trade goods				0.4	-1.6	-1.5	1.1	1.4	-1.4	0.1
Trade balance (goods) (c)				-1.2	-1.6	-1.6	-1.4	-2.2	-2.2	-1.4
Current-account balance (c)				-0.1	-0.7	-0.9	-0.8	-2.0	-1.7	-1.2
Net lending (+) or borrowing (-) vis-a-vis ROW (c)				-0.2	-0.7	-0.8	-0.8	-2.2	-1.1	-0.6
General government balance (c)				-4.0	-3.0	-2.3	-3.1	-9.2	-8.5	-4.7
Cyclically-adjusted budget balance (d)				-4.0	-3.1	-3.0	-4.2	-4.8	-6.8	-4.8
Structural budget balance (d)				-2.7	-2.9	-3.0	-3.3	-4.7	-6.7	-4.7
General government gross debt (c)				77.7	98.3	98.0	97.6	115.7	117.4	116.4

(a) Eurostat definition. (b) gross saving divided by adjusted gross disposable income. (c) as a % of GDP. (d) as a % of potential GDP.

Les mardi 18 et mercredi 19, publication par Eurostat des tableaux suivants :

Taux d'inflation annuel (%) en avril 2021



ec.europa.eu/eurostat

Échanges Zone euro - données non corrigées des variations saisonnières

mrds d'euros

Flux	Mar 20	Mar 21	Croissance	Jan-Mar 20	Jan-Mar 21	Croissance
Exportations extra-ZE	194,7	212,1	8,9%	567,4	564,0	-0,6%
Importations extra-ZE	164,7	196,3	19,2%	512,8	514,4	0,3%
Bal. Com. extra-ZE	29,9	15,8		54,6	49,5	
Commerce intra-ZE	156,1	199,0	27,5%	484,3	514,2	6,2%

Données sources: ext_st_ea19sitc

Commerce total des États membres (intra-UE + extra-UE)

mrds d'euros

	Exportations totales						Importations totales						Balance commerciale					
	Total		Intra-UE		Extra-UE		Total		Intra-UE		Extra-UE		Total		Intra-UE		Extra-UE	
	Jan-Mar 21	Croiss / Jan-Mar 20	Jan-Mar 21	Croiss / Jan-Mar 20	Jan-Mar 21	Croiss / Jan-Mar 20	Jan-Mar 21	Croiss / Jan-Mar 20	Jan-Mar 21	Croiss / Jan-Mar 20	Jan-Mar 21	Croiss / Jan-Mar 20	Jan-Mar 21	Jan-Mar 20	Jan-Mar 21	Jan-Mar 20	Jan-Mar 21	Jan-Mar 20
Belgique	101,3	1%	67,3	5%	34,0	-5%	94,6	-1%	59,9	4%	34,7	-9%	6,7	4,8	7,4	6,9	-0,7	-2,1
Bulgarie	7,9	7%	5,3	12%	2,6	-1%	8,7	9%	5,4	10%	3,3	8%	-0,8	-0,6	-0,1	-0,1	-0,8	-0,5
Tchéquie	46,7	9%	37,6	10%	9,1	3%	41,1	6%	30,4	5%	10,8	9%	5,6	4,2	7,3	5,3	-1,7	-1,1
Danemark	25,9	3%	13,8	6%	12,1	-1%	24,1	10%	16,3	10%	7,8	9%	1,8	3,2	-2,5	-1,9	4,3	5,1
Allemagne	334,1	3%	180,5	5%	153,6	0%	279,9	2%	180,3	5%	99,6	-2%	54,2	52,3	0,2	1,2	53,9	51,1
Estonie	3,9	13%	2,6	8%	1,3	25%	4,3	14%	3,1	10%	1,2	26%	-0,4	-0,3	-0,5	-0,4	0,1	0,1
Irlande	39,3	-9%	14,9	-12%	24,4	-7%	21,3	-2%	8,5	-1%	12,8	-3%	18,0	21,3	6,5	8,4	11,6	12,9
Grèce	8,8	10%	4,7	5%	4,0	16%	13,5	2%	7,4	4%	6,1	0%	-4,7	-5,2	-2,7	-2,6	-2,1	-2,6
Espagne	74,8	4%	46,7	7%	28,2	0%	78,7	-1%	45,7	2%	33,1	-6%	-3,9	-8,1	1,0	-1,1	-4,9	-7,0
France	117,2	-1%	65,4	2%	51,8	-4%	140,5	3%	95,1	8%	45,4	-7%	-23,3	-18,7	-29,8	-24,0	6,4	5,4
Croatie	4,0	8%	2,7	8%	1,3	10%	6,4	3%	4,9	-1%	1,5	21%	-2,4	-2,5	-2,1	-2,4	-0,3	-0,1
Italie	117,9	5%	63,7	8%	54,2	1%	108,4	6%	62,9	9%	43,5	2%	11,5	12,2	0,8	1,1	10,7	11,1
Chypre	0,5	-28%	0,2	-12%	0,3	-34%	1,9	-5%	1,2	5%	0,8	-18%	-1,4	-1,3	-1,0	-0,9	-0,4	-0,4
Lettonie	3,8	9%	2,4	10%	1,3	7%	4,0	3%	3,1	3%	0,9	5%	-0,3	-0,4	-0,7	-0,8	0,4	0,4
Lituanie	7,4	5%	4,3	7%	3,1	3%	7,7	5%	5,5	9%	2,2	-4%	-0,3	-0,3	-1,2	-1,1	1,0	0,8
Luxembourg	3,3	4%	2,7	6%	0,6	-3%	4,9	3%	4,4	4%	0,5	-1%	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	0,1	0,1
Hongrie	29,6	6%	23,3	6%	6,3	7%	27,5	4%	19,8	2%	7,7	11%	2,1	1,4	3,5	2,5	-1,5	-1,1
Malte	0,6	-2%	0,3	2%	0,3	-5%	1,0	-22%	0,7	-7%	0,4	-39%	-0,4	-0,7	-0,3	-0,4	-0,1	-0,3
Pays-Bas	162,2	4%	111,5	9%	50,7	-5%	143,5	5%	59,8	7%	83,7	4%	18,8	19,4	51,7	46,5	-33,0	-27,1
Autriche	39,7	2%	27,2	1%	12,5	4%	40,8	3%	31,2	3%	9,7	2%	-1,1	-0,9	-3,9	-3,4	2,8	2,5
Pologne	65,7	9%	49,4	11%	16,4	4%	63,3	7%	43,1	8%	20,3	5%	2,4	1,0	6,3	4,6	-3,9	-3,6
Portugal	15,4	6%	11,1	7%	4,3	4%	18,1	-5%	13,6	-1%	4,5	-16%	-2,6	-4,6	-2,5	-3,3	-0,2	-1,2
Roumanie	17,5	3%	13,3	8%	4,3	-8%	23,0	7%	17,0	7%	6,0	7%	-5,5	-4,5	-3,7	-3,5	-1,8	-1,0
Slovénie	11,1	5%	7,4	4%	3,6	6%	10,0	3%	6,0	5%	4,0	1%	1,0	0,8	1,4	1,4	-0,4	-0,6
Slovaquie	21,7	14%	17,3	13%	4,4	17%	20,7	5%	16,4	5%	4,3	4%	1,0	-0,6	0,9	-0,3	0,1	-0,3
Finlande	15,0	3%	8,4	3%	6,7	4%	15,9	0%	11,2	0%	4,6	0%	-0,8	-1,3	-2,9	-3,1	2,1	1,8
Suède	37,7	3%	20,4	8%	17,2	-2%	36,2	7%	24,9	10%	11,3	1%	1,5	2,8	-4,4	-3,5	5,9	6,3

Données sources: ext_st_27_2020msbec

ec.europa.eu/eurostat

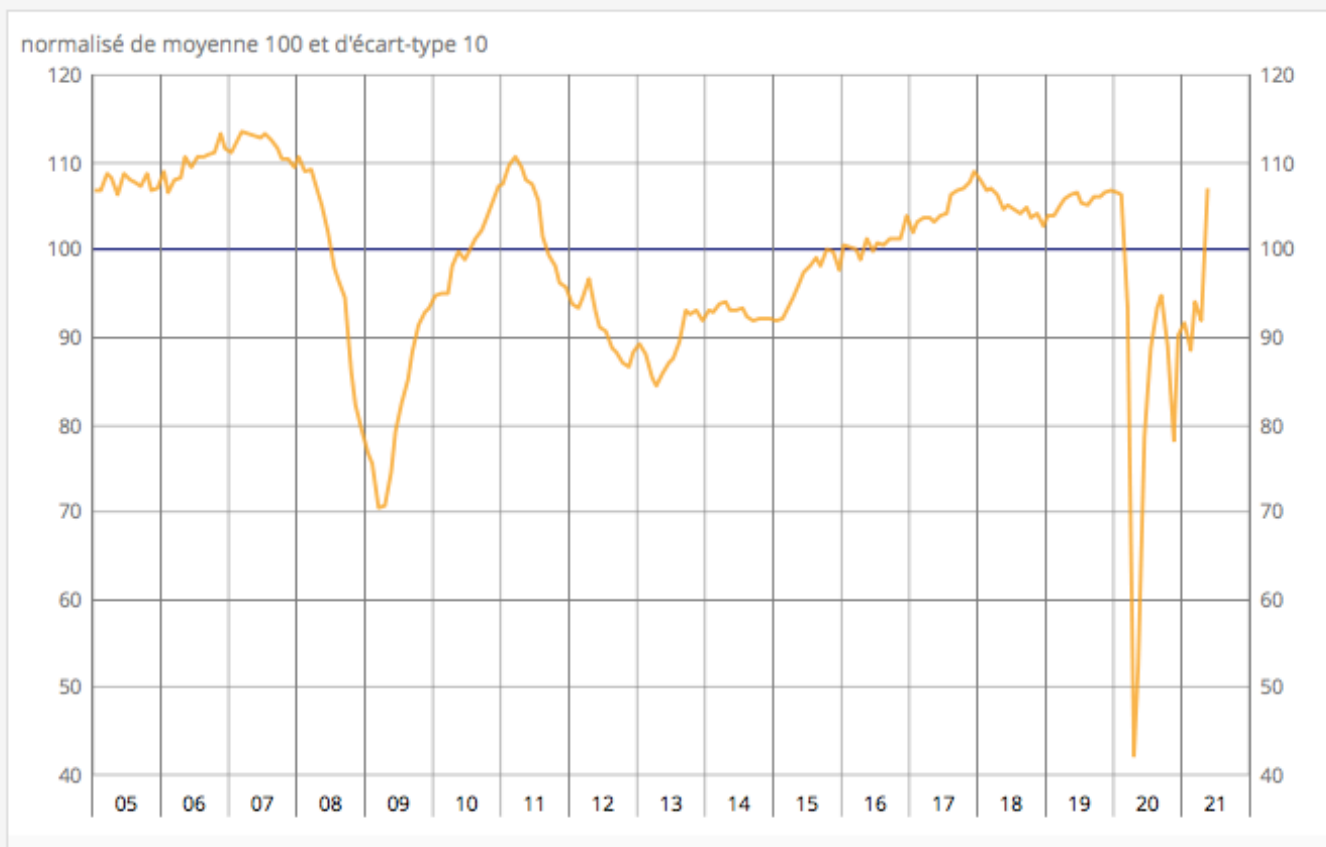
Selon la Commission européenne, les États membres mettront plusieurs années pour résorber la dette-Covid : 7 ans pour l'Allemagne, 26 ans pour l'Italie, 67 ans pour la France, 89 ans pour l'Espagne... et le marché des taux européens reste agité, contrairement à celui des taux américains qui s'est calmé : il y a écartement des spreads et le taux français à 10 ans reste bas mais est devenu positif.

Le jeudi 20, l'OFCE publie dans son « policy brief » n°90 un article signé par J. Creel, F. Saraceno et J. Witter pour proposer une agence de santé européenne unique : « L'initiative *Health4EU*, ou la santé pour tous les citoyens européens, que nous défendons n'est pas de créer une politique européenne de santé qui se substituerait aux politiques nationales, mais d'adjoindre à ces politiques nationales trois missions complémentaires. Tout d'abord, l'agence coordonnerait une politique d'investissement en capital humain en facilitant la mobilité des soignants pour leur permettre de suivre ou d'assurer des formations complémentaires sur le terrain, contribuant ainsi à améliorer l'adéquation, en qualité et en quantité, entre l'offre et la demande locales en matière de santé. Deuxièmement, l'agence garantirait un approvisionnement stratégique en médicaments et en équipements. Elle donnerait à l'UE une capacité d'achat, donc de négociation auprès des industriels de santé qui permettrait d'y faire jouer les économies d'échelle. Enfin, l'agence assisterait les autorités locales afin qu'elles améliorent leurs infrastructures de santé et de soins de longue durée, donnant ainsi chair à une politique européenne de santé plus ambitieuse et soucieuse d'atténuer les inégalités d'accès aux soins dans toute l'Europe ».

Le mardi 25, la revue Géo publie un bel article d'Esther Buitekant : « Histoire de l'euro : mise en place et débats autour de la monnaie européenne ».

Le mercredi 26, l'INSEE publie le tableau suivant qui montre une nette amélioration du climat des affaires dans les services en mai :

Indicateur synthétique du climat des affaires



Source : Insee

Également le mercredi 26, publication par l'OFCE d'un important article de Jean-Luc Gaffard sur « Le défi de l'instabilité » que l'auteur introduit de la manière suivante : « Un grand désordre existe dans la pensée économique confrontée à la conjonction de crises financière, sanitaire et écologique. L'idée continue de dominer que ce ne sont là que de simples parenthèses que l'on devrait pouvoir refermer plus ou moins vite. Pourtant l'hypothèse d'une profonde transformation du modèle économique n'est pas dénuée de fondements. À tout le moins, il va falloir accepter que se profile une accélération des processus de destruction créatrice et de recomposition du tissu productif qui va se traduire par la formation et l'enchaînement de déséquilibres sur les différents marchés. Les économistes ne sont pas démunis de références face à cette réalité s'ils veulent bien retenir les enseignements tirés de l'observation et de l'analyse d'événements faisant suite à des ruptures importantes dans le passé, allant à l'encontre de bien d'idées reçues ».

Toujours le 26, annonce par le gouvernement suisse qu'il décide de rompre les négociations avec l'UE sur la ratification d'un accord-cadre qui prévoyait une simplification et un renforcement des relations entre les 2 parties.

Le jeudi 27, tous les États membres ont donné leur accord pour que l'argent du plan européen de relance soit enfin débloqué : les versements vont pouvoir commencer dès juillet et devraient se prolonger jusqu'en 2023.

En fin de mois, plusieurs statistiques sont produites par l'INSEE :

Le PIB et ses composantes en volumes chaînés

variations en %, données CVS-CJO

	2020 T2	2020 T3	2020 T4	2021 T1	2020	2021 (acquis)
PIB	-13,2	18,5	-1,5	-0,1	-8,0	3,5
Importations	-18,3	16,2	2,2	1,1	-12,2	5,0
Dép. conso. ménages	-11,6	18,3	-5,6	0,1	-7,2	1,0
Dép. conso. APU*	-11,3	17,8	-0,7	-0,1	-3,2	4,4
FBCF	-13,9	23,3	1,7	0,2	-8,9	8,2
Exportations	-24,8	21,6	4,9	-0,2	-16,1	5,6
Contributions :						
Demande intérieure finale hors stocks	-12,1	19,6	-2,8	0,1	-6,7	3,5
Variations de stocks	0,7	-1,9	0,6	0,2	-0,2	0,0
Commerce extérieur	-1,8	0,9	0,7	-0,4	-1,2	0,1

* APU : administrations publiques

** ENF : entreprises non financières

Les volumes sont mesurés aux prix de l'année précédente chaînés et corrigés des variations saisonnières et des effets des jours ouvrables (CVS-CJO).

Source : Insee

Ce tableau nous montre que l'évolution du PIB lors du 1^{er} trimestre 2021 a été beaucoup moins favorable que prévue : alors qu'on tablait sur une croissance de 0,4%, on a en définitive une baisse de 0,1%.

Le tableau suivant montre cette même évolution du PIB en volume mais par rapport au 4^{ème} trimestre de 2019, c'est-à-dire avant le déclenchement de la crise sanitaire :

Le PIB et ses composantes en volumes chaînés – évolutions par rapport au T4 2019

variations en %, données CVS-CJO

	2020 T2	2020 T3	2020 T4	2021 T1
PIB	-18,3	-3,1	-4,6	-4,7
Importations	-22,4	-9,9	-7,9	-6,9
Dép. conso. ménages	-16,7	-1,4	-6,9	-6,8
Dép. conso. APU*	-13,9	1,5	0,7	0,6
FBCF	-22,3	-4,2	-2,6	-2,3
Exportations	-29,2	-13,9	-9,7	-9,9

* APU : administrations publiques

** ENF : entreprises non financières

Les volumes sont mesurés aux prix de l'année précédente chaînés et corrigés des variations saisonnières et des effets des jours ouvrables (CVS-CJO).

Source : Insee

Revenu disponible brut et ratios des comptes des ménages

variations t/t-1, en %, données CVS-CJO

	2020 T2	2020 T3	2020 T4	2021 T1	2020	2021 (acquis)
RDB	-1,7	3,2	1,9	-0,2	1,0	2,3
RDB (pouvoir d'achat)	-1,6	3,0	1,9	-1,0	0,4	1,5
RDB par uc* (pouvoir d'achat)	-1,6	2,9	1,8	-1,1	0,0	1,2
RDB ajusté (pouvoir d'achat)	-4,8	7,2	0,8	-0,7	-1,1	2,0
Taux d'épargne (niveau)	27,4	16,6	22,7	21,8	21,4	
Taux d'épargne financière (niveau)	19,7	6,7	12,4	11,6	12,2	

* uc : unité de consommation

nd : non disponible à la première estimation

Source : Insee

Ratios des comptes des sociétés non financières

niveaux en %, données CVS-CJO

	2020 T2	2020 T3	2020 T4	2021 T1	2020
Taux de marge	31,4	31,0	34,2	34,8	31,7
Taux d'investissement	24,6	24,7	25,1	25,4	24,6
Taux d'épargne	19,8	21,3	25,9	25,1	21,8
Taux d'autofinancement	80,3	86,4	102,9	98,7	88,6

nd : non disponible à la première estimation

Source : Insee

Dépenses, recettes et besoin de financement des administrations publiques

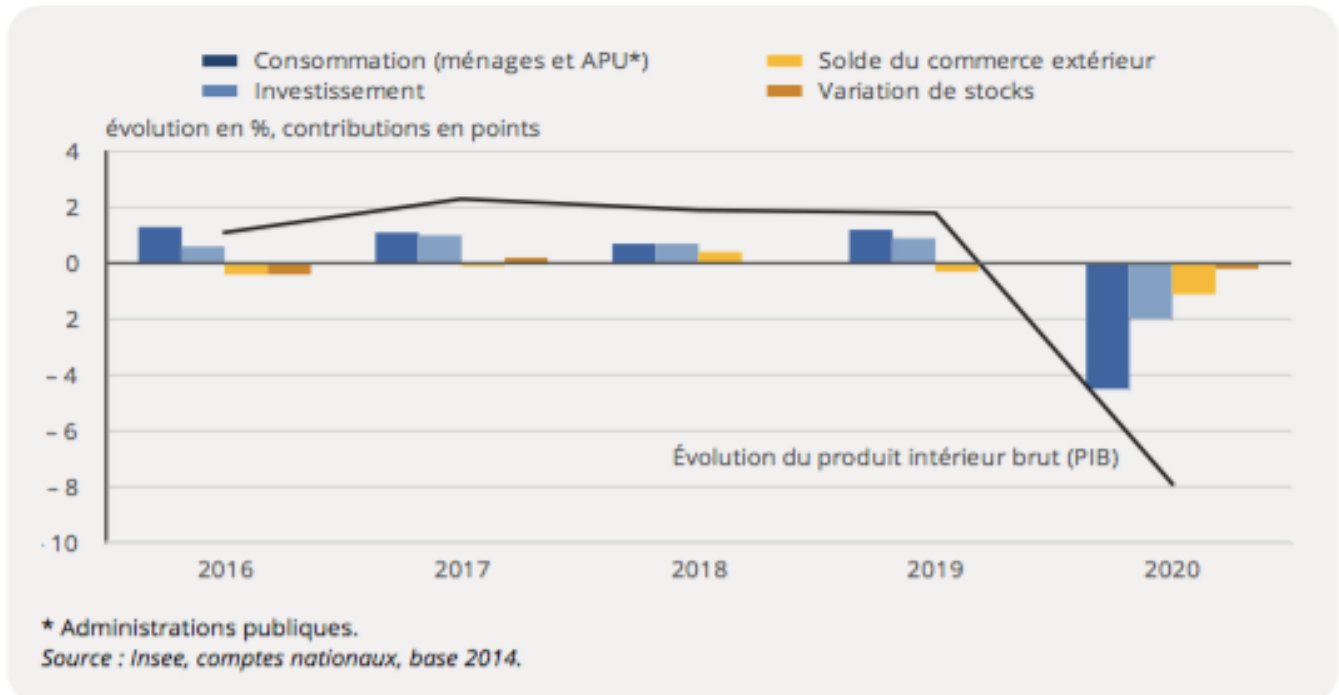
niveaux, données CVS-CJO

	2020 T2	2020 T3	2020 T4	2021 T1
<i>En milliards d'euros</i>				
Dépenses totales	355,7	352,2	370,3	368,4
Recettes totales	279,9	315,7	305,5	312,3
Capacité (+) ou besoin (-) de financement	-75,8	-36,4	-64,8	-56,0
<i>En % de PIB</i>				
Capacité (+) ou besoin (-) de financement	-14,5	-6,1	-10,9	-9,4

nd : non disponible à la première estimation

Source : Insee

► 2. Évolution du PIB en volume et contributions à cette évolution



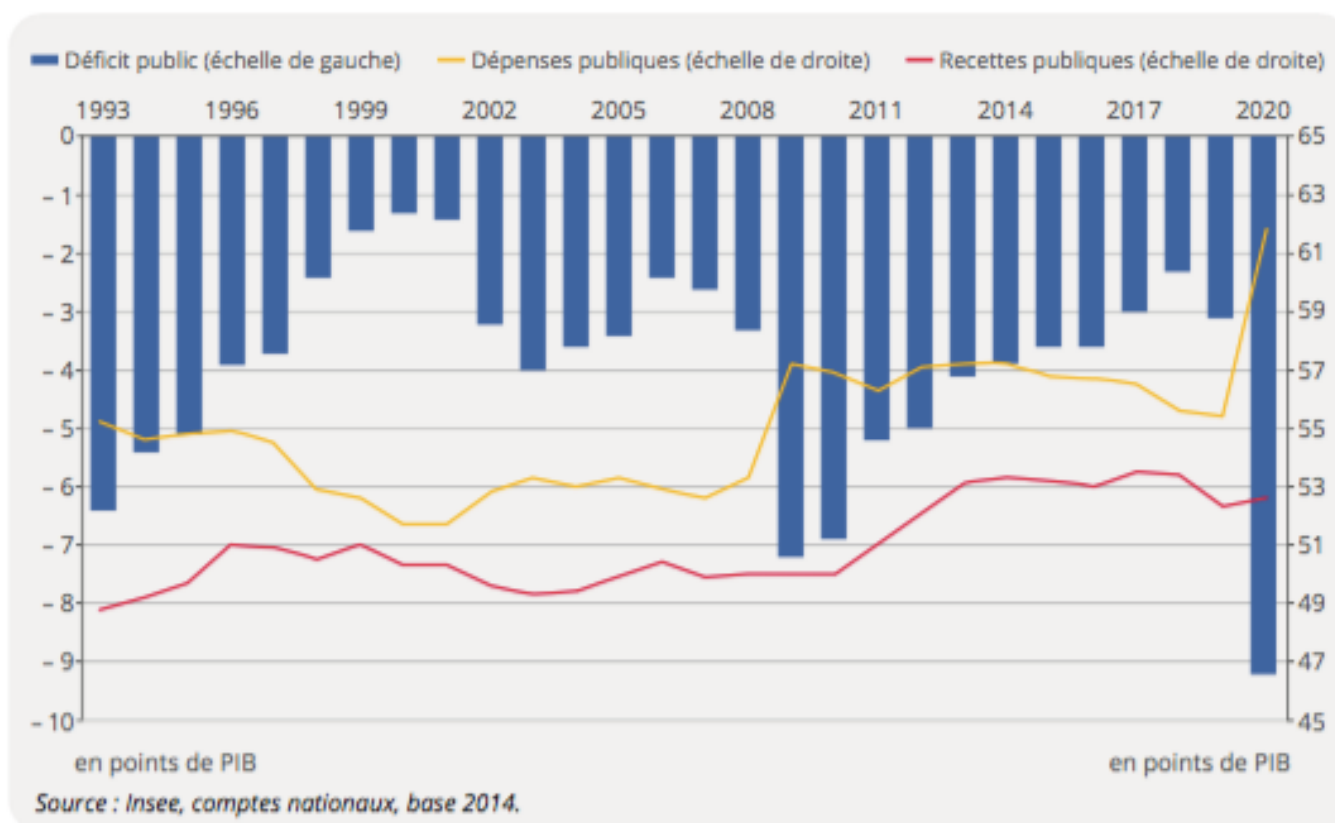
► 1. Principaux ratios de finances publiques

	en % du PIB			
	2017	2018	2019	2020
Déficit public ¹	- 3,0	- 2,3	- 3,1	- 9,2
Dette publique (brute) ¹	98,3	98,0	97,6	115,1
Dette publique nette ²	89,4	89,2	88,9	102,6
Recettes publiques	53,5	53,4	52,3	52,6
Dépenses publiques	56,5	55,6	55,4	61,8
Prélèvements obligatoires ³	45,1	44,7	43,8	44,5

¹ Au sens du traité de Maastricht.² La dette publique nette est égale à la dette publique brute diminuée de certains éléments d'actifs.³ Le taux de prélèvements obligatoires est calculé hors crédits d'impôt.

Source : Insee, comptes nationaux, base 2014.

► 2. Dépenses et recettes publiques entre 1993 et 2020



► 3. Principales dépenses et recettes des administrations publiques en 2020

	Administrations publiques centrales		Administrations publiques locales		Administrations de sécurité sociale		Ensemble des administrations publiques ¹	
	En milliards d'euros	Évolution 2020/2019 (en %)	En milliards d'euros	Évolution 2020/2019 (en %)	En milliards d'euros	Évolution 2020/2019 (en %)	En milliards d'euros	Évolution 2020/2019 (en %)
Total des dépenses¹	589,3	+ 7,9	269,8	- 0,9	661,3	+ 6,4	1 422,8	+ 5,4
Dépenses de fonctionnement ²	190,3	+ 2,3	136,9	+ 0,0	108,1	+ 5,3	435,3	+ 2,3
<i>dont consommations intermédiaires²</i>	39,5	+ 7,3	49,3	- 2,7	30,6	+ 4,2	119,4	+ 2,2
<i>dont rémunérations des salariés</i>	148,4	+ 1,0	84,3	+ 1,5	71,3	+ 5,9	304,1	+ 2,3
Intérêts versés ²	25,8	- 15,3	4,2	- 6,4	3,4	- 16,0	33,2	- 14,4
Prestations sociales en espèces et en nature	135,3	+ 20,6	27,2	+ 1,1	503,1	+ 5,4	665,5	+ 8,0
Transferts courants entre administrations publiques	62,4	+ 1,6	4,4	+ 13,1	19,0	+ 40,9	0,0	-
Autres transferts et subventions	143,0	+ 12,5	46,0	+ 5,0	20,8	+ 18,8	198,0	+ 12,2
Acquisitions nettes d'actifs non financiers	32,6	+ 12,3	51,2	- 9,0	6,9	+ 3,5	90,7	- 1,8
<i>dont formation brute de capital fixe</i>	30,7	+ 5,4	48,8	- 8,8	6,6	+ 3,3	86,1	- 3,3
Total des recettes¹	430,4	- 6,1	265,6	- 2,0	612,5	- 3,7	1 210,8	- 5,0
Impôts et cotisations sociales	371,0	- 7,4	154,3	- 1,8	564,3	- 3,7	1 089,6	- 4,7
Recettes de production	25,8	- 6,7	41,8	- 6,5	20,7	- 3,2	88,3	- 5,8
Revenus de la propriété	5,6	- 37,8	2,6	- 17,5	3,1	- 18,2	11,3	- 29,2
Autres transferts	27,9	+ 35,5	67,0	+ 1,3	24,3	- 2,9	21,7	+ 2,9
Capacité (+) / besoin (-) de financement	- 159,0	///	- 4,2	///	- 48,8	///	- 212,0	///

/// : absence de résultats due à la nature des choses.

¹ Dans la colonne « Ensemble des administrations publiques », les transferts entre les trois sous-secteurs (administrations centrales, locales et de sécurité sociale) sont consolidés, si bien que les dépenses et recettes sont inférieures à la somme des dépenses et recettes des trois sous-secteurs.

² Hors correction au titre des services d'intermédiation financière indirectement mesurés (Sifim) sur les intérêts versés.

Source : Insee, comptes nationaux, base 2014.

Dans son édition des 30 et 31, Le Monde fait paraître un important article d'Éric Albert, intitulé : « L'Europe sort de l'ère des taux négatifs », avec le schéma suivant :



1,1%

Taux d'intérêt moyen du remboursement de la dette publique française attendu en 2021, contre 6,6 % en 1996. En 2021, l'Etat devra payer 36 milliards d'euros d'intérêts.

115,7%

Poids de la dette rapporté au PIB français, en 2020.

Infographie : Le Monde • Source : Marketwatch

Et le sous-titre résume les arguments développés dans le corps de l'article : « Le retournement de situation sur les marchés menace la soutenabilité des finances publiques et les entreprises ». En tous les cas, il semble qu'il y ait un consensus pour éviter les conséquences négatives de la politique restrictive qui a suivi la crise de 2007-2008 : il s'agit au contraire de ne pas arrêter de manière prématurée le soutien monétaire et budgétaire.

Le vendredi 28, l'euro cote 1,2189\$ après avoir coté 1,2019 le 30 avril, 1,2163 le 7 mai, 1,2145 le 14, 1,2178 le 21.

• Jun 2021 ->

Le mercredi 2, dans le cadre de ses recommandations aux États membres, la Commission propose que le Pacte de stabilité et de croissance ne soit pas rétabli avant 2023. De son côté, le commissaire à l'économie, Paolo Gentiloni estime que les règles budgétaires européennes devront être modifiées et pose clairement la question de savoir « si les Européens peuvent se doter d'un nouvel instrument commun comme ils l'ont fait durant cette crise avec le plan de relance ».

Dans son édition des 4 et 5, Les Echos publie un article de A. Landier et D. Thesmar, « Le vrai débat sur la dette » dans lequel les auteurs recommandent à l'État à se protéger sans attendre « contre une remontée des taux. Cela est possible en s'endettant à plus long terme. Allonger la maturité de la dette de l'État permet de verrouiller plus durablement notre accès à des taux bas ». Car, comme ils le démontrent, une remontée des taux peut avoir des conséquences incalculables parce que « l'arithmétique de la dette est implacable ». En prenant une hypothèse d'un déficit primaire de l'ordre de 1,5% du PIB et une croissance nominale d'environ 3,5% sur le long terme, si les taux obligataires sont comme actuellement de 1,5% environ, on pourrait revenir progressivement à taux de dette de 80%. Mais si le taux passe à 3%, ce qui n'est pas énorme et possible, le taux de dette pourrait alors passer à 310%... et inutile de chiffrer ce qui se passerait si le taux montait à 5% : ce serait une politique budgétaire austéritaire assurée et un sacrifice considérable au niveau des services publics.

Le samedi 5, à Londres, accord du G7 pour proposer un taux mondial minimal d'imposition de 15%. Des avancées sont enregistrées également sur la réglementation des GAFAs, sur la lutte antitrust et sur le changement climatique.

Le mardi 8, conférence de presse du ministre allemand des affaires étrangères Heiko Maas au cours de laquelle il se prononce pour la suppression du droit de veto qu'ont les États membres au sein du

Conseil : « Nous ne pouvons plus nous laisser prendre en otage par ceux qui paralysent la politique étrangère européenne avec leurs vetos. Ceux qui le font jouent, à plus ou moins long terme, avec la cohésion de l'Europe ». Inutile de dire que cette proposition entraîne le courroux de tous ceux qui se disent attachés à la « souveraineté nationale ». Mais comme le précise à juste titre Sébastien Cochard (Atlantico.fr du 10), « Rappelons tout d'abord que le droit de veto n'existe qu'en matière d'affaires fiscales et d'affaires étrangères ; toutes les autres décisions du Conseil se prennent à la majorité qualifiée d'au moins 55% des États membres (15 États) représentant 65% de la population de l'UE. La Commission européenne, qui dispose du monopole de l'initiative législative dans l'UE, garde de toute manière complètement la main sur l'ensemble des textes du corpus juridique de l'UE, seulement modifiés à la marge par le Conseil et le Parlement européen. La vraie "atteinte" à la souveraineté nationale est bien ce monopole de l'initiative législative de la Commission (qui existe depuis 1957), dont les champs qu'elle décide de toucher par l'harmonisation législative de l'UE échappent ensuite totalement aux États membres. En matière d'affaires étrangères, la division est telle entre les États membres que l'impotence de l'UE est la règle, nul besoin pour cela d'un veto d'un État membre particulier. On l'a vu par exemple récemment sur les agissements de la Turquie, défendue par l'Allemagne malgré ses agressions répétées de la Grèce et Chypre, ce qui a interdit toute réaction vigoureuse de l'UE.

En matière de fiscalité en effet, la règle de l'unanimité semble créer une difficulté. L'Union Européenne, dans son mode de fonctionnement actuel, est la cause directe de l'évasion fiscale des multinationales. Grâce à la complicité active de plusieurs États membres, des sociétés comme Apple ou Amazon parviennent en effet, en toute légalité, à payer un impôt effectif sur leurs bénéfices européens qui est proche de zéro. (...) Pour autant, la suppression de la règle d'unanimité n'est pas forcément nécessaire. Pour forcer l'Irlande, Luxembourg, Pays-Bas à accepter que la base fiscale des multinationales soit légalement réaffectée dans le pays où l'activité et les profits ont véritablement été créés, la Commission européenne dispose de deux moyens légaux pour passer au vote à la majorité qualifiée dans les sujets fiscaux : 1 - L'article 116 du TFUE, qui permettrait à la Commission Européenne d'ignorer purement et simplement la nécessité d'unanimité fiscale en prétextant de la distortion de concurrence dans le marché intérieur que représente la capacité pour l'Irlande et le Luxembourg d'attirer les sièges des multinationales pour des raisons fiscales. 2 - L'article 48 du TUE, "clause passerelle" qui permet de passer d'un vote à l'unanimité à un vote à la majorité qualifiée pour l'adoption d'un texte législatif dans un domaine donné. L'activation d'une clause passerelle dépend toutefois d'une décision adoptée à l'unanimité par le Conseil. Sur le texte précis qui a fait l'objet de la clause passerelle, la co-décision à la majorité qualifiée s'applique ensuite. Une utilisation de l'article 116 en matière fiscale permettrait une lutte plus efficace et systématique contre la "concurrence" fiscale entre États mais créerait un précédent qui ensuite serait régulièrement utilisé par la Commission européenne.

En effet, il peut sembler paradoxal que l'Allemagne évoque la suppression du droit de veto, alors même que, de manière totalement justifiée, la Cour Constitutionnelle allemande veille à arrêter les empiètements des institutions européennes sur la Constitution de la république fédérale. Ainsi, la Constitution allemande prévoit que le Bundestag doit conserver l'intégralité de la décision budgétaire au nom du Peuple allemand. Cette souveraineté budgétaire est inaliénable et ne peut être modifiée, même par un amendement constitutionnel qui aurait été adopté par le dit Bundestag. La Constitution allemande bloquera donc à jamais toute possibilité de parachever l'union économique et monétaire : l'intégration des politiques budgétaires des États de la zone euro n'aura jamais lieu, à cause de la Constitution allemande ».

Interrogé lui aussi, Jérôme Quéré précise : « La demande de la fin de l'unanimité n'est pas nouvelle pour les votes des ministres au Conseil de l'Union européenne. Elle s'est fortement réduite au fur-et-à-mesure de la construction européenne et concerne aujourd'hui essentiellement les questions budgétaires, fiscales et de politique étrangère. Des sujets jalousement conservés par les États membres et qui ne risquent pas de changer d'avis rapidement. Un abandon de l'unanimité sur l'un de ces sujets devrait en effet être voté à l'unanimité. Le veto d'un seul permet donc à chacun de conserver son veto ». Et Sébastien Cochard d'ajouter : « Il y a une déconnexion totale entre ce que souhaitent les Peuples et ce que proposent et font les institutions européennes. Les votes et les référendums se succèdent, et le rouleau compresseur de l'harmonisation européenne continue imperturbablement sa

route, écrasant toutes les particularités nationales et décisions validées démocratiquement sur son passage. (...) Pour paraphraser Marx, l'Union européenne s'effondrera de ses propres contradictions. La principale étant que l'Allemagne profite énormément de l'union monétaire (l'euro) mais que sa population l'exècre et que sa Constitution en interdit l'achèvement, ce qui rend la monnaie unique insoutenable sur le moyen (voire sur le court) terme.

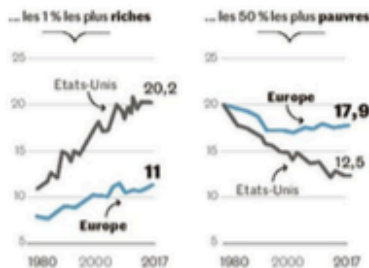
S'il y avait une réforme à proposer, ce serait de remodeler l'UE sur le modèle du Conseil de Sécurité de l'ONU ».

Également le mardi 8, le journal Le Monde consacre deux pages entières à l'Europe sociale pour montrer que sa construction sa fait attendre parce que les État sont à son sujet très désunis. Plusieurs schémas soutiennent le raisonnement :

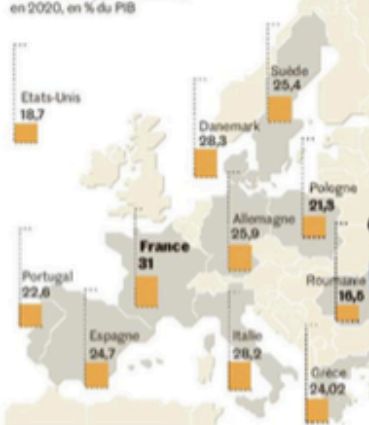
Un projet en chantier

Le modèle européen est plus protecteur que celui des Etats-Unis...

Part du revenu national (avant impôt) captée par...

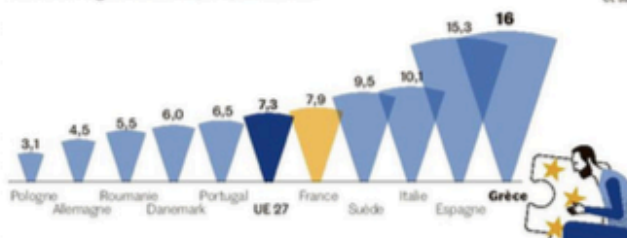


Niveau des dépenses sociales, en 2020, en % du PIB

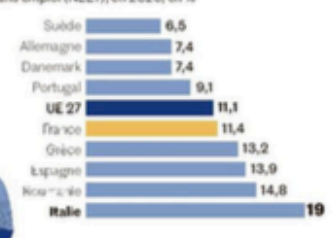


... mais de grandes disparités existent en matière d'emploi...

Taux de chômage au sens du BIT, en %, en mars 2021



Part des 15-24 ans ni scolarisés, ni en formation et sans emploi (NEET), en 2020, en %

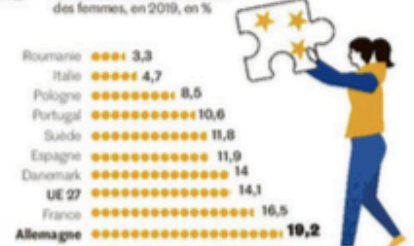


... et d'égalité femmes-hommes...

Taux d'emploi, en 2020, en %

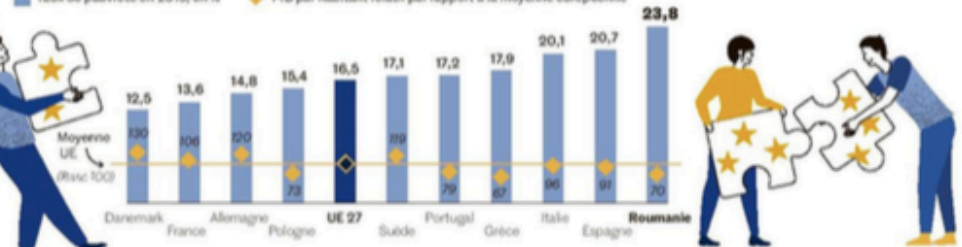


Écart de salaires au détriment des femmes, en 2019, en %



... et de niveaux de vie

Taux de pauvreté en 2019, en % et PIB par habitant relatif par rapport à la moyenne européenne



Infographie : Marie Charrel, Marianne Pasquier

Sources : OCDE, Eurostat, World Inequality Lab

Selon O. de Schutter, rapporteur spécial de l'ONU, « les Européens ont raté l'occasion de promouvoir une Union plus sociale » au travers des conditions pour bénéficier des aides du plan de relance européen. Le secrétaire d'État français chargé des affaires européennes Clément Beaune estime pourtant que l'Europe « a changé de logiciel, même si les citoyens européens de la réalisent pas complètement encore » ; et il est persuadé que lorsque la France prendra la présidence de l'Europe en janvier prochain, elle accélérera les travaux sur ce sujet. Cela n'empêche pas le spécialiste des questions européennes Pawel Tokarski de trouver que « les différences de modèles sociaux et de capitalisme entre les pays membres compliquent la convergence » : une politique sociale européenne est-elle alors non seulement possible mais même souhaitable ?

Le mercredi 9, la Commission européenne revient sur le problème institutionnel qu'a soulevé l'arrêt pris le 4 mai par la Cour constitutionnelle de Karlsruhe et auquel Ursula von der Leyen avait répondu déjà immédiatement le 11 mai 2020 en montrant que cet arrêt « a mis en exergue deux sujets touchant à l'UE : le système de l'Euro et le système juridique européen ». Ce mercredi, la Commission lance une procédure d'infraction contre l'Allemagne parce qu'elle craint que l'arrêt amène à une « Union à la carte ». Il pourrait en effet à certains gouvernements de contester les décisions de la Cour de la Cour de justice européenne. D'ailleurs, l'arrêt allemand avait-été accueilli par la Pologne comme étant « l'un des jugements les plus importants de l'histoire de l'Union européenne ». Pour lancer cette

procédure d'infraction, elle met l'Allemagne en demeure pour « violation des principes fondamentaux du droit de l'UE, notamment des principes d'autonomie, de primauté, d'efficacité et d'application, uniforme du droit de l'Union, ainsi que le respect de la compétence de la Cour de justice européenne ».

Jeudi 10, réunion à la BCE du Conseil des gouverneurs (sans doute la dernière en visio) : à l'issue d'une réunion où il y a eu discussion sur le fait de savoir s'il est opportun de réduire ou non le soutien aux économies européennes, comme le dit la Présidente Christine Lagarde, il faut garder le cap, donc pas de changement dans la politique monétaire :

« Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour, le Conseil des gouverneurs a décidé de confirmer l'orientation très accommodante de sa politique monétaire.

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 -0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Le Conseil des gouverneurs continuera d'effectuer des achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1 850 milliards d'euros, au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs prévoit que les achats nets au titre du PEPP se poursuivront à un rythme nettement plus élevé au cours du trimestre à venir que pendant les premiers mois de l'année.

Le Conseil des gouverneurs procédera à ces achats de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. En outre, la flexibilité des achats (dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions) continuera de soutenir la transmission harmonieuse de la politique monétaire. Si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. Cependant, l'enveloppe peut aussi être recalibrée si cela s'avère nécessaire au maintien de conditions de financement favorables pour contrebalancer le choc négatif exercé par la pandémie sur la trajectoire de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs continuera de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2023. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

Les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs entend aussi poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Enfin, le Conseil des gouverneurs continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. Les financements obtenus par le biais de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III) jouent un rôle essentiel en faveur de l'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises et aux ménages.

Le Conseil des gouverneurs est prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

Lors de sa conférence de presse, qui a suivi la réunion comme d'habitude, Christine Lagarde déclare notamment :

« Préserver des conditions de financement favorables pendant la pandémie reste indispensable pour réduire l'incertitude et renforcer la confiance, de manière à soutenir l'activité économique et à maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Les conditions de financement, tant pour les entreprises que pour les ménages, sont demeurées globalement stables depuis notre réunion de politique monétaire en mars, même si les taux d'intérêt de marché ont continué d'augmenter. Une hausse durable des taux de marché, si elle reflète en partie une amélioration des perspectives économiques, pourrait se traduire par un resserrement des conditions de financement au sens large, pertinentes pour l'économie dans son ensemble. Un tel resserrement serait prématuré et constituerait un risque pour la reprise économique en cours et les perspectives d'inflation ».

Ce même jeudi, la Commission européenne propose de créer un portefeuille électronique, « un coffret numérique » qui pourrait enfermer plusieurs documents administratifs dont « l'identité digitale européenne » pour chaque citoyen européen qui le souhaite, de façon à lui simplifier la vie, en toute sécurité.

Le lundi 14, l'OFCE publie un blog de M. Dauvin et R. Sampognaro sur les effets en France des confinements : « La crise déclenchée par l'épidémie de la Covid-19 est unique dans l'histoire économique récente par la forme qu'elle a prise et par son ampleur. En avril 2020, la mise en place d'un confinement très sévère a fait chuter l'activité économique de près de 31 % en France. En novembre, après un semestre de vie avec le virus, la mise en place d'un deuxième confinement s'est traduite par une baisse de l'activité « de seulement » 7,5 %. Comme le rappelle [Bénassy-Quéré \(2021\)](#) [dans un « billet » du Trésor public daté du 10 mai] dès le déclenchement de l'épidémie la compréhension des mécanismes de la crise a fait débat parmi les économistes. La simultanéité des chocs d'offre (salariés empêchés d'accéder à leur emploi ou ruptures des chaînes d'approvisionnement) et de demande finale (épargne de précaution, achats retardés pour éviter les interactions sociales) perturbent les outils d'analyse traditionnels. Par ailleurs, les différents chocs sont très hétérogènes entre les secteurs.

Le mercredi 16, la Présidente de la Commission, Ursula von der Leyen commence son tour européen pour accompagner la mise en œuvre des plans de relance. Certains l'appellent le « Von Der toue ». À ce jour, déjà 23 pays ont présenté leur plan à la Commission pour approbation.

Ce même jour, après la réunion de la Fed, son Président J. Powell considère que la reprise est forte et que les taux pourraient remonter plutôt en 2023 qu'en 2024. Il faut dire que l'inflation annuelle est en ce mois de mai de 5%.

Ce même mercredi 16, l'OFCE fait paraître un document « La zone euro doit-elle s'en remettre aux États-Unis ». S'il est certain que la politique monétaire expansionniste et la politique budgétaire particulièrement active des États-Unis auront certainement des effets d'entraînement sur la reprise en Europe, « il faut cependant garder l'esprit que la croissance de la zone euro dépendra d'abord de l'orientation de son propre policy mix ».

Le vendredi 25, déclaration du sommet de la zone euro :

1. « La réaction forte, rapide et coordonnée de l'Union européenne et de ses États membres en matière de politique économique a préparé le terrain à une reprise solide, inclusive et durable après la crise de la COVID-19.
2. Nous prenons note de la lettre du président de l'Eurogroupe du 18 juin 2021 et de la nécessité de parvenir à une orientation budgétaire favorable en 2021 et 2022. Nous nous félicitons de la poursuite d'une coordination étroite des politiques budgétaires dans la zone euro, soutenue par un engagement en faveur de la viabilité des finances publiques, le but étant d'asseoir fermement la reprise et d'empêcher que les effets néfastes de la pandémie ne continuent de peser sur nos sociétés.
3. Nous réaffirmons notre plein attachement à l'achèvement de l'union bancaire et, faisant fond sur les discussions récentes, invitons l'Eurogroupe réuni en configuration ouverte à convenir, sans retard et sur une base consensuelle, d'un plan de travail par étapes assorti d'un calendrier pour tous les éléments en suspens nécessaires à cet achèvement.
4. Nous soulignons notre soutien politique à l'union des marchés des capitaux (UMC) et appelons à une mise en œuvre rapide du plan d'action concernant l'UMC conformément aux priorités énoncées dans les conclusions du Conseil du 3 décembre 2020. Il convient de recenser les problèmes structurels qui se posent pour l'intégration et le développement des marchés des capitaux, en particulier dans des domaines ciblés de la législation sur l'insolvabilité des entreprises, et d'y remédier. La finance verte, y compris une norme en matière d'obligations vertes, peut servir de catalyseur à une véritable union des marchés des capitaux.
5. Nous examinerons les progrès réalisés sur toutes ces questions lors de notre réunion de décembre 2021 ».

Le lundi 28, l'UE débloque ses premiers versements du fonds de relance européen pour soutenir les économies, l'emploi et les entreprises des 27. La France va recevoir près de 40 milliards d'euros.

Le mercredi 30, Le Monde publie une chronique d'Éric Albert sur l'emprunt paneuropéen que l'auteur considère comme un « basculement historique. Étant donné son intérêt et sa qualité, nous nous permettons de publier cette chronique in extenso :

« Enfin ! Deux décennies après le lancement de la monnaie unique, le géant monétaire qu'est la zone euro a commencé à utiliser son potentiel financier : mardi 15 juin, la Commission européenne a emprunté sur les marchés financiers 20 milliards d'euros, à un taux de 0,086 %. C'est le premier pas du grand plan de relance paneuropéen de 750 milliards d'euros.

Pour la première fois, les Vingt-Sept utilisent l'immense privilège que leur offre leur taille économique, avec un embryon de budget commun. Ursula von der Leyen, la présidente de la Commission, parle d'un « jour véritablement historique ». L'adjectif n'est pour une fois pas galvaudé. Il faut pourtant entamer ce virage institutionnel européen les yeux grands ouverts, en étant conscient des limites de ce plan : d'abord, il est lent et d'ampleur relativement limitée ; ensuite, il signifie un transfert de souveraineté vers Bruxelles, qu'il faudra assumer politiquement.

L'Union européenne (UE) avance à son rythme habituel. Le plan de relance a été approuvé dans la douleur à la suite d'un très long sommet européen en juillet 2020. Il a ensuite fallu le finaliser en décembre, puis le ratifier dans chacun des vingt-sept pays. C'est chose faite depuis fin mai.

Le déboursement sera lent lui aussi. Environ 13 % des fonds arriveront réellement dans les caisses des États cette année, suivis de 20 % à 25 % par an jusqu'en 2024, et les derniers centimes attendront 2026 pour être versés. Rien à voir avec le plan de relance américain de 1 900 milliards de dollars (1 600 milliards d'euros), annoncé par le président américain, Joe Biden, en janvier, approuvé par le Congrès en mars et dont la quasi-intégralité aura été versée d'ici à l'automne. C'est le double du plan européen, versé en huit fois moins de temps.

Il ne faut cependant pas boudier son plaisir. L'UE n'est pas les États-Unis et le plan de relance n'a pas la même fonction. Les mesures d'urgence pendant la pandémie ont été assurées par chacun des vingt-sept États membres. Le « quoi qu'il en coûte » n'avait pas besoin de l'aide de la Commission européenne.

Le plan paneuropéen vise à la reconstruction à moyen terme des économies. Les priorités sont données à des secteurs d'avenir : la numérisation (développement de la fibre optique, numérisation des administrations, développement du cloud...) et la transition écologique (énergies renouvelables, isolation des logements, transports décarbonés...).

Un peu plus de la moitié des fonds représentent des subventions, avec une vraie solidarité des pays les plus riches vers ceux qui ont été les plus touchés par la pandémie, en particulier l'Italie et l'Espagne. Selon les calculs de la banque UBS, les croissances espagnole et italienne devraient augmenter de 0,6 % et 0,4 % par an respectivement, en 2021 et 2022, grâce à cette aide. Pas une révolution, mais une aide significative. La Grèce, le Portugal, la Roumanie ou encore la Pologne recevront aussi un soutien important.

L'autre limite du plan de relance européen est la potentielle bombe politique à retardement qu'il représente. Chaque pays doit soumettre à la Commission la façon dont il compte dépenser l'argent, et cette dernière doit l'approuver. Étant donné que l'argent vient de la Commission, qui réalise les emprunts, ce droit de regard est bien normal. Mais il s'agit d'un vrai transfert de souveraineté.

Dans les circonstances politiques actuelles, cela se passe bien et Bruxelles ne rejettera a priori aucun plan. Mais imaginons que Matteo Salvini soit au pouvoir en Italie ou Marine Le Pen en France. Ces

leaders politiques pourraient aisément utiliser les éventuels conflits avec Bruxelles à leur avantage et faire d'un bras de fer avec la Commission un argument anti-européen.

Il est donc essentiel que les Vingt-Sept réussissent la mise en œuvre du plan. L'avancée institutionnelle européenne réalisée pendant cette pandémie doit se transformer en améliorations concrètes sur le terrain. Sinon, le risque est que ce plan paneuropéen soit aussi le dernier de son genre ».

En fin de mois, l'euro cote 1,1858\$ après avoir coté 1,2167 le 4, 1,2107 le 11, 1,1862 le 18 et 1,1935 le 25.

• Juillet 2021 ->

Le jeudi 1^{er}, le Portugal laisse à la Slovaquie la présidence de l'UE.

Dans les premiers jours de ce mois de juillet, Eurostat donne deux informations intéressantes :

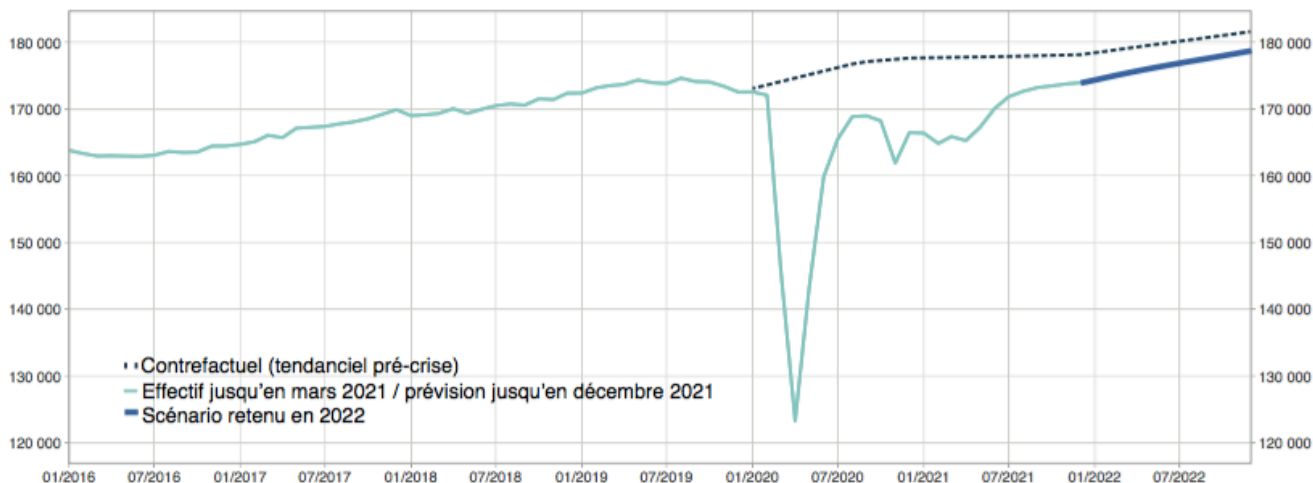
Au premier trimestre 2021, le compte des opérations courantes de la balance des paiements de l'UE, corrigé des variations saisonnières, a enregistré un excédent de 116,5 milliards d'euros (3,4% du PIB), en baisse par rapport à l'excédent de 127,3 mds (3,7% du PIB) du quatrième trimestre 2020 et en hausse par rapport à l'excédent de 69,8 mds (1,9% du PIB) du premier trimestre 2020.

Le taux d'épargne des ménages dans la zone euro était à 21,5% au premier trimestre 2021, contre 19,5% au quatrième trimestre 2020. Il s'agit du deuxième niveau le plus élevé depuis le début de la série en 1999 (le plus élevé était à 25,0% au deuxième trimestre 2020).

De son côté, l'INSEE fait paraître un dossier sur « les effets sectoriels de la crise du Covid 19 à l'horizon de la fin 2022 » et fait un chiffrage du « terrain perdu » par rapport aux tendances d'avant-crise. On y trouve le schéma suivant :

► **5. Valeur ajoutée totale en mensuel**

volume à prix constants en M€



Source : Insee en décembre 2021. estimations mensuelles réalisées pour les besoins de l'analyse conjoncturelle sous-jacente à cette Note de Conjoncture (volumes à prix constants)

Par ailleurs, l'INSEE donne les indications suivantes

- sur l'évolution de la production manufacturière :

« En avril 2021, le chiffre d'affaires dans l'industrie manufacturière rechute (-3,9 % après +8,0 % en mars) ; il rechute également dans l'ensemble de l'industrie (-3,8 % après +6,1 % en mars).

Le chiffre d'affaires à l'exportation est également en fort repli (-2,9 % après +14,5 % en mars).

Par rapport à son niveau de février 2020 (dernier mois avant le début du premier confinement), le chiffre d'affaires est en net retrait dans l'industrie manufacturière (-3,8 %) et en retrait plus modéré dans l'ensemble de l'industrie (-1,4 %) ».

-sur le commerce :

« En 2020, dans un contexte de baisse historique du PIB en France, les dépenses de consommation des ménages reculent nettement en volume (- 7,1 % en euros constants, après + 1,8 % en 2019). L'investissement se replie fortement (- 8,6 % après + 4,0 %), en particulier celui des ménages (- 12,1 %), mais de façon moins prononcée pour les entreprises non financières (- 7,7 %). Les échanges extérieurs ont été très fortement affectés par la crise sanitaire : en volume, les exportations diminuent de 15,8 % et les importations de 11,9 %. Dans ce contexte, les ventes du commerce de détail se retournent (- 3,0 % en volume mettant fin à une décennie de croissance régulière. Le repli des ventes est d'une ampleur comparable dans le commerce de gros (- 3,2 %). Il est beaucoup plus marqué dans le commerce et la réparation d'automobiles (- 10,8 %). »

Jeudi 8, c'est un jour très important pour la politique monétaire de la zone euro puisque le Conseil des gouverneurs de la BCE approuve sa nouvelle stratégie de politique monétaire.

Le communiqué de presse en est le suivant :

« La nouvelle stratégie comprend un objectif d'inflation symétrique fixé à 2 % à moyen terme.

Le Conseil des gouverneurs confirme que l'IPCH reste la mesure de l'évolution des prix appropriée et recommande d'y introduire progressivement les coûts des logements occupés par leur propriétaire. Cette nouvelle stratégie de politique monétaire est le fruit d'une évaluation approfondie entamée en janvier 2020.

Le Conseil des gouverneurs approuve un plan d'action ambitieux sur le changement climatique.

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) publie ce jour sa nouvelle stratégie de politique monétaire dans une déclaration relative à la stratégie de politique monétaire.

Le Conseil des gouverneurs estime que viser un objectif d'inflation de 2 % à moyen terme est le meilleur moyen de maintenir la stabilité des prix. Cet objectif d'inflation est symétrique, ce qui signifie que les écarts négatifs et positifs sont également indésirables. Lorsque les taux d'intérêt nominaux sont proches de leur niveau plancher, une politique monétaire particulièrement vigoureuse et ancrée dans la durée est nécessaire pour éviter la fixation des écarts négatifs par rapport à l'objectif d'inflation. Cela peut aussi se traduire par une période transitoire d'inflation légèrement au-dessus de l'objectif.

Le Conseil des gouverneurs confirme également que l'ensemble des taux d'intérêt de la BCE demeure le principal instrument de politique monétaire. D'autres instruments, comme la *forward guidance*, les achats d'actifs et les opérations de refinancement à plus long terme qui, au cours des dix dernières années, ont permis d'atténuer les contraintes liées au niveau plancher des taux d'intérêt nominaux, resteront une partie intégrante de la panoplie d'outils de la BCE, qui pourront être utilisés de manière appropriée.

« Je suis heureuse d'annoncer que le Conseil des gouverneurs a approuvé, hier, la nouvelle stratégie de politique monétaire de la BCE. Sur la base de la principale mission de la BCE, qui consiste à maintenir la stabilité des prix, l'évaluation nous a permis de remettre nos convictions en cause, d'échanger avec de nombreuses parties prenantes, de réfléchir, de discuter et de trouver un accord sur la mise à jour de notre stratégie. Cette nouvelle stratégie forme une base solide qui nous guidera dans la conduite de la politique monétaire au cours des années à venir », a déclaré Christine Lagarde, présidente de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs confirme que l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) reste la mesure appropriée de l'évaluation de la stabilité des prix. Il admet cependant que l'inclusion des coûts des logements occupés par leur propriétaire dans l'IPCH permettrait de mieux rendre compte de l'inflation pertinente pour les ménages et que plusieurs années seront nécessaires pour ce faire. Entre-temps, le Conseil des gouverneurs utilisera, dans le cadre de ses évaluations de la politique monétaire, des mesures de l'inflation qui intègrent des estimations préliminaires du coût des logements occupés par leur propriétaire pour compléter sa panoplie de mesures plus larges de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs reconnaît que le changement climatique a des conséquences profondes sur la stabilité des prix et a, dès lors, approuvé un plan d'action ambitieux dans ce domaine. Un communiqué de presse à ce sujet a été publié ce jour.

La première réunion de politique monétaire régulière du Conseil des gouverneurs mettant en œuvre la nouvelle stratégie se tiendra le 22 juillet 2021. Le Conseil des gouverneurs entend évaluer à intervalles réguliers l'efficacité de sa stratégie de politique monétaire, et devrait conduire la prochaine évaluation en 2025.

Notes

Le Conseil des gouverneurs avait conduit une précédente **évaluation stratégique en 2003**.

La nouvelle stratégie annoncée ce jour est le fruit d'une évaluation approfondie qui avait été **lancée le 23 janvier 2020**. Au cours des dix-huit derniers mois, le Conseil des gouverneurs a organisé de nombreux séminaires, présentations, échanges et réunions consacrés à l'ensemble des éléments de l'évaluation avec pour mot d'ordre de ne négliger aucun aspect.

L'évaluation qui vient d'être conclue a bénéficié d'un immense effort collectif des services de la BCE et des banques centrales nationales des pays de la zone euro, au sein de **13 groupes de travail différents**.

Dans le cadre de l'évaluation, la BCE et les banques centrales nationales ont aussi mené de nombreuses **activités « À votre écoute »** avec le public, des organisations de la société civile et les milieux universitaires. Les idées et points de vue partagés lors de ces manifestations ont nourri les délibérations du Conseil des gouverneurs ».

La déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE est la suivante (https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.fr.html) ; ce texte revêt une importance considérable :

- 1 « L'économie de la zone euro et l'économie mondiale ont subi de profonds changements structurels depuis la dernière évaluation stratégique, en 2003. Le ralentissement de la croissance tendancielle, lié à l'affaiblissement de la croissance de la productivité et des facteurs démographiques, ainsi que les répercussions de la crise financière mondiale ont entraîné une baisse des taux d'intérêt réels d'équilibre. Cela a réduit la marge de manœuvre dont la Banque centrale européenne (BCE) et d'autres banques centrales disposent pour remplir leurs objectifs uniquement en modifiant les taux d'intérêt directeurs. Par ailleurs, la mondialisation, la numérisation, les menaces pesant sur la soutenabilité environnementale et les évolutions du système financier constituent autant de défis dans la conduite de la politique monétaire.
- 2 La stratégie de politique monétaire de la BCE est guidée, mais aussi encadrée, par le mandat que le traité sur l'Union européenne et le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne lui confèrent. L'objectif principal de la BCE est de maintenir la stabilité des prix dans la zone euro. Sans préjudice de cet objectif, l'Eurosystème apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union européenne (UE), en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne, notamment : « une croissance économique équilibrée et [...] la stabilité des prix, une économie sociale de marché hautement compétitive, qui tend au plein emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement ». L'Eurosystème contribue également à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier.
- 3 Le Conseil des gouverneurs confirme que l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) reste la mesure de l'évolution des prix appropriée pour déterminer si l'objectif de stabilité des prix est rempli. Il admet cependant que l'inclusion des coûts des logements occupés par leur propriétaire dans l'IPCH permettrait de donner une meilleure estimation du taux d'inflation pertinent pour les ménages. Plusieurs années seront nécessaires pour inclure pleinement ces coûts dans l'IPCH. Entre-temps, le Conseil des gouverneurs utilisera, dans le cadre de ses évaluations de la politique monétaire, des mesures de l'inflation qui intègrent des estimations préliminaires des coûts des logements occupés par leur propriétaire dans sa panoplie plus large d'indicateurs supplémentaires de l'inflation.
- 4 Un « tampon » d'inflation au-dessus de 0 % confère une marge de manœuvre de politique monétaire pour abaisser les taux d'intérêt en cas d'évolutions défavorables et un filet de

sécurité contre le risque de déflation, en raison de ses effets positifs sur le niveau tendanciel des taux d'intérêt nominaux. L'expérience acquise depuis 2003 a rendu l'existence d'un « tampon » d'inflation encore plus importante du point de vue macroéconomique. Plus particulièrement, la tendance baissière prononcée du taux d'intérêt réel d'équilibre, si elle persiste, signifie que le plancher effectif des taux d'intérêt nominaux entravera plus souvent la conduite de la politique monétaire. Les mesures facilitant les ajustements macroéconomiques entre les pays de la zone euro, les rigidités à la baisse des salaires nominaux et les biais de mesure justifient également l'existence d'un « tampon » d'inflation.

- 5 Le Conseil des gouverneurs estime que viser une inflation de 2 % à moyen terme est le meilleur moyen de maintenir la stabilité des prix, son engagement autour de cet objectif étant symétrique. Autrement dit, le Conseil des gouverneurs considère que les écarts positifs ou négatifs par rapport à l'objectif sont également indésirables. L'objectif d'inflation fixé à 2 % fournit un point d'ancrage clair pour les anticipations d'inflation, condition essentielle au maintien de la stabilité des prix.
- 6 Pour préserver le caractère symétrique de l'objectif d'inflation, le Conseil des gouverneurs reconnaît qu'il est crucial de considérer les conséquences du plancher effectif. Plus précisément, lorsque les taux d'intérêt sont proches de leur niveau plancher, des mesures de politique monétaire particulièrement vigoureuses ou ancrées dans la durée sont nécessaires pour éviter la fixation des écarts négatifs par rapport à l'objectif d'inflation. Cela peut aussi se traduire par une période transitoire d'inflation légèrement au-dessus de l'objectif.
- 7 Le Conseil des gouverneurs confirme l'orientation à moyen terme de sa stratégie de politique monétaire, de manière compatible avec les inévitables variations à court terme de l'inflation par rapport à l'objectif ou avec les retards et les incertitudes quant à la transmission de la politique monétaire à l'économie et à l'inflation. La souplesse de l'orientation à moyen terme de la stratégie permet de tenir compte du fait que la réponse de politique monétaire appropriée face à un écart de l'inflation par rapport à l'objectif fixé dépend du contexte et de l'origine, de l'ampleur et de la persistance de l'écart. Elle permet également au Conseil des gouverneurs de prendre en considération d'autres aspects pertinents en vue de remplir son objectif de stabilité des prix lorsqu'il prend ses décisions.
- 8 La BCE entend mener sa politique monétaire pour assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. L'ensemble des taux directeurs de la BCE est le principal instrument de sa politique monétaire. Reconnaisant l'existence du plancher effectif des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs utilisera également les indications sur l'orientation future de la politique monétaire (« *forward guidance* »), les achats d'actifs et les opérations de refinancement à plus long terme, le cas échéant. Le Conseil des gouverneurs continuera de faire preuve de souplesse en vue de relever les nouveaux défis, à mesure qu'ils se présenteront, et d'envisager, selon que de besoin, de nouveaux instruments en vue de remplir son objectif de stabilité des prix.
- 9 Pour ses décisions de politique monétaire, y compris l'évaluation de la proportionnalité des décisions et de leurs effets secondaires éventuels, le Conseil des gouverneurs se fonde sur un examen intégré de tous les facteurs pertinents. Cet examen repose sur deux analyses interdépendantes : l'analyse économique et l'analyse monétaire et financière. L'analyse économique porte principalement sur les évolutions économiques en termes réels et nominaux, tandis que l'analyse monétaire et financière se concentre sur les indicateurs monétaires et financiers, en s'intéressant plus particulièrement au fonctionnement du mécanisme de transmission monétaire et aux risques que les déséquilibres financiers et les facteurs monétaires pourraient faire peser sur la stabilité des prix à moyen terme. Le rôle central des liens macrofinanciers dans les évolutions économiques, monétaires et financières nécessite de prendre pleinement en compte les interdépendances existant entre les deux analyses. Ce cadre rend compte des mutations subies par les analyses économique et monétaire de la BCE depuis 2003, souligne l'importance du suivi du mécanisme de transmission pour le calibrage des instruments de politique monétaire et montre que la stabilité financière est une condition préalable à la stabilité des prix.

- 10 Le changement climatique a de profondes conséquences sur la stabilité des prix, en raison de ses effets structurels et conjoncturels sur l'économie et le système financier. La lutte contre le changement climatique est à la fois un défi d'envergure mondiale et une priorité stratégique pour l'UE. Le Conseil des gouverneurs s'engage, dans le cadre de son mandat, à veiller à ce que l'Eurosystème prenne pleinement en compte, conformément aux objectifs de l'UE en matière de climat, l'incidence du changement climatique et de la transition vers une économie sobre en carbone sur la politique monétaire et les activités de banque centrale. Ainsi, le Conseil des gouverneurs a approuvé un plan d'action ambitieux sur le changement climatique. Le Conseil des gouverneurs a non seulement intégré l'ensemble des facteurs liés au climat dans ses évaluations de la politique monétaire, mais il révisera également son cadre opérationnel de politique monétaire en ce qui concerne la publication d'informations, l'évaluation des risques, les achats d'actifs du secteur des entreprises et le dispositif de garanties.
- 11 La communication des décisions de politique monétaire, par l'intermédiaire de la déclaration de politique monétaire, de la conférence de presse, du bulletin économique et des comptes rendus des réunions de politique monétaire, sera revue pour refléter la nouvelle stratégie de politique monétaire. Ces documents seront complétés par des versions multidimensionnelles et illustrées des publications relatives aux décisions de politique monétaire destinées au grand public, qui joueront un rôle central pour veiller à ce qu'il puisse comprendre les activités de la BCE et ait confiance en elle. Le Conseil des gouverneurs, se fondant sur les résultats probants des consultations « À votre écoute » organisées pendant l'évaluation stratégique, entend faire des événements de sensibilisation une composante essentielle des interactions de l'Eurosystème avec le public.
- 12 Le Conseil des gouverneurs entend évaluer à intervalles réguliers l'efficacité de sa stratégie de politique monétaire, et devrait conduire la prochaine évaluation en 2025.

Le communiqué de presse sur la prise en compte du changement climatique est le suivant :

« Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) s'engage résolument à :

- continuer d'intégrer les questions liées au changement climatique dans son cadre de politique monétaire ;
- accroître ses capacités d'analyse relatives au changement climatique dans les domaines de la modélisation macroéconomique, des statistiques et de la politique monétaire
- inclure les considérations liées au changement climatique dans ses opérations de politique monétaire en ce qui concerne la communication, l'évaluation des risques, le dispositif de garanties et les achats de titres du secteur des entreprises
- mettre en œuvre le plan d'action au rythme des progrès des politiques et initiatives de l'Union européenne en rapport avec la déclaration et la communication relatives à la viabilité environnementale

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé un plan d'action complet assorti d'une ambitieuse feuille de route (cf. [annexe](#)) visant à continuer d'intégrer les questions liées au changement climatique au cadre de sa politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs souligne ainsi sa détermination à tenir compte des enjeux de viabilité environnementale de façon plus systématique dans sa politique monétaire. Cette décision a été prise à l'issue de l'évaluation stratégique menée par la BCE en 2020-2021, dans laquelle la réflexion sur le changement climatique et la viabilité environnementale a joué un rôle central.

La lutte contre le changement climatique est à la fois un défi d'envergure mondiale et une priorité stratégique pour l'Union européenne. Si la principale responsabilité à cet égard incombe aux États et aux parlements, la BCE reconnaît la nécessité de continuer à intégrer les questions climatiques dans son cadre de politique monétaire, dans les limites de son mandat. Le changement climatique et la transition vers une économie plus durable influent sur les perspectives de stabilité des prix en raison de leurs effets sur les indicateurs macroéconomiques (tels que l'inflation, la production, l'emploi, les taux d'intérêt, l'investissement et la productivité), la stabilité financière et la transmission de la politique monétaire. En outre, le changement climatique et la « transition bas carbone » ont des

répercussions sur la valeur et le profil de risque des actifs détenus au bilan de l'Eurosystème, ce qui peut conduire à une accumulation indésirable de risques financiers liés au climat.

Avec ce plan d'action, la BCE entend accroître sa contribution à la lutte contre le changement climatique, conformément à ses obligations en vertu des traités européens. Le plan d'action comprend des mesures renforçant et élargissant les initiatives en cours de l'Eurosystème visant à mieux tenir compte des questions liées au changement climatique, dans le but de préparer certaines modifications du cadre de mise en œuvre de la politique monétaire. Ces mesures seront conformes à l'objectif de stabilité des prix et devront prendre en considération les conséquences du changement climatique pour une allocation efficace des ressources. Le centre du changement climatique de la BCE, qui vient d'entamer ses travaux, coordonnera les activités menées par la BCE en la matière, en coopération étroite avec l'Eurosystème. Ces activités seront axées sur les domaines ci-dessous.

Modélisation macroéconomique et évaluation des implications pour la transmission de la politique monétaire. La BCE prévoit d'accélérer la mise au point de nouveaux modèles et de mener des analyses théoriques et empiriques afin d'étudier les implications du changement climatique et des mesures associées pour l'économie, le système financier et la transmission de la politique monétaire aux ménages et aux entreprises par l'intermédiaire des marchés financiers et du système bancaire.

Données statistiques aux fins de l'analyse des risques liés au changement climatique. La BCE va élaborer, à titre expérimental, de nouveaux indicateurs relatifs aux instruments financiers verts pertinents, à l'empreinte carbone des établissements financiers ainsi qu'à leur exposition aux risques physiques liés au climat. Ces indicateurs seront progressivement affinés à compter de 2022, au rythme des progrès des politiques et initiatives prises par l'UE en rapport avec la déclaration et la communication relatives à la viabilité environnementale.

Exigences de déclaration comme critère d'éligibilité des titres admis en garantie et pour les achats d'actifs. En ce qui concerne les actifs du secteur privé, la BCE imposera des exigences de déclaration constituant un nouveau critère d'éligibilité ou le fondement d'un traitement différencié des garanties et des achats d'actifs. Ces exigences, qui tiendront compte des politiques et initiatives de l'UE en rapport avec la déclaration et la communication relatives à la viabilité environnementale, favoriseront une plus grande cohérence des pratiques de marché dans ce domaine et respecteront le principe de proportionnalité grâce à leur ajustement pour les petites et moyennes entreprises. La BCE annoncera un plan détaillé en 2022.

Renforcement des capacités d'évaluation des risques. La BCE commencera en 2022 à soumettre le bilan de l'Eurosystème à des tests de résistance climatiques afin d'évaluer son exposition aux risques liés au changement climatique. Elle s'appuiera pour cela sur la methodologie de son test de résistance climatique à l'échelle de l'ensemble de l'économie. Par ailleurs, elle déterminera si les agences de notation du crédit agréées dans le dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème ont publié les informations nécessaires pour expliquer comment elles tiennent compte des risques climatiques dans leurs notations. Enfin, la BCE envisagera de mettre au point des normes minimales pour l'intégration des risques climatiques à ses notations internes.

Dispositif de garanties. La BCE tiendra compte des risques pertinents liés au changement climatique lors de son examen des dispositifs d'évaluation et de contrôle des risques applicables aux actifs utilisés comme garanties par les contreparties de l'Eurosystème dans les opérations de crédit. Cet examen vise à s'assurer que ces dispositifs reflètent l'ensemble des risques, y compris les risques climatiques. La BCE continuera également de suivre les évolutions de marché structurelles concernant les produits financiers durables et se tient prête à soutenir l'innovation en matière de finance durable dans le cadre de son mandat, comme en témoigne sa décision d'admettre en garantie des obligations liées à des objectifs de développement durable (cf. communiqué de presse du 22 septembre 2020).

Achats d'actifs du secteur des entreprises. La BCE tient déjà compte des risques pertinents liés au changement climatique dans les procédures de diligence raisonnable qu'elle applique à ses achats de titres des entreprises détenus à des fins de politique monétaire. À l'avenir, elle ajustera le dispositif gouvernant la répartition des achats de titres de manière à tenir compte de critères liés au changement climatique, conformément à son mandat. Ces critères comprendront notamment, au minimum, le respect par les émetteurs de la législation européenne mettant en œuvre l'accord de Paris, grâce à des indicateurs liés au changement climatique ou à leur engagement vis-à-vis de ces objectifs. La BCE

publiera en outre des informations relatives au climat dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (*corporate sector purchase programme*, CSPP) dès le premier trimestre 2023 au plus tard (qui s'ajouteront aux informations concernant les portefeuilles non liés à la mise en œuvre de la politique monétaire ; cf. communiqué de presse du 4 février 2021).

Le plan d'action sera mis en œuvre au rythme des progrès des politiques et initiatives prises par l'Union européenne en rapport avec la déclaration et la communication relatives à la viabilité environnementale, notamment la directive sur la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, le règlement sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables (ou « règlement sur la taxonomie ») et le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers ».

Samedi 10 et dimanche 11, le G20 Finance réuni à Venise et sous l'impulsion de l'OCDE se met d'accord pour la taxation des multinationales, accord annoncé comme historique.

Lundi 12, la Commission annonce « mettre en pause notre travail » sur la taxe numérique et justifie sa décision invoque l'accord qui vient d'être signé au niveau du G20. Ce jour-là, Janet Yellen, Secrétaire au Trésor américain, assiste aux travaux de l'Eurogroupe, présidé par Paschal Donohoe, ministre des finances irlandais ; elle recommande de maintenir les politiques de soutien à l'économie.

En voici le communiqué de presse :

« Notre réunion de l'Eurogroupe d'aujourd'hui a eu lieu alors que les perspectives économiques dans la zone euro commencent à s'améliorer après de nombreux mois d'efforts en termes de vaccination et d'autres efforts pour protéger la santé publique. Les politiques et la coordination de l'UE ont joué un rôle déterminant dans la préservation des emplois pendant le confinement, et nous disposerons demain d'une première série de 12 décisions d'exécution du Conseil sur les plans nationaux de relance et de résilience. C'est un moment vraiment important de la solidarité européenne, et il symbolise notre détermination à faire plus ensemble que nous n'aurions pu individuellement face à la pandémie. Cela dit, nous continuons de surveiller la variante Delta.

C'était donc un moment idéal pour accueillir un invité très spécial au sein de l'Eurogroupe. Nous avons commencé notre réunion aujourd'hui en présence de la secrétaire américaine au Trésor Janet Yellen. Les États-Unis et l'Europe sont depuis longtemps des piliers essentiels de la gouvernance économique mondiale, et même si c'était une coïncidence dans le calendrier, il était néanmoins particulièrement bon d'accueillir la secrétaire Yellen le jour marquant le soixante-quatorzième anniversaire de la Conférence sur la coopération économique européenne, qui a commencé ce jour en 1947 et a été le catalyseur de nombreux événements et moments qui nous ont conduits ici aujourd'hui. C'est un rappel opportun de la longue et profonde amitié et coopération entre l'Europe et les États-Unis. Nous avons eu beaucoup de chance de bénéficier des points de vue de la secrétaire Yellen sur un très large éventail de questions. Nous avons eu une discussion vraiment large et riche. Nous avons relevé les défis auxquels l'économie mondiale est actuellement confrontée, à commencer bien sûr par notre lutte contre le COVID-19. Nous avons discuté de la façon dont cette maladie affecte nos entreprises et nos travailleurs des deux côtés de l'Atlantique, et nous avons discuté de la manière dont nos programmes peuvent être pleinement alignés alors que nous abordons cette crise. Nous avons poursuivi la partie inclusive de notre réunion avec un suivi du sommet de la zone euro de juin, qui nous a invités à poursuivre nos travaux sur l'union bancaire sans délai et à faire rapport en décembre. Comme je l'ai mentionné après l'Eurogroupe de juin, cela restera une priorité importante pour nous au second semestre.

À ce stade, nous sommes passés à l'Eurogroupe ordinaire, où nous avons commencé par une discussion importante sur l'orientation budgétaire globale de la zone euro. Notre politique jusqu'à présent a été très favorable et cela devrait se poursuivre jusqu'en 2022. Cela a été confirmé comme la bonne stratégie par le comité budgétaire européen. Son président, le professeur Niels Thygesen, a présenté un rapport récent et nous avons eu un bon échange de vues. Notre discussion d'aujourd'hui a montré que les ministres et les institutions restent d'accord pour dire qu'une orientation budgétaire de soutien est appropriée dans l'ensemble de la zone euro au cours de l'année à venir, et que le soutien budgétaire prévu semble suffisant dans la conjoncture actuelle. Un changement progressif dans l'orientation des mesures d'urgence vers le soutien à la reprise est en cours, et nous devons maintenir l'agilité politique à l'avenir. Les messages que nous avons décrits dans notre déclaration de politique budgétaire de mars sont toujours ceux auxquels nous nous engageons et ils restent valables. Bien sûr, d'importants défis politiques nous attendent. La question clé pour la zone euro sera de savoir comment ajuster notre politique budgétaire alors que nous poursuivons nos efforts pour vaincre la pandémie. Mais là-dessus aujourd'hui, nous n'avons eu qu'une réflexion préliminaire, et c'est une question sur laquelle nous devons revenir après l'été.

Après cela, nous sommes revenus au sujet de l'euro numérique. Compte tenu des dimensions politiques très importantes de ce projet, il est important que dans les mois à venir, l'Eurogroupe réfléchisse à la conception de l'euro numérique. Nous avons identifié un certain nombre de sujets sur lesquels l'Eurogroupe apportera des contributions au cours des prochains mois. Bien entendu, étant donné la complexité de ces questions, nous travaillerons en étroite collaboration avec nos collègues de la BCE et de la Commission. Nous commencerons par discuter des objectifs politiques et des usages d'un euro numérique dans le contexte concurrentiel mondial, en tenant compte d'initiatives plus larges au niveau international. Cela nous aidera à définir clairement un objectif général pour un euro numérique et comment il pourrait être utilisé.

Nous passerons ensuite à une discussion ciblée sur les considérations relatives à la protection de la vie privée et leur adéquation avec d'autres objectifs politiques, tels que la lutte contre le vol et la répression du financement illicite.

L'EURO

Sur la base de ces deux discussions, nous aborderons ensuite les impacts potentiels de l'euro numérique sur le système financier et l'utilisation du cash. Enfin, nous discuterons de l'écosystème plus large autour de l'euro numérique et du rôle de certains modèles économiques des différents acteurs publics et privés, qui à leur tour pourraient avoir des implications pour l'efficacité, la concurrence, l'innovation et l'inclusivité de l'euro numérique.

Nous aurons une idée plus précise du calendrier de ces discussions après que le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne se sera prononcé sur une phase d'enquête.

Permettez-moi donc enfin de conclure en mentionnant qu'à la fin de notre réunion, la présidente Lagarde a présenté les résultats de la révision de la stratégie de la BCE récemment conclue ».

Sur la politique des États-Unis, il est intéressant de reprendre le raisonnement du Professeur Frédéric Douet dans Les Echos des 16 et 17 juillet :

« Joe Biden est plus urbain que son prédécesseur, mais sa devise reste la même : "l'Amérique d'abord". Il s'agit d'un jeu dans lequel la secrétaire au Trésor américain, Janet Yellen, excelle, démontrant ainsi qu'elle maîtrise parfaitement l'art du "en même temps". Les États-Unis ont incité le reste du monde à s'accorder sur un taux minimum d'imposition des multinationales tout en invitant les États ayant adopté une taxe sur le numérique à y renoncer et les autres à s'abstenir d'en instaurer une. La manœuvre est habile à plus d'un titre. (...) Si la taxe mondiale de 15 % finissait par voir le jour, les États-Unis devraient engranger davantage de recettes fiscales dans une relative neutralité pour leurs multinationales. En tirant les ficelles de cette taxe, ils font en sorte de tout changer pour que rien ne change vraiment pour eux ».

Mercredi 14, la BCE annonce le lancement d'un projet d'euro numérique.

Voici son communiqué de presse :

« La phase d'étude du projet d'euro numérique devrait durer 24 mois.

Le projet sera conçu en tenant compte des préférences des utilisateurs et des conseils techniques des commerçants et des intermédiaires.

Aucun obstacle technique n'a été relevé au cours de la phase de test préliminaire.

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé aujourd'hui de lancer la phase d'étude d'un projet d'euro numérique. À la suite de cette décision, le président de l'Eurogroupe, Paschal Donohoe, s'est joint à la réunion, a félicité le Conseil des gouverneurs et a exprimé son plein soutien au projet.

Nous avons publié notre rapport sur l'euro numérique il y a neuf mois. Depuis lors, nous avons poursuivi nos analyses, demandé l'avis des particuliers et des professionnels et réalisé plusieurs tests, dont les résultats ont été encourageants. Sur la base de ces travaux, nous avons décidé de passer à une étape ultérieure et de lancer le projet d'euro numérique », a déclaré Christine Lagarde, présidente de la BCE. « Le but de nos travaux est de veiller à ce que, à l'ère numérique, les ménages et les entreprises aient toujours accès à la forme de monnaie la plus sûre : la monnaie de banque centrale ». La phase d'étude, qui durera 24 mois, vise à traiter les questions essentielles se posant en termes de conception et de distribution. Un euro numérique doit répondre aux besoins des Européens mais aussi contribuer à prévenir les activités illégales et éviter tout effet indésirable sur la stabilité financière et la politique monétaire. L'ouverture de la nouvelle phase ne préjuge d'aucune décision future concernant l'éventuelle émission d'un euro numérique, qui ne sera prise que plus tard. Dans tous les cas, un euro numérique existerait parallèlement aux espèces, sans les remplacer.

Nous échangerons avec le Parlement européen et d'autres instances européennes et leur communiquerons régulièrement nos conclusions. Les particuliers, les commerçants et le secteur des paiements seront également consultés », a déclaré Fabio Panetta, membre du directoire de la BCE et président du groupe de travail de haut niveau sur un euro numérique.

Au cours de la phase d'étude du projet, l'Eurosystème concentrera ses travaux sur une possible conception fonctionnelle fondée sur les besoins des utilisateurs. Nous nous appuierons sur des groupes de discussion et conduirons des travaux conceptuels et de prototypage. Nous examinerons les scénarios d'utilisation qu'un euro numérique devrait couvrir en priorité pour atteindre ses objectifs : une monnaie numérique de banque centrale sans risque, accessible et efficace.

Le projet précisera également les modifications du cadre législatif européen qui pourraient être nécessaires et qui seront discutées avec les autres législateurs européens, et décidées par eux. La BCE continuera de collaborer avec le Parlement européen et les autres responsables européens tout au long de la phase d'étude. Les travaux techniques (document disponible uniquement en anglais) sur l'euro numérique menés avec la Commission européenne seront également intensifiés.

Enfin, la phase d'étude évaluera les possibles effets d'un euro numérique sur le marché, en déterminant les options conceptuelles permettant d'assurer le respect de la vie privée et d'éviter les risques pour les habitants de la zone euro, les intermédiaires et l'économie dans son ensemble. Elle permettra également de définir un modèle opérationnel pour les intermédiaires supervisés au sein de « l'écosystème » de l'euro numérique. Un groupe consultatif du marché tiendra compte des avis des futurs utilisateurs et distributeurs d'un euro numérique. Ces points de vue seront également examinés par le Conseil des paiements de détail en euros.

La phase d'étude bénéficiera du travail d'expérimentation effectué par la BCE et les banques centrales nationales des pays de la zone euro au cours des neuf derniers mois, auquel ont participé des représentants des milieux universitaires et du secteur privé.

Des tests ont été réalisés dans les quatre domaines suivants : registre propre à l'euro numérique ; confidentialité et lutte contre le blanchiment de capitaux ; limites à la circulation d'un euro numérique ; accès pour les utilisateurs finaux non connectés à l'Internet et soutien à l'inclusion avec des appareils appropriés. Aucun obstacle technique majeur n'a été décelé pour l'une ou l'autre des options conceptuelles évaluées.

Tant le règlement des paiements instantanés TARGET (TIPS) de l'Eurosystème que d'autres solutions, telles que la *blockchain*, se sont avérés capables de traiter plus de 40 000 transactions par seconde. Les tests ont également donné à penser que des architectures combinant des éléments centralisés et décentralisés sont possibles.

Selon ces expériences, une infrastructure de base pour l'euro numérique serait respectueuse de l'environnement : dans les architectures testées, la quantité d'électricité utilisée pour effectuer des dizaines de milliers de transactions par seconde est négligeable par rapport à la consommation d'énergie de crypto-actifs tels que le *bitcoin*.

Ces conclusions pratiques seront très utiles dans la phase d'étude ».

Le rapport sur un euro numérique est à l'adresse : https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2020/12/07/506tf20_report_on_a_digital_euro_version_finale.pdf

Ce même mercredi 14, la Commission européenne lance le « **pacte vert pour l'Europe** », appelé "Fit for 55" :

« La Commission européenne a adopté aujourd'hui un ensemble de propositions visant à adapter les politiques de l'Union en matière de climat, d'énergie, d'utilisation des terres, de transport et de fiscalité de sorte à permettre à l'Union de réduire ses émissions nettes de gaz à effet de serre d'au moins 55 % d'ici à 2030, par rapport aux niveaux de 1990. Il est essentiel de réduire les émissions dans cette proportion au cours de la prochaine décennie pour que l'Europe soit le premier continent à parvenir à la neutralité climatique d'ici à 2050 et faire du Pacte vert pour l'Europe une réalité. La Commission, avec les propositions de ce jour, présente les instruments législatifs visant à atteindre les objectifs établis dans la loi européenne sur le climat et à transformer en profondeur notre économie et notre société pour construire un avenir équitable, écologique et prospère.

Un ensemble complet de propositions interdépendantes

Les propositions présentées aujourd'hui contribueront à imprimer l'accélération nécessaire aux réductions des émissions de gaz à effet de serre au cours de la prochaine décennie. Ces propositions combinent: l'application de l'échange de droits d'émission à de nouveaux secteurs et un renforcement du système actuel d'échange de quotas d'émission de l'Union; un recours accru aux énergies renouvelables; une amélioration de l'efficacité énergétique; un déploiement plus rapide de modes de transport à faibles émissions et des politiques connexes en matière d'infrastructures et de carburants; une mise en adéquation des politiques fiscales et des objectifs du Pacte vert pour l'Europe; des mesures visant à prévenir la fuite de carbone; et des outils destinés à préserver et étendre la capacité de nos puits de carbone naturels.

- Le système d'échange de quotas d'émission (SEQE) de l'Union fixe le prix du carbone et abaisse chaque année le plafond applicable aux émissions de certains secteurs économiques. Il a permis de réduire les émissions des secteurs de la production d'électricité et des industries à forte intensité énergétique de 42,8 % au cours des seize dernières années. La Commission propose aujourd'hui d'abaisser encore le plafond global des émissions et de relever son taux annuel de réduction. La Commission propose également de supprimer progressivement les

quotas d'émission à titre gratuit pour l'aviation, de s'aligner sur le régime mondial de compensation et de réduction de carbone pour l'aviation internationale (CORSIA) et d'intégrer pour la première fois les émissions du transport maritime dans le SEQE de l'UE. Afin de remédier à l'absence de réduction des émissions dans les transports routiers et les bâtiments, un nouveau système d'échange de quotas d'émission distinct est mis en place pour la distribution de carburant pour le transport routier et les bâtiments. La Commission propose également d'augmenter la taille des Fonds pour l'innovation et la modernisation.

- Pour compléter les dépenses importantes consacrées à la lutte contre le changement climatique dans le budget de l'Union, les États membres devront consacrer la totalité des recettes qu'ils tirent de l'échange de droits d'émission à des projets liés au climat et à l'énergie. Une partie spécifique des recettes générées par le nouveau système applicable au transport routier et aux bâtiments devra être consacrée aux mesures permettant de s'attaquer aux répercussions sociales sur les ménages vulnérables, les microentreprises et les usagers des transports.
- Le règlement sur la répartition de l'effort assigne à chaque État membre des objectifs renforcés de réduction des émissions pour les bâtiments, le transport routier et le transport maritime intérieur, l'agriculture, les déchets et les petites industries. Ces objectifs, qui tiennent compte de la situation de départ et des capacités de chaque État membre, sont fondés sur le PIB par habitant et ajustés en fonction du rapport coût-efficacité.
- Les États membres étant aussi conjointement responsables de l'élimination du carbone dans l'atmosphère, le règlement sur l'utilisation des terres, la foresterie et l'agriculture établit, pour l'Union, un objectif global d'absorption de carbone par les puits naturels équivalant à 310 millions de tonnes d'émissions de CO₂ d'ici à 2030. Les objectifs nationaux imposeront aux États membres de préserver et développer leurs puits de carbone pour atteindre cet objectif global. D'ici à 2035, l'Union devra s'efforcer de parvenir à la neutralité climatique dans les secteurs de l'utilisation des terres, de la foresterie et de l'agriculture, y compris en ce qui concerne les émissions autres que celles de CO₂ du secteur agricole, telles que celles provenant de l'utilisation d'engrais et de l'élevage. La stratégie de l'Union pour les forêts vise à accroître la qualité, la quantité et la résilience des forêts de l'Union. Elle soutient les exploitants forestiers et la bioéconomie forestière tout en veillant à la durabilité de la récolte et de l'utilisation de la biomasse, en préservant la biodiversité et en établissant un plan pour la plantation de trois milliards d'arbres à travers l'Europe d'ici à 2030.
- La production et l'utilisation d'énergie représentant 75 % des émissions de l'Union, il est essentiel d'accélérer la transition vers un système énergétique plus écologique. La directive sur les énergies renouvelables relèvera l'objectif de production de telle sorte que la part de l'énergie produite à partir de sources renouvelables atteigne 40 % d'ici à 2030. Tous les États membres contribueront à la réalisation de cet objectif, et des objectifs spécifiques sont proposés en ce qui concerne l'utilisation des énergies renouvelables dans les transports, les systèmes de chauffage et de refroidissement, les bâtiments et l'industrie. Pour atteindre à la fois nos objectifs climatiques et environnementaux, les critères de durabilité pour l'utilisation de la bioénergie sont renforcés et les régimes d'aide en faveur de la bioénergie élaborés par les États membres doivent respecter le principe de l'utilisation en cascade de la biomasse ligneuse.
- Afin d'abaisser la consommation globale d'énergie, de réduire les émissions et de lutter contre la précarité énergétique, la directive sur l'efficacité énergétique fixera, au niveau de l'Union, un objectif annuel contraignant plus ambitieux en matière de réduction de la consommation d'énergie. Elle orientera la manière dont les contributions nationales sont établies et multipliera presque par deux l'obligation annuelle en matière d'économies d'énergie pour les États membres. Le secteur public sera tenu de rénover 3 % de ses bâtiments chaque année afin de lancer la vague de rénovations, de créer des emplois et de faire diminuer la consommation d'énergie et les coûts pour le contribuable.
- En plus de l'échange d'émissions, une combinaison de mesures est nécessaire pour lutter contre la hausse des émissions dans le transport routier. Des normes plus strictes en matière d'émissions de CO₂ pour les voitures et les camionnettes accéléreront la transition vers la mobilité à émissions nulles en imposant une réduction des émissions moyennes des voitures

neuves de 55 % à partir de 2030 et de 100 % à partir de 2035 par rapport aux niveaux de 2021. En conséquence, toutes les voitures neuves immatriculées à partir de 2035 seront des véhicules à émissions nulles. Pour permettre aux automobilistes d'avoir accès à un réseau fiable à travers toute l'Europe pour recharger ou ravitailler leurs véhicules, le règlement révisé sur le déploiement d'une infrastructure pour carburants alternatifs imposera aux États membres d'accroître leur capacité de recharge au rythme des ventes de véhicules à émissions nulles et d'installer des points de recharge et de ravitaillement à intervalles réguliers sur les grands axes routiers: tous les 60 kilomètres pour la recharge électrique et tous les 150 kilomètres pour le ravitaillement en hydrogène.

- Les carburants d'aviation et les combustibles maritimes sont à l'origine d'une pollution importante et nécessitent aussi des mesures spécifiques, en plus de l'échange de quotas d'émission. Le règlement sur le déploiement d'une infrastructure pour carburants alternatifs exige que les aéronefs et les navires puissent s'alimenter en électricité propre dans les principaux ports et aéroports. L'initiative «ReFuelEU Aviation» obligera les fournisseurs de carburants à accroître la part des carburants d'aviation durables dans les carburateurs embarqués dans les aéroports de l'Union, y compris les carburants de synthèse («e-fuels») à faible teneur en carbone. De la même manière, l'initiative «FuelEU Maritime» encouragera l'utilisation de combustibles maritimes durables et de technologies à émissions nulles en imposant une limite maximale à la teneur en gaz à effet de serre de l'énergie utilisée par les navires faisant escale dans les ports européens.
- Le système de taxation des produits énergétiques doit également préserver et améliorer le marché unique et soutenir la transition écologique en proposant les incitations appropriées. Une révision de la directive sur la taxation de l'énergie propose d'aligner la taxation des produits énergétiques sur les politiques de l'Union en matière d'énergie et de climat, en promouvant des technologies propres et en supprimant les exonérations obsolètes et les taux réduits qui encouragent actuellement l'utilisation de combustibles fossiles. Les nouvelles règles visent à réduire les effets néfastes de la concurrence fiscale en matière d'énergie en contribuant à garantir aux États membres des recettes provenant des taxes «vertes», qui sont moins préjudiciables à la croissance que la fiscalité sur le travail.
- Enfin, un nouveau mécanisme d'ajustement carbone aux frontières fixera un prix du carbone pour les importations de certains produits afin d'éviter qu'une action climatique ambitieuse en Europe ne provoque une «fuite de carbone». On garantira ainsi que les réductions d'émissions européennes auront pour effet de contribuer à la diminution des émissions au niveau mondial et non pas de repousser la production à forte intensité de carbone au-delà des frontières européennes. Ce mécanisme a aussi pour finalité d'encourager les industries en dehors de l'Union ainsi que nos partenaires internationaux à prendre des mesures allant dans le même sens.

Ces propositions sont toutes liées et complémentaires. Nous avons besoin de cet arsenal de mesures équilibré, ainsi que des recettes qu'il génère, pour permettre une transition vers une Europe équitable, verte et compétitive, en distribuant équitablement les responsabilités entre les différents secteurs et États membres et en apportant un soutien supplémentaire le cas échéant.

Une transition socialement équitable

Si, à moyen et long terme, les avantages des politiques climatiques de l'Union l'emportent clairement sur les coûts de cette transition, les politiques climatiques risquent d'exercer à court terme une pression supplémentaire sur les ménages vulnérables, les micro-entreprises et les usagers des transports. Les mesures figurant dans le paquet présenté aujourd'hui sont donc conçues de manière à répartir équitablement les coûts de la lutte contre le changement climatique et de l'adaptation à celui-ci.

De plus, les instruments de tarification du carbone génèrent des recettes qui peuvent être réinvesties pour stimuler l'innovation, la croissance économique et les investissements dans des technologies propres. Un nouveau Fonds social pour le climat est proposé pour allouer des moyens spécifiques aux États membres afin d'aider les personnes à financer leurs investissements dans la rénovation, de nouveaux systèmes de chauffage et de refroidissement et une mobilité plus propre. Le Fonds social

pour le climat serait financé par le budget de l'Union, grâce à un montant équivalant à 25 % des recettes escomptées provenant du système d'échange de quotas d'émission applicable au carburant pour le transport routier et les bâtiments. Il permettra d'octroyer aux États membres 72,2 milliards d'EUR de financement pour la période 2025-2032, moyennant une modification ciblée du cadre financier pluriannuel. Il a été proposé que les États membres engagent des montants de même niveau, permettant ainsi au Fonds de mobiliser 144,4 milliards d'EUR pour garantir une transition socialement équitable.

Les avantages à agir maintenant pour protéger les personnes et la planète sont évidents: un air plus propre, des villes plus fraîches et plus vertes, des citoyens en meilleure santé, une moindre consommation d'énergie et des factures moins élevées, des emplois, des technologies et des débouchés industriels européens, plus d'espace pour la nature et une planète en meilleur état à transmettre aux générations futures. Le défi au cœur de la transition verte de l'Europe est de veiller à ce que les avantages et les possibilités qui en découlent soient accessibles à tous, aussi rapidement et équitablement que possible. En utilisant les différents instruments dont nous disposons au niveau de l'Union, nous pouvons faire en sorte que le rythme du changement soit suffisant sans être trop déstabilisant.

Contexte

Le pacte vert pour l'Europe présenté par la Commission le 11 décembre 2019 fixe l'objectif de faire de l'Europe le premier continent à parvenir à la neutralité climatique d'ici à 2050. La loi européenne sur le climat, qui entre en vigueur ce mois-ci, consacre dans une législation contraignante l'engagement de l'Union en faveur de la neutralité climatique et l'objectif intermédiaire consistant à réduire les émissions nettes de gaz à effet de serre d'au moins 55 % d'ici 2030 par rapport aux niveaux de 1990. L'engagement pris par l'Union de réduire ses émissions nettes de gaz à effet de serre d'au moins 55 % d'ici à 2030 a été communiqué à la CCNUCC en décembre 2020 en tant que contribution de l'Union à la réalisation des objectifs de l'accord de Paris.

La législation actuelle de l'Union en matière de climat et d'énergie a déjà permis de faire diminuer les émissions de gaz à effet de serre de l'Union de 24 % par rapport à 1990, alors que l'économie de l'Union a enregistré une croissance d'environ 60 % au cours de la même période, témoignant ainsi de la dissociation entre croissance et émissions. Ce cadre législatif testé et éprouvé constitue le fondement de ce paquet législatif.

Avant de présenter ses propositions, la Commission a procédé à des analyses d'impact approfondies afin d'évaluer les perspectives offertes par la transition écologique et les coûts de cette dernière. En septembre 2020, une analyse d'impact complète a servi de base à la proposition de la Commission visant à porter l'objectif de réduction nette des émissions de l'Union à l'horizon 2030 à au moins 55 % par rapport aux niveaux de 1990. Il en est ressorti que cet objectif était à la fois réalisable et bénéfique. Les propositions législatives présentées aujourd'hui sont étayées par des analyses d'impact spécifiques qui tiennent compte de leur interdépendance avec d'autres parties du paquet.

Le budget à long terme de l'Union pour les sept prochaines années soutiendra la transition écologique. Les dépenses des programmes relevant du cadre financier pluriannuel (2 milliards d'EUR) pour la période 2021-2027 et de NextGenerationEU qui sont consacrées au soutien de l'action pour le climat représentent 30 %. Sur les 723,8 milliards d'EUR (en prix courants) de la facilité pour la reprise et la résilience, qui financera les programmes nationaux de reprise des États membres, 37 % sont consacrés à l'action pour le climat ».

Jedi 15, la Commission européenne se félicite que le Conseil ait approuvé en date du 13 juillet son évaluation faite courant juin des 12 premiers plans nationaux pour la reprise et la résilience : France, Belgique, Danemark, Allemagne, Grèce, Espagne, Portugal, Italie, Lettonie, Luxembourg, Autriche et Slovaquie. « Ces plans de relance définissent les mesures qui seront soutenues par la facilité pour la reprise et la résilience (FRR), celle-ci se trouvant au cœur de NextGenerationEU, qui fournira 800 milliards d'euros (en prix courants) de financement pour les investissements et les réformes dans l'ensemble de l'UE. L'approbation du Conseil ouvre la voie au versement d'un préfinancement pouvant atteindre 13 % du montant total alloué à chacun de ces États membres. La Commission entend verser le premier préfinancement le plus rapidement possible, soit après la signature des conventions de financement bilatérales et, s'il y a lieu, des accords de prêt. Elle autorisera ensuite de

nouveaux décaissements sur la base du respect des jalons et des cibles définis dans chacune des décisions d'exécution du Conseil, la bonne réalisation de ces objectifs permettant de confirmer les progrès réalisés dans la mise en œuvre des investissements et des réformes couverts par les plans ».

En cette mi-juillet, Eurostat publie plusieurs statistiques : en mai, la zone euro a dégagé un excédent de 7,5 Milliards d'euros d'excédent pour le commerce international de biens,

Les dimanche 18 et lundi 19, dans Le Monde, l'ancien premier ministre Édouard Philippe met en cause « la décision des juges européens sur le temps de travail de nos soldats », qu'il juge inacceptable : « Juriste de formation, je déplore que le juge européen fasse fi du principe de subsidiarité, des réserves de souveraineté et s'affranchisse d'une "lecture naturelle et raisonnable des traités", comme disait l'ancien président du Conseil constitutionnel Pierre Mazeaud. Il n'est pas dans mes habitudes de critiquer une décision de justice. Mais enfin, on voit mal de quelle liberté garantie par les traités cette décision vient assurer l'exercice ».

L'ancien premier ministre se prononce très diplomatiquement mais l'affaire est grave. C'est d'ailleurs bien ainsi que la commente Frédéric Farah sur le site Atlantico.fr :

« Il ne faut pas être surpris à partir du moment où la prééminence du droit communautaire l'emporte sur le droit national, rien de surprenant que la CJUE procède de la sorte. Pour mémoire, la compétence de la Cour est donc large : elle couvre les litiges mettant en jeu les États membres, des institutions de l'UE, des entreprises ou des particuliers. Ses décisions sont obligatoires, exécutoires et sans appel sur le territoire de tous les pays de l'Union. Les principes qui la guident lui donnent une spécificité qui nourrit légitimement des craintes. En effet, sa méthode d'interprétation du droit, dite "téléologique" ou "finaliste", poursuit des objectifs de nature politique. La Cour considérant que le droit communautaire ne doit pas être strictement appliqué, mais appréhendé de façon extensive, dans le cadre des objectifs implicites contenus dans les traités, son interprétation du droit se fonde sur un supposé "esprit des traités", dont elle s'est érigée détentrice et défenderesse sans en avoir reçu mandat de quiconque et sans qu'aucune instance démocratique ne soit jamais appelée à ratifier ou à infirmer ses choix qui vont invariablement dans le sens d'un renforcement de l'intégration supranationale. La CJUE fait ainsi primer une logique quasi-fédérale, de manière spécieuse, en contrebande de citoyens complètement à l'écart de ses décisions et sans que jamais — si ce n'est parfois sous la forme d'entrefilets anodins — les médias n'informent le public sur les lourdes conséquences politiques de ses décisions prétendument juridiques. Du fait de la passivité des États devant ces faits accomplis juridiques, la Cour s'est attribuée un pouvoir quasi constituant, puisqu'elle a décidé, arrêt après arrêt, de combler les lacunes supposées du droit communautaire. Pire, c'est souvent à ce juge qu'il revient — en contrebande — de surmonter les blocages de l'intégration. Pour le dire autrement, lorsque ça coince politiquement, lorsque les gouvernements ne parviennent pas à s'accorder, ils laissent à la Cour — par défaut et toujours en contrebande — le soin de deviner — inventer serait plus juste —, à partir des normes primaires contenues dans les traités et en vertu du droit exclusif d'exégèse qu'elle s'est arrogée, les normes qui en découlent ».

Ceux qui lisent cet historique de la zone euro savent que je défends le fédéralisme européen. Mais à condition bien sûr qu'il soit en tous points conforme aux principes fondamentaux de la démocratie. Or, on a déjà affaire à un pilotage de la politique monétaire par la BCE dont les responsables n'ont aucune légitimité démocratique. Si en plus, comme la CJUE vient de le démontrer, elle est en mesure de développer une logique quasi-fédérale, on entre progressivement dans une zone euro qui s'éloigne de plus en plus de ces principes fondamentaux : cela donne hélas raison à ceux qui parlent de « gouvernement des juges » et c'est « pain bénit » pour les souverainistes. De surcroît, la possibilité donnée à la Commission d'émettre directement des emprunts, sous la pression des nécessités imposées par la crise sanitaire, débouche de fait sur une sorte de fédéralisme budgétaire, fédéralisme budgétaire que je considère comme un pas décisif vers l'union politique ; mais le dispositif mis en place, outre qu'il doit rester exceptionnel, est très imparfait puisque l'on ne se soucie pas de la divergence ni des asymétries croissantes entre les États membres et que la solidarité en est absente ; or on sait que cela constitue précisément un poison lent pour la zone euro.

Le lundi 19, la Commission européenne avertit que, contrairement à ce qui était prévue, elle ne présentera pas le lendemain ses propositions sur les nouvelles ressources propres appelées à participer au financement du plan de relance européen.

Rappelons les « nouvelles ressources propres possibles » prévues initialement et officiellement :

« **Mécanisme d'ajustement carbone aux frontières** : la Commission présentera une proposition détaillée d'ici juillet 2021, en vue d'introduire cette nouvelle source de recettes au plus tard le 1^{er} janvier 2023. Le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières prévoit une taxe sur tout produit importé d'un pays extérieur à l'UE qui ne dispose pas d'un système de tarification du carbone, comme le SEQE de l'UE (voir ci-dessous). Il s'agit d'ajuster le prix des marchandises importées comme si elles étaient produites dans l'UE et de garantir l'équité pour les entreprises européennes.

Taxe numérique : la Commission présentera une proposition d'ici juillet 2021, en vue d'introduire cette nouvelle ressource propre au plus tard le 1er janvier 2023. La taxe numérique proviendrait des activités commerciales numériques, qui sont intrinsèquement dématérialisées et profitent principalement d'actifs incorporels. Une taxe numérique constituerait une solution à l'inadéquation des règles actuelles de la fiscalité des entreprises pour l'économie numérique.

Ressource propre fondée sur le SEQE de l'UE : la Commission présentera, au cours de l'été 2021, une proposition relative à une ressource propre fondée sur le [système d'échange de quotas d'émission de l'UE \(SEQE\)](#), prévoyant éventuellement d'étendre ce système aux secteurs maritime et aérien. Le SEQE est le marché du carbone de l'UE, par l'intermédiaire duquel les installations (entreprises) achètent ou reçoivent des quotas d'émission. Les quotas permettent aux entreprises de produire une quantité égale d'émissions de gaz à effet de serre dans les limites d'un plafond établi qui diminue au fil du temps. Le SEQE est directement lié au fonctionnement du marché unique et constitue un outil essentiel de l'action de l'UE visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre de manière rentable ».

Ajoutons que l'introduction de deux autres ressources propres était prévue à partir de 2026, une taxe sur les transactions financières et une assiette commune pour l'IS.

Cette annonce est une nouvelle preuve du manque de cohésion entre les États membres, même sur des questions qui engagent l'avenir de l'UE et qui avaient déjà fait pourtant l'objet de compromis. Surtout, cela soulève un problème juridique puisque la Commission était tenue de faire à cette époque-ci sa présentation de ressources propres pour respecter l'accord de juillet 2020 et aussi il va falloir compenser rapidement le manque à gagner. Pour cela, il est notamment prévu de solliciter les ménages (par le prix du chauffage et des carburants pour ne pas pénaliser l'industrie) : la France craint que cela alimente des mouvements de protestation type « gilets jaunes ».

Le jeudi 22, réunion du Conseil des gouverneurs sur la politique monétaire.

En voici le communiqué de presse :

« Dans le cadre de sa récente évaluation stratégique, le Conseil des gouverneurs de la BCE a convenu d'un objectif d'inflation symétrique de 2 % à moyen terme. Les taux d'intérêt directeurs de la BCE sont proches de leur niveau plancher depuis quelque temps, et les perspectives d'inflation à moyen terme restent nettement inférieures à l'objectif du Conseil des gouverneurs. Dans ces conditions, le Conseil des gouverneurs a revu ce jour ses indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt (*forward guidance*), afin de souligner son engagement à maintenir une orientation durablement accommodante de sa politique monétaire en vue d'atteindre son objectif d'inflation.

À l'appui de son objectif d'inflation symétrique de 2 % et conformément à sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il constate que l'inflation atteint 2 % bien avant la fin de son horizon de projection et durablement sur le reste de son horizon de projection, et qu'il juge les progrès de l'inflation sous-jacente suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2 % à moyen terme. Cela peut également donner lieu à une période transitoire pendant laquelle l'inflation sera légèrement supérieure à l'objectif.

Alors qu'il a confirmé son évaluation de juin des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs continue de prévoir que les achats au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) se poursuivront à un rythme nettement plus élevé pendant le trimestre en cours que lors des premiers mois de l'année.

Le Conseil des gouverneurs a également confirmé ses autres mesures en faveur de son mandat de maintien de la stabilité des prix, s'agissant du niveau des taux d'intérêt directeurs de la BCE, de ses achats dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), de ses politiques de réinvestissement et de ses opérations de refinancement à plus long terme. Plus précisément :

Taux d'intérêt directeurs de la BCE

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 -0,50 %.

À l'appui de son objectif d'inflation symétrique de 2 % et conformément à sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il constate que l'inflation atteint 2 % bien avant la fin de son horizon de projection et durablement sur le reste de son horizon de projection, et qu'il juge les progrès de l'inflation sous-jacente suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2 % à moyen terme. Cela peut également donner lieu à une période transitoire pendant laquelle l'inflation sera légèrement supérieure à l'objectif.

L'EURO

Programme d'achats d'actifs (asset purchase programme, APP)

Les achats nets dans le cadre de l'APP se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs entend également poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (pandemic emergency purchase programme, PEPP)

Le Conseil des gouverneurs continuera d'effectuer des achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP, dont l'enveloppe totale est de 1 850 milliards d'euros, au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée.

Les informations disponibles ayant confirmé l'évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation menée lors de la réunion de politique monétaire de juin, le Conseil des gouverneurs continue de prévoir que les achats au titre du PEPP se poursuivront à un rythme nettement plus élevé pendant le trimestre en cours que lors des premiers mois de l'année.

Le Conseil des gouverneurs procédera à ces achats de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. En outre, la flexibilité des achats (dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions) continuera de soutenir la transmission harmonieuse de la politique monétaire. Si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. Cependant, l'enveloppe peut aussi être recalibrée si cela s'avère nécessaire au maintien de conditions de financement favorables pour contrebalancer le choc négatif exercé par la pandémie sur la trajectoire de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs continuera de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2023. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

Opérations de refinancement

Le Conseil des gouverneurs continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, la troisième série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO III) demeure, pour les banques, une source intéressante de financement et soutient l'octroi de prêts bancaires aux entreprises et aux ménages.

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer que l'inflation se stabilise au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme ».

Le jeudi 22 également, Eurostat publie les tableaux suivants sur le déficit et la dette publics en zone euro :

Excédent (+) / déficit (-) public, corrigé par les

	en % du PIB									
	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020	T1 2021 _p	T
Zone euro	-0,4	-0,4	-0,8	-1,0	-3,0	-12,3	-6,4	-8,1	-7,4	
UE	-0,3	-0,3	-0,8	-0,9	-2,9	-11,8	-6,1	-7,5	-6,8	
Belgique	-1,9	-2,0	-1,6	-2,0	-7,1	-15,1	-6,6	-9,5	-6,0	
Bulgarie	2,3	1,3	1,4	3,7	0,4	-5,1	-2,4	-2,4	-4,5	
Tchéquie	1,3	1,5	-0,4	-1,1	-2,7	-7,6	-6,1	-8,1	-8,8	
Danemark	5,8	5,2	2,9	2,9	0,5	-2,7	1,6	-2,7	0,3	
Allemagne	2,1	1,7	1,2	1,1	0,4	-9,1	-5,2	-4,4	-6,0	
Estonie	0,0	0,4	-0,6	0,0	-3,8	-8,6	-2,6	-4,6	-3,4	
Irlande	-0,5	0,5	0,3	0,6	-2,1	-7,5	-5,4	-5,4	-5,0	
Grèce	:	:	:	:	:	:	:	:	:	
Espagne	-2,2	-2,9	-3,1	-3,1	-5,6	-19,6	-8,3	-11,9	-8,2	
France	-2,7	-2,6	-2,9	-4,1	-6,0	-14,5	-6,1	-10,9	-9,3	
Croatie	:	:	:	:	:	:	:	:	:	
Italie	:	:	:	:	:	:	:	:	:	
Chypre	:	:	:	:	:	:	:	:	:	
Lettonie	-1,3	-1,4	0,1	-0,3	-1,6	-5,4	-6,0	-5,6	-8,6	
Lituanie	1,2	1,0	-0,5	0,5	-3,1	-7,2	-8,6	-11,5	-5,8	
Luxembourg	5,2	3,1	1,4	0,3	-0,6	-10,7	-1,3	-3,9	3,0	
Hongrie	-1,7	-0,4	-3,9	-2,3	-3,6	-9,3	-5,2	-14,4	-8,5	
Malte	1,1	0,6	-0,3	-0,5	-9,7	-11,4	-9,7	-9,9	-9,8	
Pays-Bas	2,1	1,8	1,3	1,9	0,2	-9,4	-3,2	-4,5	-6,4	
Autriche	-0,1	0,7	0,5	1,2	0,0	-13,9	-7,0	-14,4	-7,7	
Pologne	0,6	-1,5	-1,2	-1,0	-3,7	-17,6	-4,6	-2,4	-2,6	
Portugal	0,6	-0,6	0,3	0,0	-0,5	-8,7	-8,7	-5,1	-5,3	
Roumanie	-4,4	-3,9	-6,1	-3,5	-7,5	-10,3	-9,2	-10,0	-8,3	
Slovénie	0,4	0,7	0,3	0,3	-5,8	-14,6	-4,4	-9,3	-7,5	
Slovaquie	-0,8	-1,4	-1,7	-1,3	-3,4	-7,8	-6,1	-7,0	-6,3	
Finlande	-1,2	-1,2	-1,7	0,4	-1,8	-9,1	-6,0	-5,1	-5,2	
Suède	-0,3	1,7	-0,2	0,6	-0,4	-5,6	-2,6	-3,1	-1,9	
Suisse	1,4	1,4	1,4	1,5	-1,0	-1,9	-1,8	-1,3	-3,7	

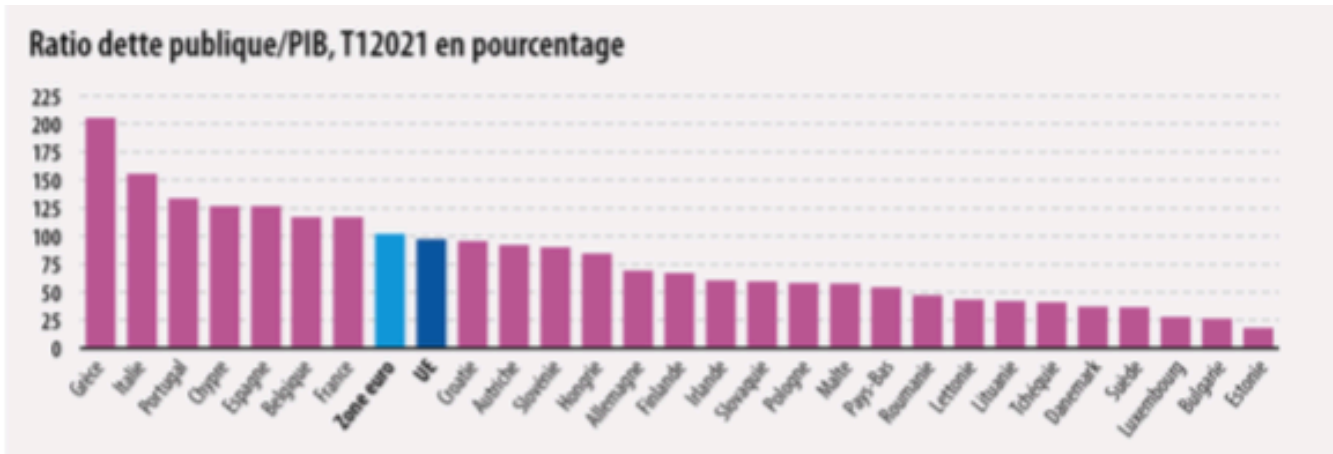
* Corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier. Données pour l'UE et pour la zone euro résultant d'une
: Donnée confidentielle ou estimée par Eurostat ; p données provisoires

Données sources: gov_10q_ogdfa

Il apparaît que la France enregistre au 1^{er} trimestre 2021 le 2^{ème} déficit public le plus élevé (après celui de Malte...).

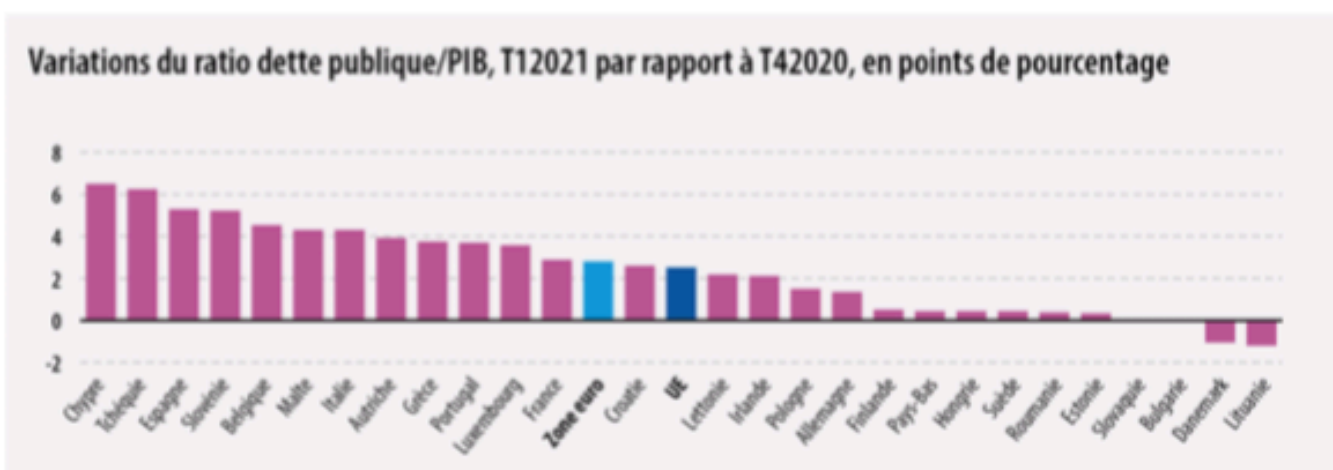
Dettes publiques par État membre à la fin du premier trimestre 2021

Les ratios les plus élevés de la dette publique par rapport au PIB à la fin du premier trimestre 2021 ont été enregistrés en Grèce (209,3%), en Italie (160,0%), au Portugal (137,2%), à Chypre (125,7%), en Espagne (125,2%), en Belgique (118,6%) et en France (118,0%) et les plus faibles en Estonie (18,5%), en Bulgarie (25,1%) et au Luxembourg (28,1%).



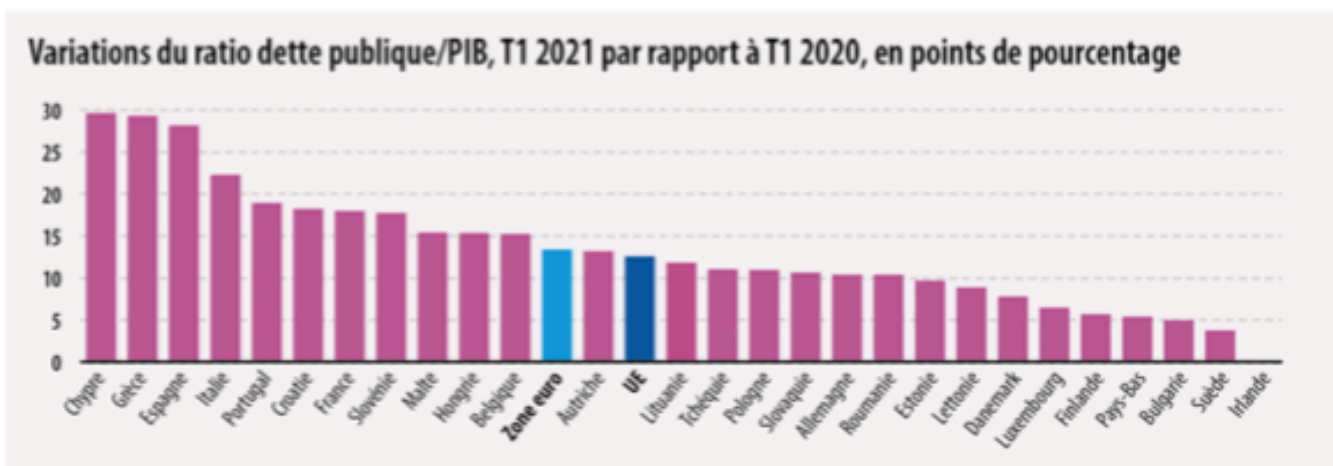
ec.europa.eu/eurostat

Par rapport au quatrième trimestre 2020, vingt-trois États membres ont enregistré une hausse de leur ratio de la dette publique par rapport au PIB à la fin du premier trimestre 2021, deux autres ont affiché une baisse, tandis que le ratio est resté inchangé en **Slovaquie** et en **Bulgarie**. Les hausses les plus fortes du ratio ont été observées à **Chypre** (+6,5 points de pourcentage – pp), en **Tchéquie** (+6,3 pp), en **Espagne** (+5,3 pp), en **Slovénie** (+5,2 pp), en **Belgique** (+4,4 pp), à **Malte** et en **Italie** (+4,2 pp chacune). Les baisses ont été observées en **Lettonie** (-1,5 pp) et au **Danemark** (-1,4 pp).



ec.europa.eu/eurostat

Par rapport au premier trimestre 2020, tous les États membres ont enregistré une hausse de leur ratio de la dette publique par rapport au PIB à la fin du premier trimestre 2021. Les hausses les plus fortes ont été observées à **Chypre** (+29,5 pp), en **Grèce** (+28,6 pp), en **Espagne** (+26,2 pp), en **Italie** (+22,1 pp) et au **Portugal** (+18,0 pp), tandis que les augmentations les plus faibles ont été observées en **Irlande** (+1,7 pp), en **Suède** (+4,5 pp), en **Bulgarie** (+5,0 pp), aux **Pays-Bas** (+5,6 pp), en **Finlande** (+5,9 pp) et au **Luxembourg** (+6,0 pp).



ec.europa.eu/eurostat

La France a un taux de dette publique supérieur à la moyenne de la zone euro et, en termes de variations, elle est également au-dessus de la moyenne de la zone euro à la fois par rapport au trimestre précédent et par rapport au même trimestre de l'année précédente.

L'EURO

Autre statistique importante : selon l'indice PMI Comiste IHS Markit pour la zone euro, on a eu en juin la plus forte croissance depuis 15 ans dans le secteur privé : l'indice final composite de l'activité globale est passé de 57,1 en mai à 59,5. Chris Williamson fait le commentaire suivant : « La reprise économique de la zone euro s'est accélérée en juin, les tensions inflationnistes s'étant toutefois elles aussi accentuées.

Le secteur des services est en plein essor, l'activité ayant enregistré en juin sa plus forte hausse mensuelle depuis quinze ans. Le secteur manufacturier ayant quant à lui également affiché un rythme de croissance très marqué, l'ensemble de l'économie de la zone euro tourne désormais à plein régime. La croissance de l'activité de services s'est accélérée dans l'ensemble des pays couverts par l'enquête, les secteurs les plus touchés par la crise – comme l'hôtellerie, la restauration et le tourisme – reprenant désormais leurs activités et retrouvant le chemin de la reprise alors que la levée des restrictions sanitaires favorise la réouverture des différentes économies de la région ainsi que les déplacements. De nombreuses entreprises se disant désormais optimistes quant à un recul de la pandémie, les perspectives d'activité à douze mois se sont fortement améliorées et ont atteint leur plus haut niveau depuis vingt et un ans. Un tel degré de confiance est de bon augure pour une consolidation de la reprise dans les prochains mois. Les entreprises de la zone euro peinant toutefois de plus en plus à répondre à l'essor de la demande, en raison notamment de pénuries de main d'œuvre, leur pouvoir de tarification s'est accentué. La récente montée des tensions inflationnistes est donc loin de se limiter au secteur manufacturier mais englobe l'économie entière, la hausse des coûts ayant incité les prestataires de services à procéder en juin à la plus importante augmentation mensuelle de leurs tarifs depuis plus de vingt ans tandis que l'inflation des prix sortie d'usine a affiché un rythme similaire. ».

Pour la France, l'indice PMI Flash est disponible pour le mois de juillet : la croissance du secteur privé est restée soutenue : l'indice composite de l'activité globale est passée de 57,4 en juin à 56,8 en juillet. Le commentaire que fait Joe Hayes est le suivant : « Bien que le léger repli de l'indice PMI composite par rapport au mois de juin puisse paraître quelque peu décevant, il n'a toutefois rien de surprenant, le retour progressif à la normale après l'allègement des restrictions sanitaires permettant à la croissance de retrouver un rythme plus mesuré. Malgré ce léger ralentissement de la hausse de l'activité, celle-ci a néanmoins continué d'afficher un rythme soutenu, le taux d'expansion du secteur des services ayant par ailleurs continué de surpasser celui observé dans le secteur manufacturier. Au vu de la hausse marquée des nouvelles affaires en juillet, le seul obstacle au maintien de forts taux de croissance de l'activité semble résider dans les problèmes d'approvisionnement. Le volume du travail en attente a de nouveau augmenté au cours du mois, les entreprises peinant à répondre au rebond continu de la demande qu'ont suscité la levée des restrictions sanitaires et les reprises économiques en cours en France comme à l'étranger. Les difficultés des entreprises ont en outre été exacerbées par le maintien de pénuries pour certains produits et le manque de capacités de fret, tendances ayant également entraîné la plus forte inflation des coûts depuis mai 2011. Dans le contexte actuel de reprise, les entreprises ont été en mesure de répercuter la hausse de leurs coûts dans leurs tarifs. Toutefois, si ces augmentations de prix venaient à impacter le niveau de la demande clients, la reprise économique pourrait être menacée. »

Eurostat publie les statistiques suivantes :

- Sur le chômage :

	Taux (%)					Nombre de personnes (en milliers)				
	Juil 20	Avr 21	Mai 21	Juin 21	Juil 21	Juil 20	Avr 21	Mai 21	Juin 21	Juil 21
Zone euro	8,4	8,2	8,0	7,8	7,6	13 670	13 321	13 124	12 684	12
UE	7,6	7,5	7,3	7,1	6,9	16 134	15 838	15 561	15 043	14
Belgique	6,0	6,7	6,5	6,2	5,9	307	340	328	315	
Bulgarie	5,2	6,1	6,1	6,0	5,9	170	202	202	197	
Tchéquie	2,9	3,3	3,1	2,8	2,8	158	173	167	150	
Danemark	6,5	5,4	5,1	4,6	4,3	197	164	154	140	
Allemagne	4,0	3,8	3,7	3,7	3,6	1 739	1 620	1 596	1 575	1
Estonie	7,7	6,5	6,8	6,6	6,5	54	45	47	46	
Irlande	6,7	7,4	7,0	6,7	6,5	157	184	176	170	
Grèce	16,8	17,1	15,6	14,8	14,6	771	766	730	691	
Espagne	16,3	15,5	15,4	15,0	14,3	3 685	3 606	3 579	3 488	3
France	8,6	8,3	8,3	8,0	7,9	2 548	2 496	2 489	2 408	2
Croatie	8,5	7,7	8,0	7,5	7,3	154	137	142	132	
Italie	10,1	10,2	9,9	9,4	9,3	2 513	2 551	2 481	2 368	2
Chypre	7,9	9,7	10,5	8,2	5,2	35	45	49	38	
Lettonie	8,8	7,7	7,8	7,8	7,6	85	72	73	73	
Lituanie	9,4	7,2	7,7	7,8	7,5	137	106	113	113	
Luxembourg	7,1	6,3	6,2	5,9	5,7	22	20	20	19	
Hongrie	4,5	4,5	3,9	4,0	4,3	216	216	187	193	
Malte	5,0	3,6	3,4	3,4	3,3	13	10	9	9	
Pays-Bas	4,5	3,4	3,3	3,2	3,1	419	316	309	297	
Autriche	6,8	7,1	6,7	6,2	6,2	308	321	305	287	
Pologne	3,4	3,9	3,8	3,6	3,4	573	674	648	614	
Portugal	8,1	7,0	7,0	6,8	6,6	405	354	362	353	
Roumanie	5,5	5,5	5,3	5,0	5,1	488	448	431	408	
Slovénie	5,3	4,7	4,5	4,2	4,0	54	48	46	43	
Slovaquie	7,1	7,0	6,9	6,7	6,6	191	187	183	178	
Finlande	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	219	221	222	222	
Suède	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	498	500	501	500	
Islande	6,5	6,9	6,7	6,5	6,4	13	14	14	13	
États-Unis	10,2	6,1	5,8	5,9	5,4	16 263	9 766	9 224	9 442	8

: Données non disponibles

Données sources: une_rt_m (taux) et une_ft_m (en milliers de personnes)

- Sur l'inflation :

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

	Taux annuel							Taux mensuel Août 21
	Août 20	Mars 21	Avr 21	Mai 21	Juin 21	Juil 21	Août 21	
Belgique	-0,9	1,6	2,1	2,5	2,6	1,4	4,7e	1,7e
Allemagne	-0,1	2,0	2,1	2,4	2,1	3,1	3,4e	0,1e
Estonie	-1,3	0,9	1,6	3,2	3,7	4,9	5,0e	0,7e
Irlande	-1,1	0,1	1,1	1,9	1,6	2,2	3,1e	0,8e
Grèce	-2,3	-2,0	-1,1	-1,2	0,6	0,7	1,2e	-0,2e
Espagne	-0,6	1,2	2,0	2,4	2,5	2,9	3,3e	0,4e
France	0,2	1,4	1,6	1,8	1,9	1,5	2,4e	0,7e
Italie	-0,5	0,6	1,0	1,2	1,3	1,0	2,6e	0,3e
Chypre	-2,9	0,3	1,2	1,5	2,2	2,7	3,3e	1,4e
Lettonie	-0,5	0,3	1,7	2,6	2,7	2,8	3,6e	0,4e
Lituanie	1,2	1,6	2,4	3,5	3,5	4,3	4,9e	0,4e
Luxembourg	-0,2	2,5	3,3	4,0	3,4	3,3	3,5e	1,1e
Malte	0,7	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3e	0,7e
Pays-Bas	0,3	1,9	1,7	2,0	1,7	1,4	2,7e	0,5e
Autriche	1,4	2,0	1,9	3,0	2,8	2,8	3,1e	0,0e
Portugal	-0,2	0,1	-0,1	0,5	-0,6	1,1	1,3e	-0,1e
Slovénie	-0,7	0,1	2,2	2,2	1,7	2,0	2,1e	0,1e
Slovaquie	1,4	1,5	1,7	2,0	2,5	2,9	3,3e	0,3e
Finlande	0,3	1,4	2,2	2,3	1,9	1,8	1,8e	0,0e

e estimation Données sources: [prc_hicp_manr](#)

Quand on regarde l'évolution des indices boursiers, on est frappé de la bonne santé financière qu'ils affichent dans cette période de crise... :

Le CAC40



Le NASDAQ 100 :

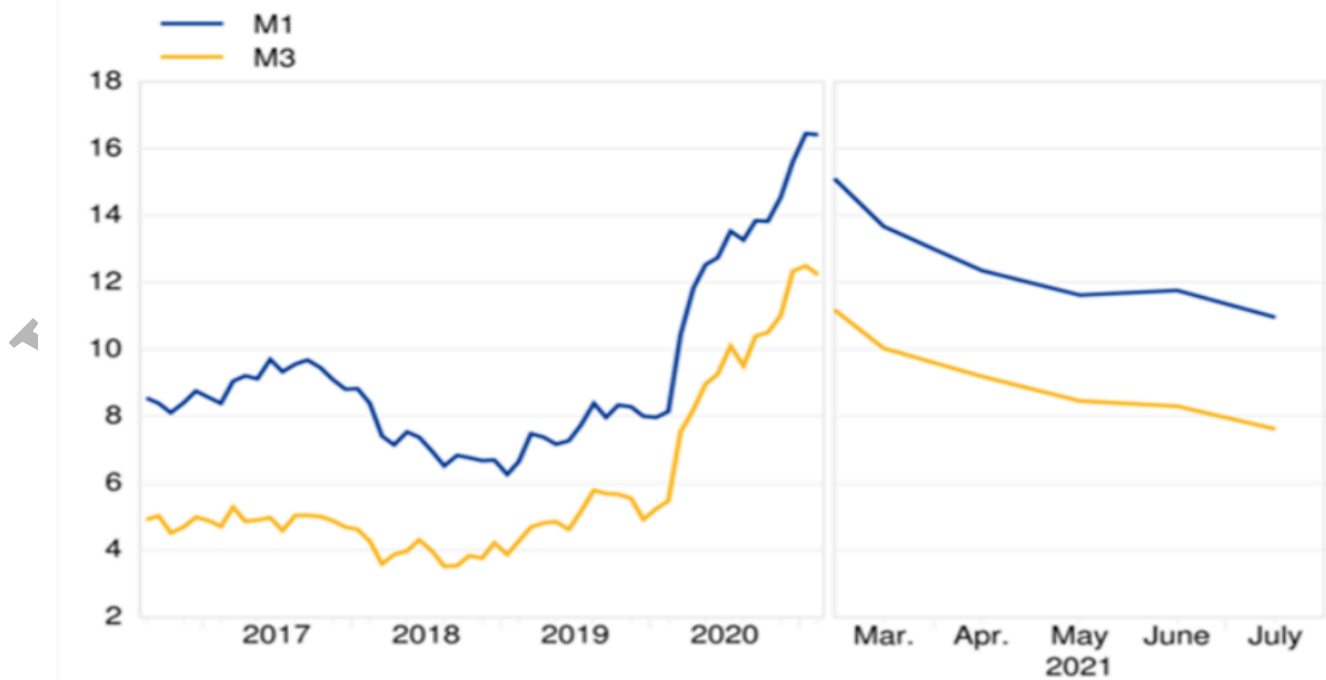


Le Dow Jones Industrial :



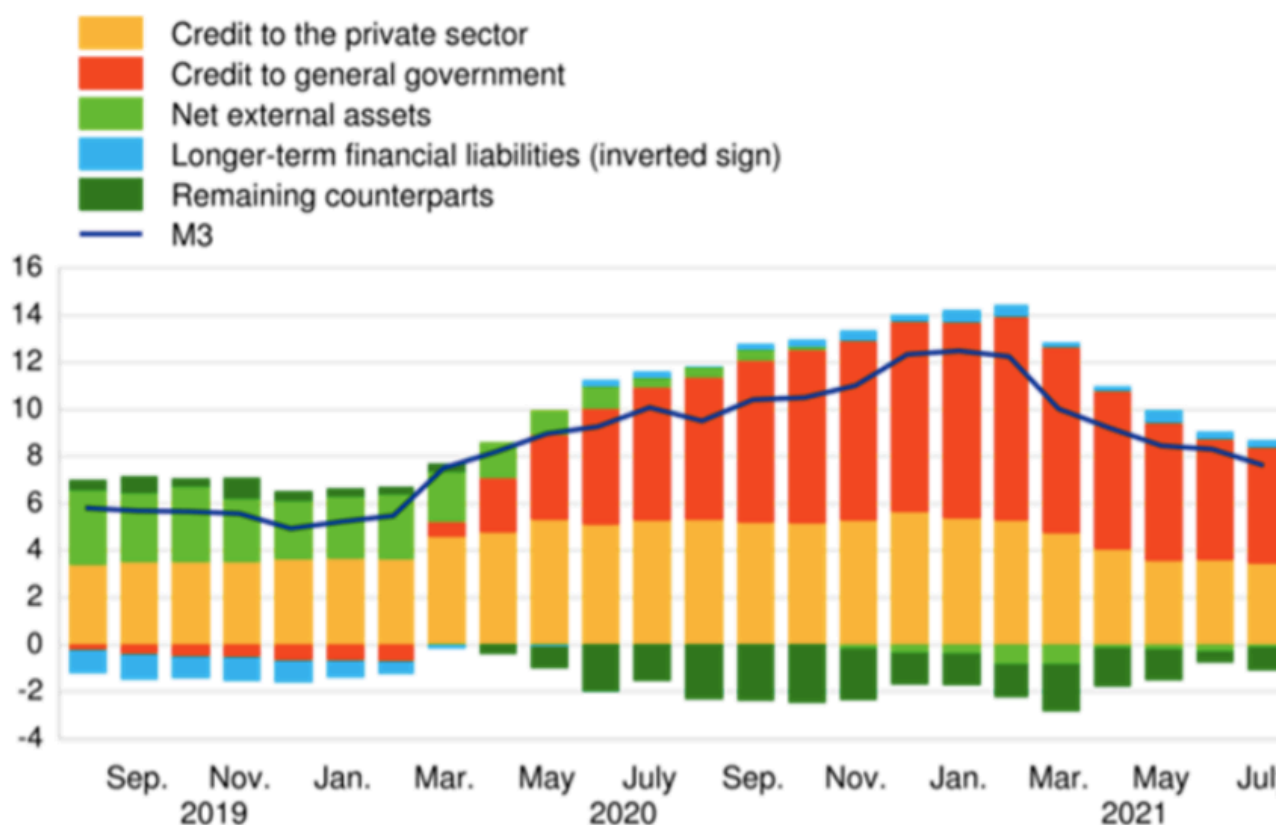
De son côté, la BCE fait paraître les statistiques suivantes sur l'évolution des agrégats monétaires :
Monetary aggregates

(annual growth rates)



Contribution of the M3 counterparts to the annual growth rate of M3

(percentage points)



Fin août, l'euro cote 1,1808 \$ après avoir coté 1,1866 le 1^{er}, 1,1761 le 6, 1,1794 le 13, 1,1695 le 20 et 1,1792 le 27.

• [Septembre 2021 ->](#)

Le jeudi 9, réunion du conseil des gouverneurs de la BCE sur la politique monétaire pour la zone euro.

Voici des extraits du communiqué de presse :

« Sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs estime que des conditions de financement favorables peuvent être maintenues avec un rythme légèrement plus faible d'achats nets d'actifs au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) par rapport aux deux derniers trimestres.

Le Conseil des gouverneurs a également confirmé ses autres mesures, à savoir le niveau des taux d'intérêt directeurs de la BCE, ses indications sur leur probable orientation future (*forward guidance*), ses achats dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), ses politiques de réinvestissement et ses opérations de refinancement à plus long terme. Plus précisément :

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 -0,50 %.

À l'appui de son objectif d'inflation symétrique de 2 % et conformément à sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il constate que l'inflation atteint 2 % bien avant la fin de son horizon de projection et durablement sur le reste de son horizon de projection, et qu'il juge les progrès de l'inflation sous-jacente suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2 % à moyen terme. Cela peut également donner lieu à une période transitoire pendant laquelle l'inflation sera légèrement supérieure à l'objectif.

Les achats nets dans le cadre de l'APP se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs entend aussi poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Le Conseil des gouverneurs continuera d'effectuer des achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP, dont l'enveloppe totale est de 1 850 milliards d'euros, au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. (...)

Le Conseil des gouverneurs continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. (...)

L'EURO

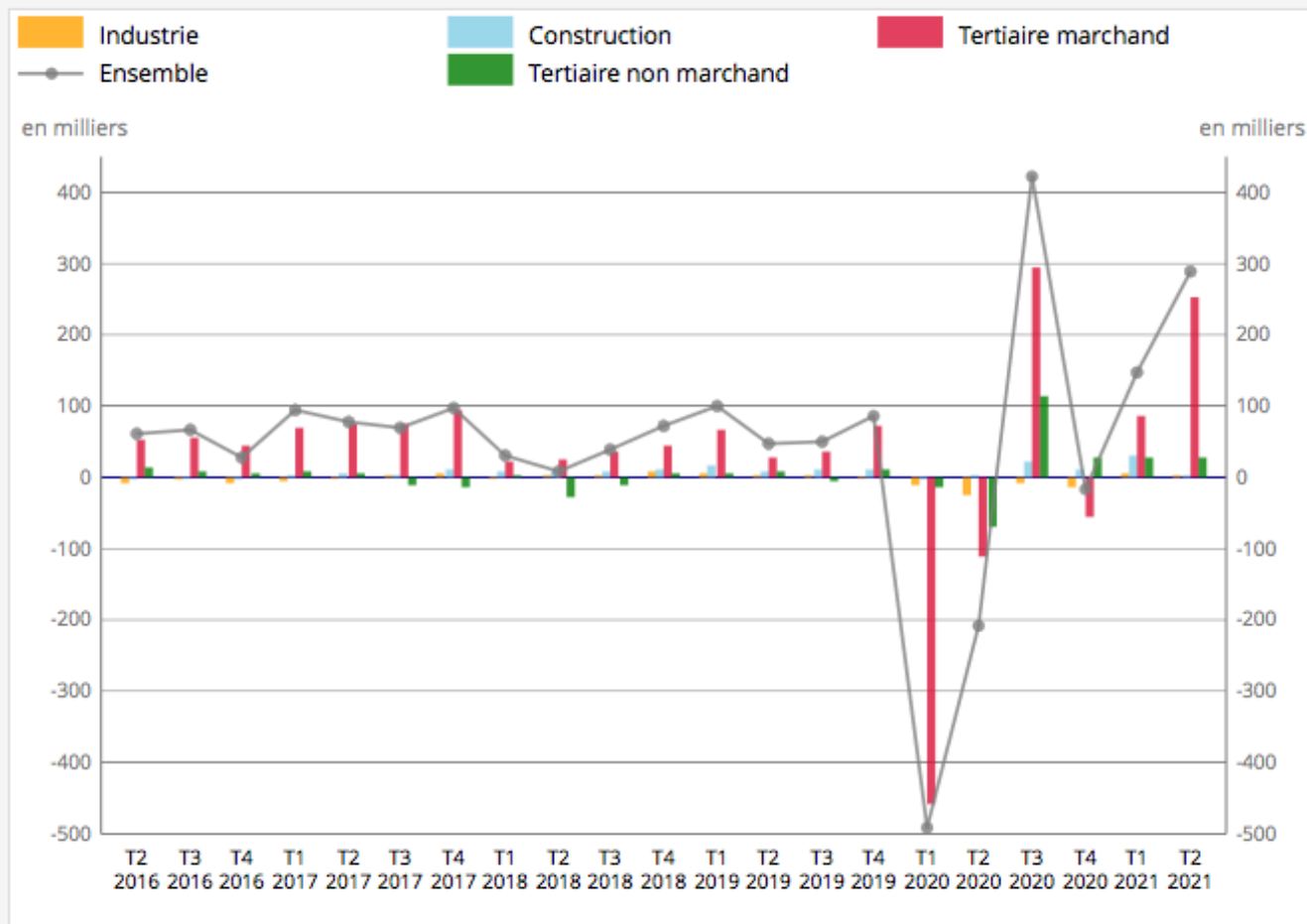
Conclusion de la conférence de presse de Christine Lagarde suite à cette réunion du Conseil des gouverneurs :

« En résumé, l'économie de la zone euro est clairement en phase de rebond. La rapidité de la reprise continue toutefois de dépendre de l'évolution de la pandémie et des progrès des campagnes de vaccination. L'accélération actuelle de l'inflation devrait être largement temporaire, alors que les tensions sous-jacentes sur les prix ne s'accroîtront que progressivement. La légère amélioration des perspectives d'inflation à moyen terme et le niveau des conditions de financement permettent le maintien de conditions de financement favorables avec un rythme légèrement réduit d'achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP. Nos mesures, y compris notre *forward guidance* révisée concernant les taux directeurs de la BCE, sont cruciales pour placer l'économie sur la voie d'une reprise durable et, en fin de compte, amener l'inflation à notre objectif de 2 % ».

La nouveauté réside, comme cela est précisé à la fois dans le communiqué de presse et dans la déclaration de la Présidente de la BCE, dans la relative réduction du soutien à l'économie puisqu'il y a diminution du rythme des achats menés dans le cadre du programme PEPP (« urgence pandémie »).

Le mercredi 8, l'INSEE publie un article sur l'emploi salarié. On en tire le graphique suivant :

Évolution de l'emploi salarié



Champ : France (hors Mayotte)

Sources : Insee, Estimations d'emploi ; estimations trimestrielles Urssaf, Dares, Insee

Le mercredi 15, la Présidente de la Commission européenne Ursula von der Leyen fait son « discours sur l'état de l'Union » (https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/SPEECH_21_4701). Peu de développements sont consacrés aux problèmes économiques et monétaires.

Le vendredi 17, Eurostat publie les statistiques suivantes :

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

	Taux annuel							Taux mensuel
	Août 20	Mars 21	Avr 21	Mai 21	Juin 21	Juil 21	Août 21	Août 21
Zone euro	-0,2	1,3	1,6	2,0	1,9	2,2	3,0	0,4
UE	0,4	1,7	2,0	2,3	2,2	2,5	3,2	0,3
Belgique	-0,9	1,6	2,1	2,5	2,6	1,4	4,7	1,7
Bulgarie	0,6	0,8	2,0	2,3	2,4	2,2	2,5	0,7
Tchéquie	3,5	2,3	3,1	2,7	2,5	2,7	3,1	0,4
Danemark	0,4	0,9	1,5	1,9	1,9	1,7	1,8	-0,3
Allemagne	-0,1	2,0	2,1	2,4	2,1	3,1	3,4	0,1
Estonie	-1,3	0,9	1,6	3,2	3,7	4,9	5,0	0,7
Irlande	-1,1	0,1	1,1	1,9	1,6	2,2	3,0	0,7
Grèce	-2,3	-2,0	-1,1	-1,2	0,6	0,7	1,2	-0,1
Espagne	-0,6	1,2	2,0	2,4	2,5	2,9	3,3	0,4
France	0,2	1,4	1,6	1,8	1,9	1,5	2,4	0,7
Croatie	-0,4	1,6	2,1	2,4	2,2	2,7	3,1	0,2
Italie	-0,5	0,6	1,0	1,2	1,3	1,0	2,5	0,2
Chypre	-2,9	0,3	1,2	1,5	2,2	2,7	3,3	1,4
Lettonie	-0,5	0,3	1,7	2,6	2,7	2,8	3,6	0,4
Lituanie	1,2	1,6	2,4	3,5	3,5	4,3	5,0	0,4
Luxembourg	-0,2	2,5	3,3	4,0	3,4	3,3	3,5	1,1
Hongrie	4,0	3,9	5,2	5,3	5,3	4,7	4,9	0,2
Malte	0,7	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,8
Pays-Bas	0,3	1,9	1,7	2,0	1,7	1,4	2,7	0,5
Autriche	1,4	2,0	1,9	3,0	2,8	2,8	3,2	0,0
Pologne	3,7	4,4	5,1	4,6	4,1	4,7	5,0	0,3
Portugal	-0,2	0,1	-0,1	0,5	-0,6	1,1	1,3	-0,1
Roumanie	2,5	2,5	2,7	3,2	3,5	3,8	4,0	0,2
Slovénie	-0,7	0,1	2,2	2,2	1,7	2,0	2,1	0,1
Slovaquie	1,4	1,5	1,7	2,0	2,5	2,9	3,3	0,2
Finlande	0,3	1,4	2,2	2,3	1,9	1,8	1,8	0,0
Suède	1,0	2,1	2,8	2,4	1,8	1,8	2,5	0,5
Islande	0,9	3,8	3,5	3,3	4,0	3,7	3,7	0,6
Norvège	1,6	3,4	3,2	2,8	3,0	3,3	3,8	0,0
Suisse	-1,4	-0,2	-0,1	0,3	0,5	0,5	0,8	0,2

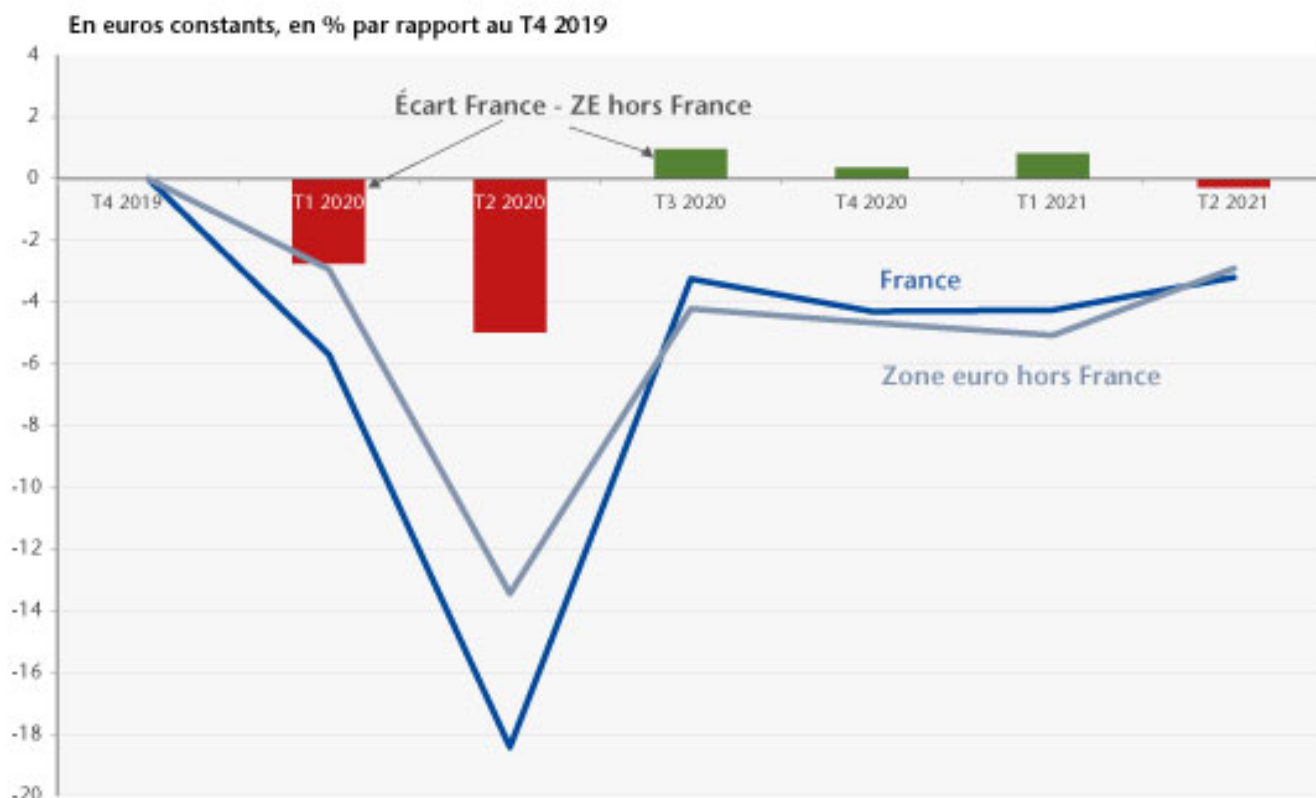
Données sources: [prc_hicp_marr](#)

Ce même vendredi 17, l'OFCE fait paraître dans un blog les « Perspectives de rentrée pour l'économie française 2021-2022 » en détaillant les différents aspects de « la vague de la reprise ».

On en tire le graphique suivant :

WWW

Graphique 1. Niveau du PIB en France et dans la zone euro hors France



Sources : Insee, Eurostat, calculs OFCE.

Les dimanche 19 et lundi 20, Le Monde publie trois pages intéressantes sur l'Allemagne ; « derrière la prospérité, la vulnérabilité », en insistant sur le retard pris par la 1^{ère} économie européenne, spécialement en matière de transition numérique et d'investissements publics.

Le lendemain, le mardi 21, et toujours dans Le Monde, et encore à propos de l'Allemagne, paraissent deux pages sur la politique économique d'austérité budgétaire menée depuis plusieurs années : « une nouvelle génération d'économistes attaque l'orthodoxie budgétaire et défend la conception d'un État preneur de risques et prêt à s'endetter pour investir sur le long terme ». Un article revient par ailleurs sur la fameuse hyperinflation des années 1914-1923 en soulignant l'instrumentalisation politique qui en a été faite : « quand Hitler est arrivé au pouvoir, ce n'était pas l'inflation mais la déflation qui régnait ». Parmi ces économistes, qui ont souvent travaillé dans les pays anglo-saxons, est citée Philippa Sigl-Glückner, qui dirige un think tank ayant pour ambition de redéfinir la politique budgétaire, « non à partir d'un principe d'équilibre, mais sur la base d'objectifs démocratiques et sociaux de long terme. Dans un article publié les 15 juin, elle défend l'idée, avec les autres membres du think tank, que la viabilité des finances publiques n'est pas déterminée par les déficits passés mais par la capacité du pays à générer de la prospérité durable. Chez les Verts, tout comme au SPD, ces idées sont largement partagées, y compris au sein de l'entourage d'Olaf Scholz au ministère des finances. Le renouveau atteint même Francfort, fief de l'orthodoxie budgétaire » avec Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE. Mais ces économistes hétérodoxes et réformateurs, certes de plus en plus nombreux, sont combattus par les « anciens », soutenus, semble-t-il, par Olaf Scholz en personne pour qui le Pacte de stabilité européen a fait ses preuves.

Le mercredi 22, le gouvernement présente son projet de budget pour 2022. Le gouvernement table sur une forte reprise économique pour participer au financement d'une hausse des dépenses sans avoir à élever les impôts (sa prévision de croissance est de 6% pour 2021 et de 4% pour 2022). Le déficit prévu, qui devrait passer de 9,2% du PIB cette année à 8,4% cette année puis 4,8% en 2022, est un peu plus faible qu'anticipé initialement (5,3%) ; le ratio de dette publique devrait alors s'infléchir aussi un peu : 116% en 2021 et 114% en 2022.

Il n'empêche que le Haut Conseil des dépenses publiques (HCDP) émet de nettes critiques dans son avis émis ce jour comme le montre son propre résumé dès son introduction :

« Le projet de loi de finances (PLF) pour 2022 dont le Haut Conseil a été saisi est incomplet. En effet, il n'intègre pas l'impact de mesures d'ampleur qui ont pourtant déjà été annoncées par le Gouvernement (grand plan d'investissement, revenu d'engagement notamment) et que celui-ci prévoit de faire adopter par voie d'amendement au cours du débat parlementaire. Le Haut Conseil regrette ces conditions de saisine qui ne lui permettent pas de rendre un avis pleinement éclairé sur les prévisions de finances publiques pour 2022 à l'intention du Parlement et des citoyens, en application de son mandat. Si, comme il est vraisemblable, le scénario macroéconomique et de finances publiques était modifié pour prendre en compte ces mesures, une nouvelle saisine du Haut Conseil par le Gouvernement serait alors nécessaire ».

Ce même mercredi 22, la Fed publie le communiqué de presse suivant suite à la réunion du Conseil des gouverneurs (FOMC) :

« La Réserve fédérale s'engage à utiliser toute sa gamme d'outils pour soutenir l'économie américaine en cette période difficile, promouvant ainsi ses objectifs maximaux d'emploi et de stabilité des prix.

Grâce aux progrès en matière de vaccination et à un solide soutien politique, les indicateurs de l'activité économique et de l'emploi ont continué de se renforcer. Les secteurs les plus touchés par la pandémie se sont améliorés ces derniers mois, mais l'augmentation des cas de COVID-19 a ralenti leur reprise. L'inflation est élevée, reflétant en grande partie des facteurs transitoires. Les conditions financières globales restent accommodantes, reflétant en partie les mesures politiques visant à soutenir l'économie et le flux de crédit aux ménages et aux entreprises américains.

La trajectoire de l'économie continue de dépendre de l'évolution du virus. Les progrès en matière de vaccination continueront probablement de réduire les effets de la crise de santé publique sur l'économie, mais les risques pour les perspectives économiques demeurent.

Le Comité cherche à atteindre un taux d'emploi et d'inflation maximum de 2 % à plus long terme. L'inflation étant restée inférieure à cet objectif à plus long terme, le Comité visera à maintenir une inflation légèrement supérieure à 2 % pendant un certain temps, de sorte que l'inflation se situe en moyenne à 2 % au fil du temps et que les anticipations d'inflation à long terme restent bien ancrées à 2 %. Le Comité s'attend à maintenir une politique monétaire accommodante jusqu'à ce que ces résultats soient atteints. Le Comité a décidé de maintenir la fourchette cible pour le taux des fonds fédéraux à 0 à 1/4 pour cent et s'attend à ce qu'il soit approprié de maintenir cette fourchette cible jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux compatibles avec les évaluations du Comité sur l'emploi maximum et l'inflation a augmenté à 2 pour cent et est en passe de dépasser modérément les 2 pour cent pendant un certain temps. En décembre dernier, le Comité a indiqué qu'il continuerait d'augmenter ses avoirs en titres du Trésor d'au moins 80 milliards de dollars par mois et en titres adossés à des créances hypothécaires d'agences d'au moins 40 milliards de dollars par mois jusqu'à ce que de nouveaux progrès substantiels aient été accomplis vers son emploi maximal et objectifs de stabilité des prix. Depuis lors, l'économie a progressé vers ces objectifs. Si les progrès se poursuivent globalement comme prévu, le Comité estime qu'une modération du rythme des achats d'actifs pourrait bientôt se justifier. Ces achats d'actifs contribuent à favoriser le bon fonctionnement du marché et des conditions financières accommodantes, soutenant ainsi le flux de crédit aux ménages et aux entreprises.

En évaluant l'orientation appropriée de la politique monétaire, le Comité continuera de surveiller les implications des informations reçues pour les perspectives économiques. Le Comité serait disposé à ajuster l'orientation de la politique monétaire si nécessaire si des risques surgissaient susceptibles d'entraver la réalisation des objectifs du Comité. Les évaluations du Comité tiendront compte d'un large éventail d'informations, y compris des lectures sur la santé publique, les conditions du marché du travail, les pressions inflationnistes et les anticipations d'inflation, et les développements financiers et internationaux ».

Toujours de mercredi 22, de son côté, la BCE publie un communiqué de presse pour insister sur l'urgente nécessité de résoudre les problèmes liés au changement climatique. On y lit notamment :

« Le risque climatique comprend à la fois le risque physique et le risque de transition. Le risque physique est l'impact économique d'une augmentation attendue de la fréquence et de l'ampleur des catastrophes naturelles. En Europe, les risques physiques sont inégalement répartis, les régions du nord étant plus sujettes aux inondations et les régions du sud plus exposées au stress thermique et aux incendies de forêt. Le risque de transition est le coût de la mise en place de politiques de réduction des émissions de CO₂, notamment pour certaines industries fortement émettrices. (...) Cela dit, la transition vers une économie plus verte est également une opportunité en or. L'exercice montre que les avantages d'agir tôt l'emportent sur les coûts initiaux à moyen et à long terme, également en raison des gains d'efficacité énergétique pour les entreprises et des prix de l'énergie globalement moins chers. »

Ce même mercredi 22, la Fed publie le communiqué de presse suivant suite à la réunion du Conseil des gouverneurs (FOMC) :

« La Réserve fédérale s'engage à utiliser toute sa gamme d'outils pour soutenir l'économie américaine en cette période difficile, promouvant ainsi ses objectifs maximaux d'emploi et de stabilité des prix.

Grâce aux progrès en matière de vaccination et à un solide soutien politique, les indicateurs de l'activité économique et de l'emploi ont continué de se renforcer. Les secteurs les plus touchés par la pandémie se sont améliorés ces derniers mois, mais l'augmentation des cas de COVID-19 a ralenti leur reprise. L'inflation est élevée, reflétant en grande partie des facteurs transitoires. Les conditions financières globales restent accommodantes, reflétant en partie les mesures politiques visant à soutenir l'économie et le flux de crédit aux ménages et aux entreprises américains.

L'EURO

La trajectoire de l'économie continue de dépendre de l'évolution du virus. Les progrès en matière de vaccination continueront probablement de réduire les effets de la crise de santé publique sur l'économie, mais les risques pour les perspectives économiques demeurent.

Le Comité cherche à atteindre un taux d'emploi et d'inflation maximum de 2 % à plus long terme. L'inflation étant restée inférieure à cet objectif à plus long terme, le Comité visera à maintenir une inflation légèrement supérieure à 2 % pendant un certain temps, de sorte que l'inflation se situe en moyenne à 2 % au fil du temps et que les anticipations d'inflation à long terme restent bien ancrées à 2 %. Le Comité s'attend à maintenir une politique monétaire accommodante jusqu'à ce que ces résultats soient atteints. Le Comité a décidé de maintenir la fourchette cible pour le taux des fonds fédéraux à 0 à 1/4 pour cent et s'attend à ce qu'il soit approprié de maintenir cette fourchette cible jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux compatibles avec les évaluations du Comité sur l'emploi maximum et l'inflation a augmenté à 2 pour cent et est en passe de dépasser modérément les 2 pour cent pendant un certain temps. En décembre dernier, le Comité a indiqué qu'il continuerait d'augmenter ses avoirs en titres du Trésor d'au moins 80 milliards de dollars par mois et en titres adossés à des créances hypothécaires d'agences d'au moins 40 milliards de dollars par mois jusqu'à ce que de nouveaux progrès substantiels aient été accomplis vers son emploi maximal et objectifs de stabilité des prix. Depuis lors, l'économie a progressé vers ces objectifs. Si les progrès se poursuivent globalement comme prévu, le Comité estime qu'une modération du rythme des achats d'actifs pourrait bientôt se justifier. Ces achats d'actifs contribuent à favoriser le bon fonctionnement du marché et des conditions financières accommodantes, soutenant ainsi le flux de crédit aux ménages et aux entreprises.

En évaluant l'orientation appropriée de la politique monétaire, le Comité continuera de surveiller les implications des informations reçues pour les perspectives économiques. Le Comité serait disposé à ajuster l'orientation de la politique monétaire si nécessaire si des risques surgissaient susceptibles d'entraver la réalisation des objectifs du Comité. Les évaluations du Comité tiendront compte d'un large éventail d'informations, y compris des lectures sur la santé publique, les conditions du marché du travail, les pressions inflationnistes et les anticipations d'inflation, et les développements financiers et internationaux ».

Quand on lit entre les lignes les communiqués de la BCE et de la FED, on peut en déduire que ces Banques centrales (et elles ne sont pas les seules) commencent à normaliser leurs politiques monétaires. Question à suivre de près !

Toujours le mercredi 22, de son côté, la BCE publie un communiqué de presse pour insister sur l'urgente nécessité de résoudre les problèmes liés au changement climatique. On y lit notamment :

« Le risque climatique comprend à la fois le risque physique et le risque de transition. Le risque physique est l'impact économique d'une augmentation attendue de la fréquence et de l'ampleur des catastrophes naturelles. En Europe, les risques physiques sont inégalement répartis, les régions du nord étant plus sujettes aux inondations et les régions du sud plus exposées au stress thermique et aux incendies de forêt. Le risque de transition est le coût de la mise en place de politiques de réduction des émissions de CO₂, notamment pour certaines industries fortement émettrices. (...) Cela dit, la transition vers une économie plus verte est également une opportunité en or. L'exercice montre que les avantages d'agir tôt l'emportent sur les coûts initiaux à moyen et à long terme, également en raison des gains d'efficacité énergétique pour les entreprises et des prix de l'énergie globalement moins chers. »

Également le mercredi 22 paraît aux éditions Grasset & Fasquelle le livre d'Aquilino Morelle, intitulé « **L'opium des élites ; comment on a défait la France sans faire l'Europe** ».

Étant donné la très grande qualité de ce livre, qui traite spécifiquement d'un sujet directement lié au présent document, surtout qu'il en aborde abondamment la dimension historique, nous y attachons la plus grande importance.

Il se compose de 3 parties, « décomposition française », « déconstruction européenne », « Franceurope ».

Dans la première partie, on lira avec intérêt en particulier le 5^{ème} chapitre consacré aux enjeux de la Présidentielle mais c'est bien entendu les deux parties qui doivent ici retenir l'attention.

En ce qui concerne la « déconstruction européenne », l'auteur commence le premier chapitre de cette deuxième partie par analyser l'architecture qui a présidé à la construction européenne, car, comme il le rappelle en citant Altiero Spinelli, « L'Europe ne tombe pas du ciel ». Puis, en se référant à F. Braudel, il estime que la civilisation européenne est « unique parce que duale » : elle est unique parce qu'elle « trouve son unité dans et par la diversité de ses nations constitutives », et cette unité est fondamentalement d'abord culturelle : « Seule l'Europe a réussi ce tour de force : magnifier une diversité culturelle prodigieuse pour, ainsi, fonder une unité de civilisation. (...) Seule l'Europe a réussi ce tour de force : magnifier une diversité culturelle prodigieuse pour, ainsi, fonder une unité de civilisation ». Et A. Morelle cite à juste titre Edgar Morin : « La difficulté de penser l'Europe, c'est d'abord cette difficulté de penser l'un dans le multiple, le multiple dans l'un : l'unitas multiplex ». Il n'empêche que, et l'auteur le regrette profondément, « les “bâtisseurs“ de l'Europe ont systématiquement privilégié les objectifs économiques, financiers, monétaires et ont délibérément négligé la place de la culture – pourtant essentielle – dans le projet européen ». Son explication se trouve dans les pages qui suivent : « Mettre en valeur la civilisation de l'Europe aurait conduit,

inéluçtablement, à rappeler l'apport essentiel des nations. À cela, l'élite européiste ne pouvait se résoudre. Car, depuis l'origine, celles-ci sont considérées par les partisans de l'Europe politique non seulement comme des obstacles à franchir, mais comme des ennemies à abattre. Tout le projet européen, nous allons le voir, est fondé sur le postulat que la Nation est non seulement dépassée mais dangereuse, portant en elle le nationalisme "comme la nuée porte l'orage", pour paraphraser Jaurès ». Et on en arrive à un passage important : « Le sentiment de l'appartenance à la civilisation exceptionnelle qu'est l'Europe fonde ce qu'il est convenu d'appeler l'européanité. L'Europe est vécue là comme une identité, celle que revendiquait le général de Gaulle quand il déclarait "du moment que je suis français, je suis européen ". Il se distingue de l'européisme, qui se définit comme la démarche, intellectuelle et politique, militant pour une Europe fédérale, le courant de pensée plaçant cette ambition au-dessus de toute autre considération. L'Europe est alors envisagée comme un projet politique d'unification ». À partir de là l'auteur fait en quelque sorte l'historique de l'européisme pour aboutir à son deuxième chapitre, « l'engrenage ». Cela l'amène notamment à faire un portrait perspicace - et critique - de Jean Monnet (A. Morelle cite à nouveau E. Morin pour qui Jean Monnet était un « technocrate illuminé » ; et un peu plus loin Régis Debray : « banquier de son état, et membre hyperactif de la Françamérique »). Pour A. Morelle, Monnet est bien davantage un « hérissón » qu'un « renard » ; c'est carrément « un fanatique de l'Europe fédérale ». Mais, c'est par là que commence l'engrenage, les « européistes », avec l'échec de la CED (Communauté européenne de défense) et de la CPE (Communauté politique européenne), ont compris que pour réaliser leur projet fédéraliste il valait mieux ne pas affronter les Nations de face mais utiliser « la voie oblique » ; d'où la déclaration Schuman du 9 mai 1950 dans laquelle on lit « L'Europe ne se fera pas d'un coup ni dans une construction d'ensemble : elle se fera par des réalisations concrètes – créant d'abord une solidarité de fait » ; c'est-à-dire une construction par le bas et non par le haut. D'où la stratégie des « petits pas » en escomptant aussi un effet de cliquet à chaque fois. A. Morelle a raison de rappeler le rôle important que Jean Monnet donne aux institutions en rappelant ce qu'il écrit dans ses Mémoires : « Seules les institutions deviennent plus sages : elles accumulent l'expérience collective, et, de cette expérience et de cette sagesse, les hommes soumis aux mêmes règles verront non pas leur nature changer, mais leur comportement graduellement se transformer ». Mais il s'agit d'institutions supranationales, indépendantes, qui disposent de pouvoirs et d'une autorité propres ; Jean Monnet avait du mépris pour les hommes politiques et a pratiqué la tactique du fait accompli (Jacques Delors, « fils spirituel de Jean Monnet » a utilisé également cette tactique). Dans un tel contexte, A. Morelle a raison de se référer au discours du 18 janvier 1957 de Pierre Mendès-France devant l'Assemblée nationale qui démontre qu'il avait parfaitement analysé la logique de la construction européenne ; PMF craignait non seulement que la politique économique d'abord, puis la politique tout court soient dictées de l'extérieur mais aussi et surtout que survienne alors l'abdication de la démocratie. Sa conclusion est remarquable : « L'abdication d'une démocratie peut prendre deux formes, soit le recours à une dictature interne par la remise de tous les pouvoirs à un homme providentiel, soit la délégation de ces pouvoirs à une autorité extérieure, laquelle, au nom de la technique, exercera en réalité la puissance politique, car au nom d'une saine économie on en vient aisément à dicter une politique monétaire, budgétaire, sociale, finalement "une politique", au sens le plus large du mot, nationale et internationale. » Cet engrenage s'est emballé et on en arrive à « une Europe sans les peuples » ; d'où les remarques intéressantes faites par plusieurs personnalités, comme H. Védrine (« les élites européistes, deviennent une locomotive sans wagons ») ou R. Prodi (« la "méthode" Monnet est arrivée à épuisement. (...) L'Union européenne est malade de son déficit démocratique »). Il en est de même à l'échelle de la zone euro et de sa gouvernance. Le 3^{ème} chapitre de cette deuxième partie a alors logiquement pour titre « Un fédéralisme masqué ». Dans ce chapitre, l'auteur commence par souligner le caractère très hétérogène de la construction européenne puisqu'elle mêle à la fois des « éléments de fédéralisme », des « éléments tirés de la confédération » et des « éléments de coopération intergouvernementale classique », et « encore faut-il préciser qu'à cet hétéroclisme vient s'ajouter l'incohérence ». D'où, en réaction, l'invention du concept de « fédération d'états-nations », due à Jacques Delors ; « un oxymore qui tombe à pic » comme le dit A. Morelle. Plus loin, l'auteur se pose la question de savoir si l'élargissement (« l'Europe sans rivages ») est favorable ou non au fonctionnement de l'Europe : quelle relation établir entre fédéralisme et mondialisme ? Vient ensuite une autre question, encore plus essentielle à laquelle l'auteur répond positivement (d'où le sous-titre

de son livre) : faut-il défaire la France pour faire l'Europe ? A. Morelle liste ensuite les différents arguments présentés par les uns et par les autres pour « dédiaboliser » le fédéralisme. Le 4^{ème} chapitre, « L'empire contre les nations » revient à discuter de la notion de « fédération d'États-nations » et à expliquer la « tentation impériale » ; puis, après avoir montré que « le nationalisme, ce n'est pas forcément la guerre », l'auteur énonce les « vertus du nationalisme rationnel », avant de défendre vigoureusement l'idée de Nation. Symétriquement, il attaque l'européisme dans tout le chapitre 5 (« L'européisme, une religion séculière ») ; en énonçant ses incohérences, en dénonçant toute « dramatisation, diabolisation et infantilisation » et en démontrant que « Dès les années vingt, celles de son âge d'or, cet engagement intellectuel et politique s'est – on l'a vu – transformé en une véritable mystique, revendiquée comme telle par ses partisans, mêlant immanence et transcendance, une “religion du temporel”, selon l'expression de Julien Benda, ou une “religion séculière” pour utiliser la célèbre formule forgée par Raymond Aron : “Je propose d'appeler “religions séculières” les doctrines qui prennent dans les âmes de nos contemporains la place de la foi évanouie et situent ici-bas, dans le lointain de l'avenir, sous la forme d'un ordre social à créer, le salut de l'humanité » ». Dans la troisième partie, « Franceurope », le chapitre 3, « Contre l'empire européen » revient sur ce thème. Après avoir précisé les 3 versions possibles du fédéralisme, vient un titre sans détour : « le fédéralisme, impossible et indésirable » ; d'où le souhait d'A. Morelle : « cesser la fuite en avant » et « cesser de prétendre qu'il faudrait toujours “plus d'Europe” pour résoudre la crise européenne ». ; également « rejeter le “fédéralisme clandestin” ». A. Morelle considère que « la “souveraineté européenne” est le nouveau visage de l'empire » et cite une fois de plus R. Aron : « La fédération, version civilisée ou volontaire de l'empire » : il faut donc « refuser l'engrenage impérial » en évitant surtout « l'utilisation dévoyée du principe de subsidiarité ». En fin de chapitre, l'auteur ouvre une discussion importante et intéressante à propos de la période qui s'est ouverte avec la crise sanitaire. Selon A. Morelle, le comportement de l'Allemagne ne constitue nullement un « moment hamiltonien » : « La vérité politique de ce moment est autre. Merkel a voulu sauver la zone euro pour préserver l'économie de l'Allemagne ; Macron, lui, était désireux d'enclencher une nouvelle étape de l'engrenage fédéraliste, quoi qu'il en coûte... Merkel a agi en héritière de Bismarck ; Macron, lui, s'est pris pour Jean Monnet ». Dans le chapitre 4, « entre le “chacun pour soi” et le fédéralisme, il y a l'union », et après de fortes critiques sur l'Europe telle qu'elle a été construite et telle qu'elle fonctionne et après ses attaques contre le fédéralisme-européisme, A. Morelle fait d'utiles propositions pour « sauver l'Europe », en particulier celle de l'union confédérale, en citant Ernest Renan : « Mais les nations européennes telles que les a faites l'Histoire sont les pairs d'un grand sénat où chaque membre est inviolable. L'Europe est une confédération d'États réunis par l'idée commune de la civilisation ». Le 5^{ème} et dernier chapitre, « La France peut supporter la vérité » est en réalité la conclusion de tout cet énorme travail. On y lira avec intérêt des réflexions supplémentaires à celles déjà faites sur Jacques Delors ainsi que sur « l'Europe allemande ».

Inutile de dire que la lecture de ce livre non seulement apporte une analyse et un éclairage particulièrement pertinents mais me bouscule aussi dans mes propres visions de l'Europe et de la zone euro. Contrairement à ce que je défends ici à plusieurs reprises, l'auteur critique fortement la conception fédéraliste pour lui préférer celle d'une union confédérale et, concernant la zone euro, il ne veut surtout pas que l'on « achève l'euro » en ajoutant à la politique monétaire unique un fédéralisme budgétaire qui me semble personnellement nécessaire. Quand A. Morelle écrit : « Le sens des réalités – humaines, historiques, culturelles, sociales, anthropologiques même –, celles que représentent les nations : tel est précisément ce qui fait défaut à la pensée européiste, aveuglée qu'elle est par la visée ultime de son projet – l'unification politique du continent », je ne peux pas m'empêcher de m'interroger au point d'admettre que de nombreux points de l'histoire de l'Europe et de la zone euro, surtout récente, donnent beaucoup de consistance à sa façon de voir.

Le jeudi 23, publication d'« indices PMI Flash Composite UHS Markit » :

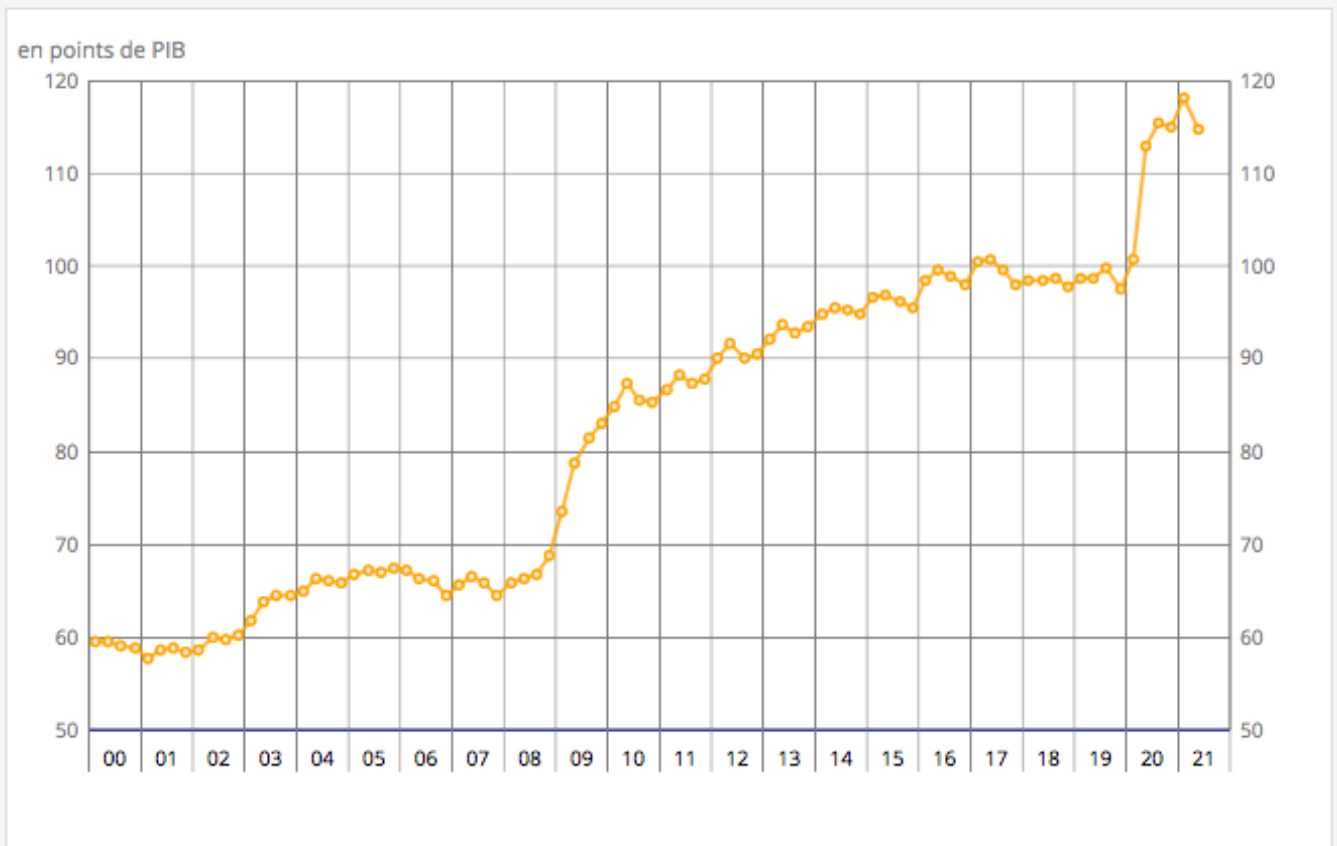
Pour la zone euro, l'indice pour l'activité globale passe de 59,0 en août à 56,1 pour septembre (plus bas de 5 mois), ce qui marque un net ralentissement de la croissance économique.

L'EURO

Pour la France, cet indice marque également un repli en passant de 56,9 à 55,1 (plus bas de 5 mois aussi).

Le vendredi 24, l'INSEE publie une « information rapide » sur la dette publique d'où nous tirons le graphique suivant :

Dettes au sens de Maastricht des administrations publiques en points de PIB (*)



Source : Comptes nationaux base 2014 - Insee, DGFIP, Banque de France

En fin de mois, l'euro cote 1,1602 \$ après avoir coté 1,1883 le 3 septembre, puis 1,1812 le 10, 1,1725 le 17 et 1,1718 le 24.

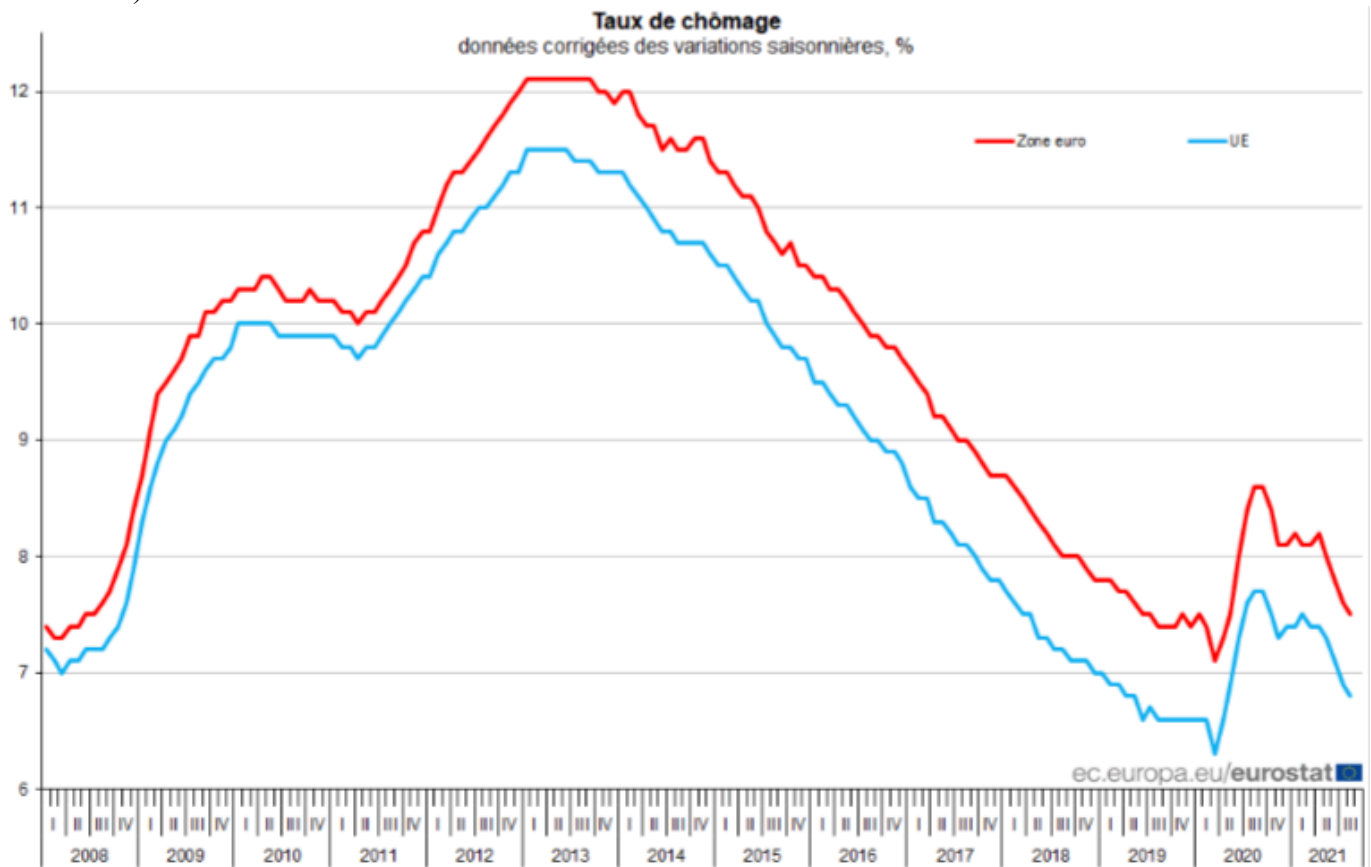
Comme le montre le graphique suivant, l'euro a constamment baissé par rapport au dollar :



• Octobre 2021 ->

Le vendredi 1^{er}, Eurostat publie en particulier les statistiques suivantes :

Dans la zone euro, le taux de chômage (CVS) a baissé de 7,6% en juillet à 7,5% en août (8,6% en août 2020).



Pour les différents pays, on a :

WWW.CHU

Chômage total corrigé des variations saisonnières

	Taux (%)					Aoû 20
	Aoû 20	Mai 21	Juin 20	Juil 21	Aoû 21	
Zone euro	8,6	8,0	7,8	7,6	7,5	14 023
UE	7,7	7,3	7,1	6,9	6,8	16 434
Belgique	6,4	6,3	6,2	6,2	6,4	328
Bulgarie	5,1	5,5	5,5	5,6	5,6	169
Tchéquie	2,7	3,1	2,8	2,8	2,9	144
Danemark	6,3	5,0	4,6	4,4	4,4	192
Allemagne	4,1	3,7	3,7	3,6	3,6	1 765
Estonie	7,7	6,7	6,5	6,3	6,2	54
Irlande	7,1	7,0	6,7	6,5	6,4	169
Grèce	16,7	15,8	14,9	14,2	13,2	771
Espagne	16,7	15,4	15,0	14,5	14,0	3 821
France	9,0	8,3	8,0	8,0	8,0	2 689
Croatie	8,6	8,4	7,9	7,7	7,6	154
Italie	10,0	9,9	9,4	9,3	9,3	2 507
Chypre	8,6	10,4	8,2	5,2	4,4	39
Lettonie	8,6	7,8	7,8	7,5	7,1	83
Lituanie	9,8	7,7	7,8	7,5	7,2	144
Luxembourg	6,7	6,0	5,8	5,6	5,5	21
Hongrie	4,3	4,3	4,1	4,2	4,2	205
Malte	4,9	3,4	3,4	3,2	3,2	13
Pays-Bas	4,6	3,3	3,2	3,1	3,2	426
Autriche	6,4	6,7	6,2	6,1	6,1	293
Pologne	3,3	3,6	3,5	3,4	3,4	567
Portugal	8,2	7,0	6,8	6,6	6,4	412
Roumanie	5,3	5,3	5,0	5,1	5,2	474
Slovénie	5,3	4,5	4,2	4,0	3,9	54
Slovaquie	7,1	7,0	6,8	6,6	6,5	194
Finlande	8,1	8,0	7,9	7,8	7,8	222
Suède	9,0	9,0	9,0	9,0	8,9	495
Islande	6,7	6,6	6,3	6,1	6,0	14
Norvège	5,2*	4,9	4,8	4,2	:	148*
Suisse	5,1	5,3	5,1	:	:	253
États-Unis	8,4	5,8	5,9	5,4	5,2	13 526

: Données non disponibles * juillet 2020

Données sources : [une_rt_m](#) (taux) et [une_rt_m](#) (en milliers de personnes)

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

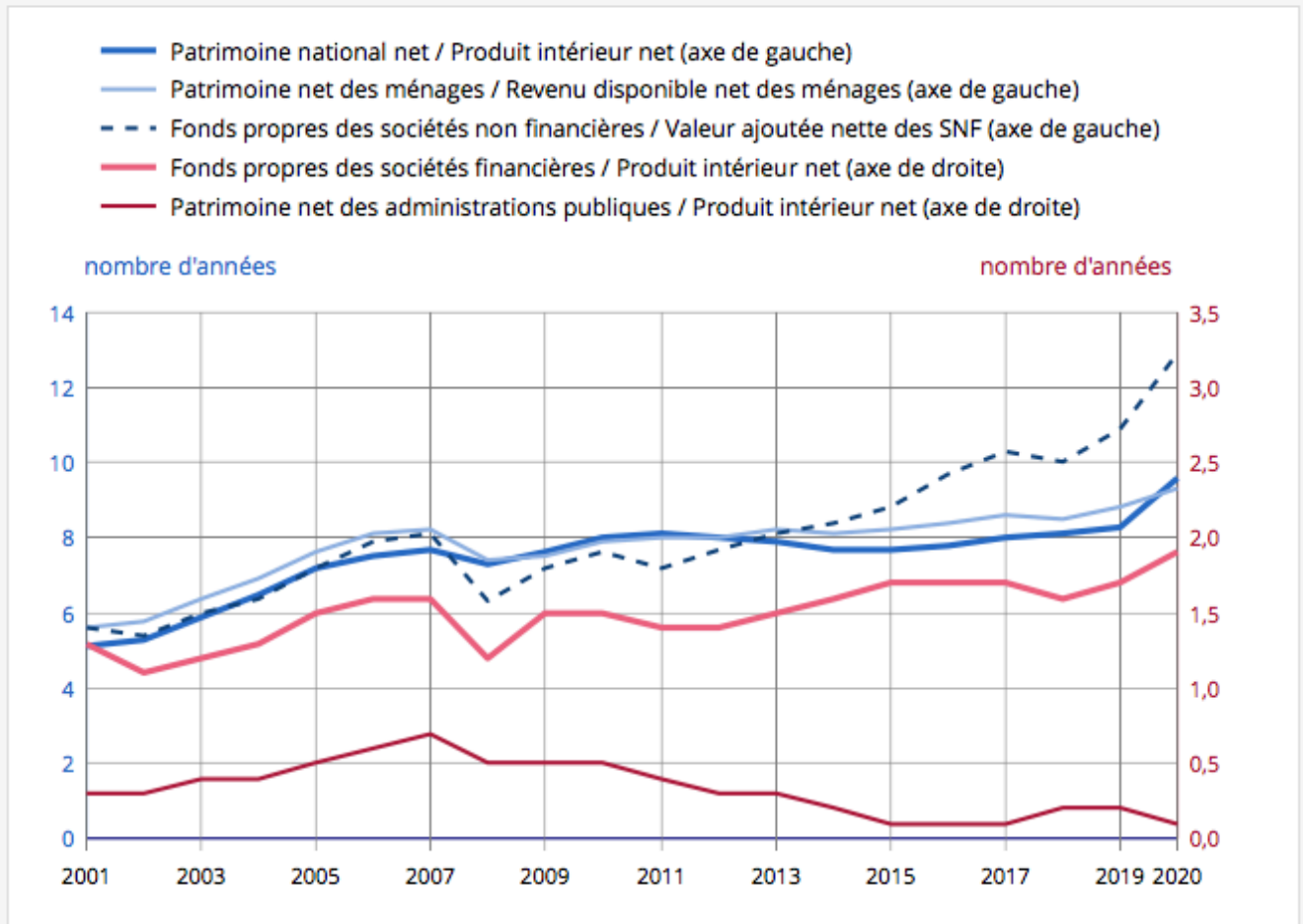
	Taux annuel							Taux mensuel
	Sep 20	Avr 21	Mai 21	Juin 21	Juil 21	Août 21	Sep 21	Sep 21
Belgique	0,5	2,1	2,5	2,6	1,4	4,7	3,8e	-0,1e
Allemagne	-0,4	2,1	2,4	2,1	3,1	3,4	4,1e	0,3e
Estonie	-1,3	1,6	3,2	3,7	4,9	5,0	6,4e	1,2e
Irlande	-1,2	1,1	1,9	1,6	2,2	3,0	3,7e	0,3e
Grèce	-2,3	-1,1	-1,2	0,6	0,7	1,2	2,1e	2,3e
Espagne	-0,6	2,0	2,4	2,5	2,9	3,3	4,0e	1,1e
France	0,0	1,6	1,8	1,9	1,5	2,4	2,7e	-0,2e
Italie	-1,0	1,0	1,2	1,3	1,0	2,5	3,0e	1,4e
Chypre	-1,9	1,2	1,5	2,2	2,7	3,3	3,5e	-0,7e
Lettonie	-0,4	1,7	2,6	2,7	2,8	3,6	4,6e	0,9e
Lituanie	0,6	2,4	3,5	3,5	4,3	5,0	6,3e	1,6e
Luxembourg	-0,3	3,3	4,0	3,4	3,3	3,5	4,0e	0,3e
Malte	0,5	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,7e	-0,9e
Pays-Bas	1,0	1,7	2,0	1,7	1,4	2,7	2,9e	-0,2e
Autriche	1,2	1,9	3,0	2,8	2,8	3,2	3,2e	0,9e
Portugal	-0,8	-0,1	0,5	-0,6	1,1	1,3	1,3e	0,9e
Slovénie	-0,7	2,2	2,2	1,7	2,0	2,1	2,7e	0,5e
Slovaquie	1,4	1,7	2,0	2,5	2,9	3,3	5,1e	1,8e
Finlande	0,3	2,2	2,3	1,9	1,8	1,8	2,1e	0,2e

e estimation Données sources: [prc_hicp_manr](#)

On remarque que les taux d'inflation se sont élevés dans de nombreux pays européens entre août et septembre. Pour l'ensemble de la zone euro, le taux est passé de 3,0% à 3,4% ; il dépasse donc de plus en plus la norme des 2% ; et c'est le point le plus haut depuis 2008, c'est-à-dire depuis 13 ans.

Également le vendredi 1^{er}, l'INSEE publie une étude intéressante sur « le patrimoine économique national en 2020 », dont on tire le graphique suivant pour la résumer :

Figure 1 – Évolution des stocks patrimoniaux des grands secteurs institutionnels rapportés aux flux macroéconomiques

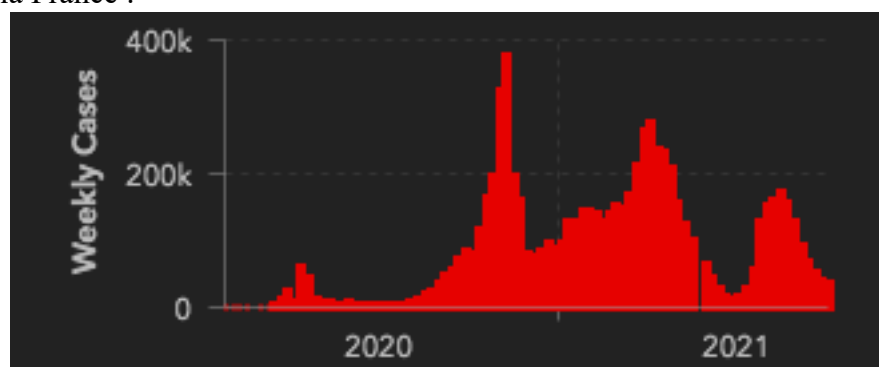


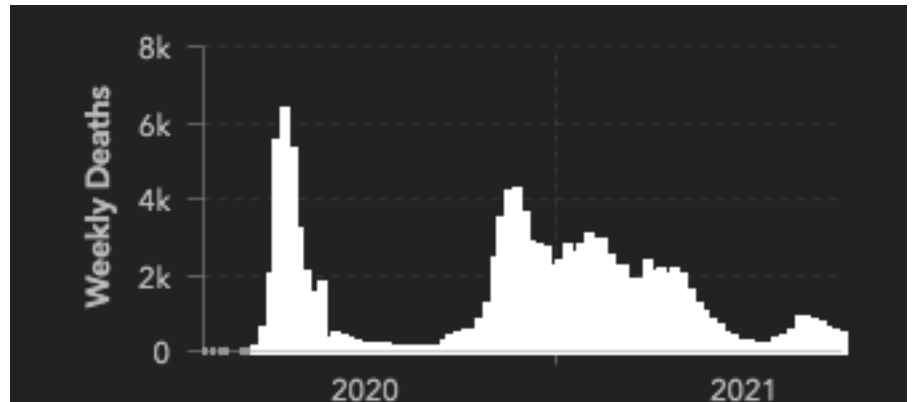
Lecture : fin 2020, le patrimoine national net représente l'équivalent de 9,6 années de produit intérieur net.

Sources : Insee, Banque de France, comptes nationaux base 2014.

« Fin 2020, le patrimoine économique national s'élève à 17 683 milliards d'euros, soit 9,6 fois le PIN. Il continue d'augmenter malgré la crise sanitaire (+6,9% après 5,7%) ; soutenu par les prix de l'immobilier. En particulier, le patrimoine des ménages progresse nettement (+6,4% après +7,0%) pour atteindre 13440 milliards d'euros. Celui des sociétés non financières (SNF) accélère (+11,2% après +4,3%) en 2019) et atteint 3372 milliards d'euros. Celui des sociétés financières s'accroît également (+23,0%) et s'élève à 682 milliards d'euros, porté par une hausse de leur patrimoine financier. En revanche, le patrimoine des administrations publiques décroît fortement (-126 milliards d'euros) en raison de la dette accrue pour financer les mesures de soutien des revenus ; il s'élève à 189 milliards d'euros ».

En ce début d'octobre, les graphiques fournis par la John Hopkins University sur la pandémie de la Covid sont les suivants pour la France :

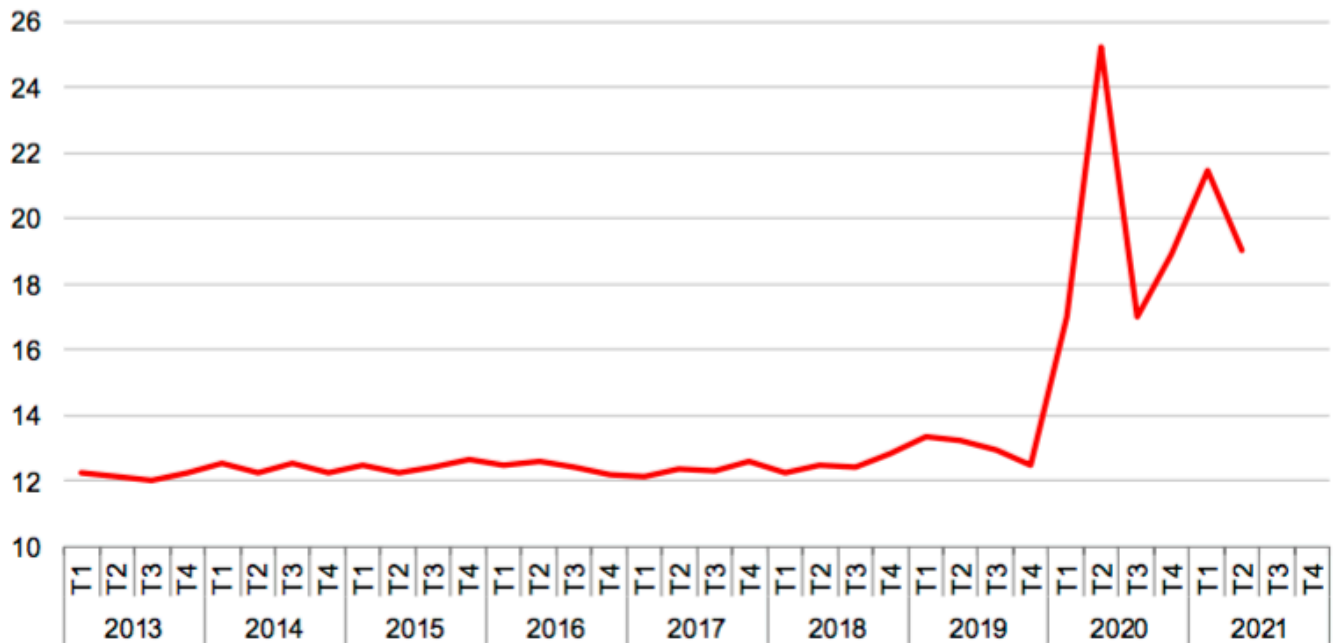




Le lundi 4, Eurostat publie les graphiques suivants :



Taux d'épargne des ménages dans la zone euro
données corrigées des variations saisonnières, en %



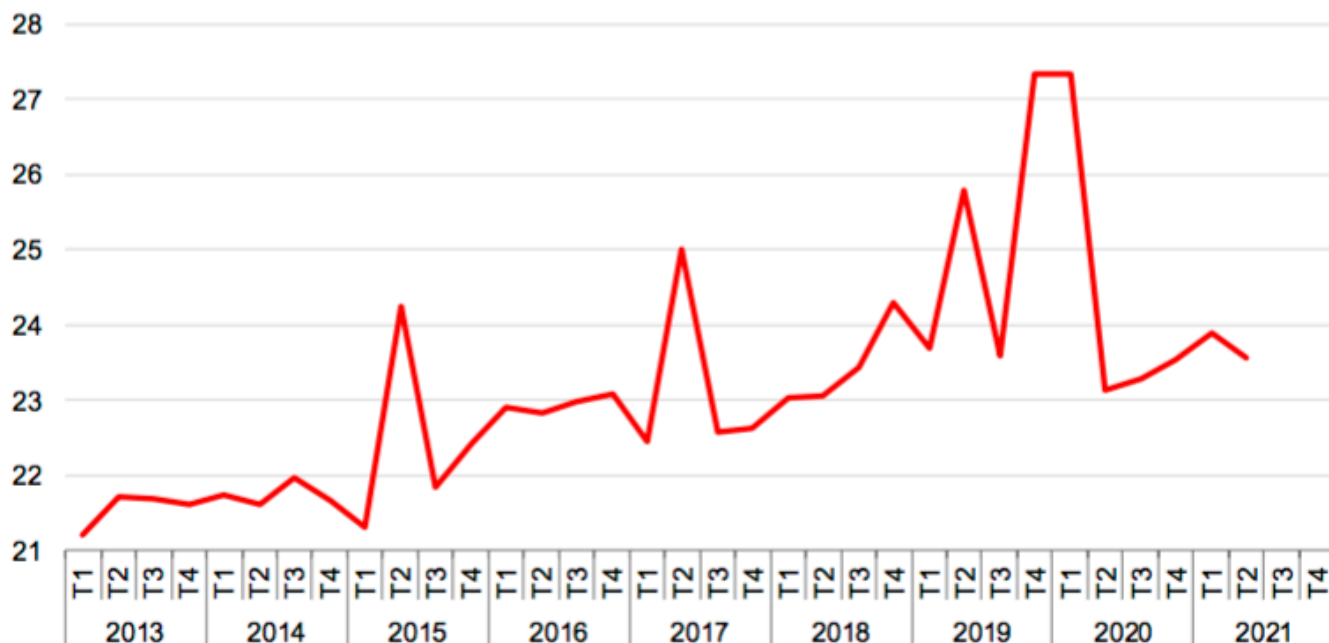
ec.europa.eu/eurostat

Taux d'épargne brute = épargne brute / revenu disponible brut

WWW.

Taux d'investissement des sociétés non financières dans la zone euro

données corrigées des variations saisonnières, en %



ec.europa.eu/eurostat

Taux d'investissement (brut) des SNF = FBCF / VAB

Le mardi 5, alors que l'affaire « Pandora Papers » se développe, on apprend que l'Irlande continue de bloquer l'accord international sur la fin des paradis fiscaux, pourtant validé par 130 pays. Or, il faut souligner que c'est le ministre irlandais des finances qui dirige actuellement l'Eurogroupe ! Cela rappelle l'époque où la Commission européenne avait pour Président un ancien ministre de l'économie et premier ministre du Luxembourg...

En ce début d'octobre, Eurostat publie des statistiques intéressantes :

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

	Taux annuel							Taux mensuel Sep 21
	Sep 20	Avr 21	Mai 21	Juin 21	Juil 21	Août 21	Sep 21	
Belgique	0,5	2,1	2,5	2,6	1,4	4,7	3,8e	-0,1e
Allemagne	-0,4	2,1	2,4	2,1	3,1	3,4	4,1e	0,3e
Estonie	-1,3	1,6	3,2	3,7	4,9	5,0	6,4e	1,2e
Irlande	-1,2	1,1	1,9	1,6	2,2	3,0	3,7e	0,3e
Grèce	-2,3	-1,1	-1,2	0,6	0,7	1,2	2,1e	2,3e
Espagne	-0,6	2,0	2,4	2,5	2,9	3,3	4,0e	1,1e
France	0,0	1,6	1,8	1,9	1,5	2,4	2,7e	-0,2e
Italie	-1,0	1,0	1,2	1,3	1,0	2,5	3,0e	1,4e
Chypre	-1,9	1,2	1,5	2,2	2,7	3,3	3,5e	-0,7e
Lettonie	-0,4	1,7	2,6	2,7	2,8	3,6	4,6e	0,9e
Lituanie	0,6	2,4	3,5	3,5	4,3	5,0	6,3e	1,6e
Luxembourg	-0,3	3,3	4,0	3,4	3,3	3,5	4,0e	0,3e
Malte	0,5	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,7e	-0,9e
Pays-Bas	1,0	1,7	2,0	1,7	1,4	2,7	2,9e	-0,2e
Autriche	1,2	1,9	3,0	2,8	2,8	3,2	3,2e	0,9e
Portugal	-0,8	-0,1	0,5	-0,6	1,1	1,3	1,3e	0,9e
Slovénie	-0,7	2,2	2,2	1,7	2,0	2,1	2,7e	0,5e
Slovaquie	1,4	1,7	2,0	2,5	2,9	3,3	5,1e	1,8e
Finlande	0,3	2,2	2,3	1,9	1,8	1,8	2,1e	0,2e

e estimation Données sources: prc_hicp_manr

Évolutions trimestrielles et annuelles du prix des logements

	Variation par rapport au trimestre précédent, en %				Variation par rapport au même trimestre de l'année précédente, en %			
	2020		2021		2020		2021	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Zone euro	1,4	1,4	1,3	2,6	5,0	5,6	5,7	6,8
UE	1,4	1,4	1,7	2,7	5,3	5,8	6,1	7,3
Belgique	2,2	2,2	1,0	1,8	3,2	5,7	6,9	7,4
Bulgarie	3,5	1,7	3,2	0,3	5,2	5,4	7,5	9,1
Tchéquie	2,6	2,6	4,7	3,9	8,4	8,9	12,1	14,5
Danemark	4,9	2,2	4,7	3,1	6,2	10,8	14,1	15,6
Allemagne	3,0	2,9	1,0	3,7	8,3	8,7	8,9	10,9
Estonie	2,3	3,8	6,6	2,6	3,9	4,8	6,6	16,1
Irlande	0,3	1,3	1,5	2,4	-0,8	0,7	3,0	5,6
Grèce	:	:	:	:	:	:	:	:
Espagne	1,2	-0,8	0,4	2,4	1,8	1,7	0,9	3,3
France	2,0	1,2	0,7	1,6	4,9	5,8	5,5	5,7
Croatie	-0,6	2,5	0,9	3,6	6,9	6,4	4,6	6,5
Italie	-2,5	0,2	1,1	1,7	1,0	1,5	1,7	0,4
Chypre	-4,8	4,7	-5,8	1,2	-1,4	2,4	-5,8	-4,9
Lettonie	3,4	0,6	1,4	6,7	1,7	2,2	2,9	12,4
Lituanie	0,4	3,9	5,0	3,4	6,4	9,4	12,0	13,3
Luxembourg	2,8	4,6	4,4	1,1	13,8	16,7	17,2	13,6
Hongrie	3,8	-1,3	7,9	1,2	4,8	4,3	8,2	11,9
Malte	1,8	2,5	-1,6	2,7	2,7	1,6	4,6	5,3
Pays-Bas	2,5	2,0	4,0	3,8	8,4	8,7	11,2	12,8
Autriche	2,7	0,7	3,6	4,2	8,5	7,6	9,7	11,7
Pologne	2,0	1,0	2,0	3,1	10,9	8,9	7,2	8,3
Portugal	0,5	2,1	1,6	2,2	7,1	8,6	5,2	6,6
Roumanie	-2,6	1,3	2,7	1,6	2,3	2,0	1,4	3,0
Slovénie	0,1	2,0	3,1	4,5	3,3	5,2	7,3	9,9
Slovaquie	1,5	1,1	-1,2	3,3	8,5	7,2	2,0	4,7
Finlande	0,5	1,1	1,2	2,6	1,7	3,4	3,7	5,4
Suède	2,2	1,7	3,1	3,5	3,7	5,3	7,2	10,9
Islande	1,8	2,2	2,2	5,3	7,4	7,2	8,6	12,0
Norvège	2,1	0,3	4,5	3,1	6,1	6,9	9,7	10,3
Suisse	0,2	2,3	-0,1	2,2	2,6	3,1	3,9	4,7

: données non disponibles

L'EURO

Solde du compte courant et du commerce de services – données nationales (intra-UE + extra-UE) données non corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (en mrdrs d'euros)

	Solde du compte courant					Solde du commerce des services				
	T2 2020	T3 2020	T4 2020	T1 2021	T2 2021	T2 2020	T3 2020	T4 2020	T1 2021	T2 2021
Belgique	1,4	0,8	0,4	3,3	4,2	1,3	-0,5	-0,2	2,1	0,7
Bulgarie	0,3	0,0	-0,8	-0,2	-0,2	0,8	1,0	0,7	0,7	1,0
Tchéquie	0,6	3,2	0,7	2,7	1,1	1,0	1,1	0,4	0,9	1,2
Danemark	7,9	7,4	4,9	4,3	7,5	1,5	1,7	-0,5	1,9	2,0
Allemagne	37,3	62,0	72,4	66,7	56,7	5,6	-5,4	6,0	3,6	4,9
Estonie	0,3	0,0	-0,7	-0,3	-0,6	0,4	0,2	-0,8	0,0	0,0
Irlande	9,9	15,3	10,9	19,0	15,0	-1,7	6,8	-5,5	5,0	2,9
Grèce	-3,5	-1,4	-2,6	-2,6	-4,7	1,0	3,6	1,5	0,7	1,5
Espagne	2,0	2,1	5,0	-0,8	2,8	3,7	7,6	5,4	3,8	6,5
France	-16,9	-11,0	-1,4	-12,6	-6,0	2,4	6,7	6,8	1,9	7,8
Croatie	-0,5	2,0	-0,3	-1,4	0,5	0,7	3,6	0,6	0,4	0,0
Italie	5,9	25,4	23,0	8,8	16,3	-3,1	2,8	-2,3	-4,0	-3,5
Chypre	-0,1	-0,6	-0,7	-0,8	-0,6	0,8	0,8	1,4	0,9	0,9
Lettonie	0,2	-0,1	0,6	-0,1	-0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4
Lituanie	0,7	1,0	1,0	0,8	-0,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
Luxembourg	4,0	-0,5	-0,5	0,3	0,6	5,6	5,3	5,7	5,4	6,2
Hongrie	-1,5	0,4	-0,7	0,2	-0,7	0,4	1,4	0,6	0,6	1,4
Malte	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,4	0,7	0,6	0,6	0,7
Pays-Bas	11,1	14,2	12,9	22,6	23,6	5,3	3,8	5,1	4,6	6,7
Autriche	-0,7	2,3	0,7	-1,3	-1,4	0,0	2,2	0,8	0,0	0,0
Pologne	5,6	3,3	4,3	2,8	0,4	5,2	5,8	6,0	5,8	6,3
Portugal	-2,0	0,6	-0,2	-0,5	-1,5	1,2	2,8	1,8	1,2	1,7
Roumanie	-3,0	-3,8	-3,1	-2,9	-4,6	2,2	2,5	2,6	2,1	2,2
Slovénie	0,7	0,8	1,0	0,8	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5
Slovaquie	-0,3	1,0	0,3	0,2	-0,4	0,2	0,5	0,0	0,1	0,2
Finlande	-0,8	0,7	3,5	-0,3	0,2	-0,8	-0,7	0,6	-1,0	-0,7
Suède	6,1	7,0	6,7	7,4	7,9	-0,5	-0,3	1,2	0,3	0,2
Islande	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2
Norvège	-0,1	1,6	0,5	8,9	9,2	0,1	-0,1	-0,1	0,6	0,7
Suisse	7,5	10,7	-2,6	14,6	:	0,5	0,2	-0,4	0,5	:
Monténégro	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1
Macédoine du Nord	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
Albanie	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4
Serbie	-0,3	-0,5	-0,2	0,1	-0,7	0,2	0,2	0,4	0,5	0,3
Turquie	-11,2	-7,5	-6,2	-6,0	-4,8	-0,8	3,0	2,6	2,0	3,1
Bosnie-Herzégovine	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	:	0,2	0,2	0,2	0,2	:
Kosovo*	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1

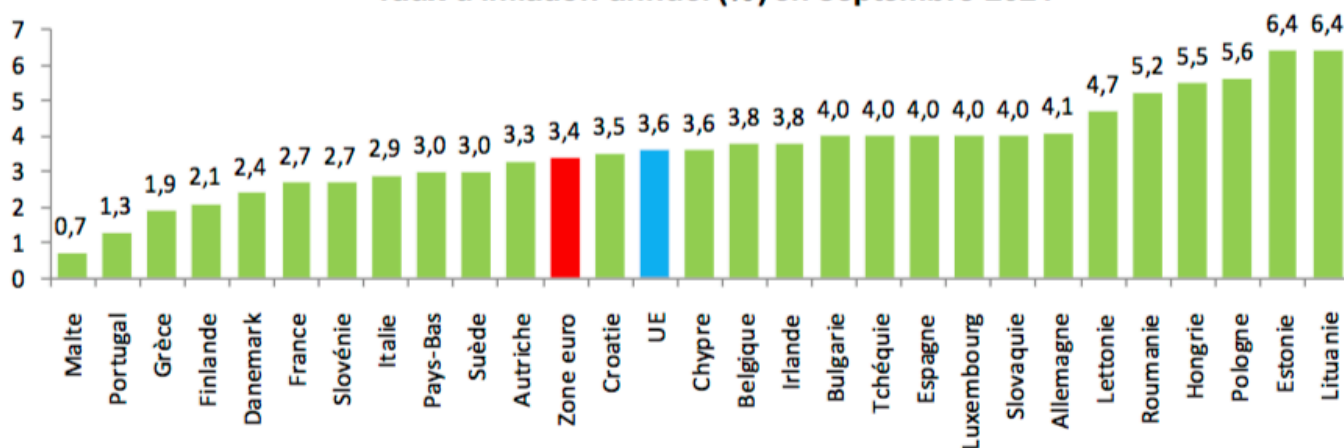
c confidentiel

* Kosovo: conforme à la résolution 1244/1999 du Conseil de sécurité des Nations unies.

Source: Eurostat (données source: bop_eu6_q)

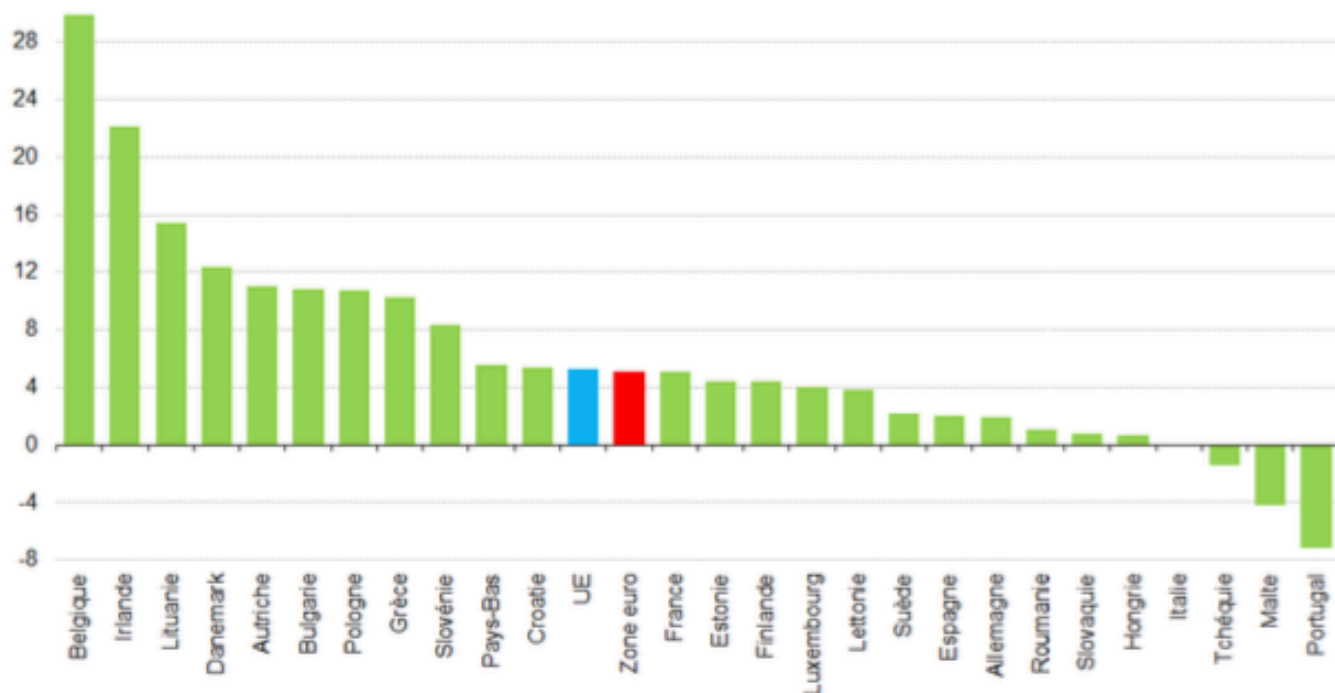
Mi-octobre, Eurostat publie des statistiques qui actualisent celles publiées en début de mois :

Taux d'inflation annuel (%) en septembre 2021



ec.europa.eu/eurostat

Production industrielle en août 2021 variation en pourcentage par rapport à août 2020



ec.europa.eu/eurostat

Commerce total des États membres (intra-UE + extra-UE)

mrds d'euros

	Exportations totales						Importations totales						Balance commerciale					
	Total		Intra-UE		Extra-UE		Total		Intra-UE		Extra-UE		Total		Intra-UE		Extra-UE	
	Jan-Août 21	Croiss / Jan-Août 20	Jan-Août 21	Croiss / Jan-Août 20	Jan-Août 21	Croiss / Jan-Août 20	Jan-Août 21	Croiss / Jan-Août 20	Jan-Août 21	Croiss / Jan-Août 20	Jan-Août 21	Croiss / Jan-Août 20	Jan-Août 21	Jan-Août 20	Jan-Août 21	Jan-Août 20	Jan-Août 21	Jan-Août 20
Belgique	289,3	21%	191,7	23%	97,6	17%	268,6	19%	166,4	21%	102,2	15%	20,7	12,7	25,3	18,7	-4,6	-5,9
Bulgarie	22,2	22%	14,7	23%	7,5	20%	24,6	26%	14,8	25%	9,8	28%	-2,4	-1,4	-0,1	0,1	-2,3	-1,4
Tchéquie	124,0	20%	99,6	21%	24,5	15%	114,1	21%	84,5	23%	29,6	16%	9,9	9,2	15,0	13,3	-5,1	-4,1
Danemark	68,5	9%	35,9	11%	32,6	8%	65,0	18%	43,7	16%	21,3	21%	3,5	7,4	-7,8	-5,2	11,3	12,5
Allemagne	895,6	16%	484,2	20%	411,4	12%	766,1	16%	490,0	19%	276,1	11%	129,5	109,9	-5,8	-8,9	135,3	118,9
Estonie	11,5	29%	7,7	27%	3,8	33%	12,6	31%	9,0	24%	3,7	52%	-1,1	-0,7	-1,3	-1,2	0,2	0,5
Irlande	104,1	-2%	40,2	-6%	63,9	1%	61,6	13%	24,5	18%	37,1	9%	42,5	51,0	15,7	22,0	26,8	29,1
Grèce	24,9	26%	13,6	19%	11,3	36%	39,5	24%	20,8	18%	18,7	32%	-14,6	-12,1	-7,2	-6,2	-7,4	-5,8
Espagne	207,0	21%	128,9	24%	78,1	18%	219,4	21%	121,8	21%	97,6	21%	-12,4	-11,4	7,1	3,2	-19,6	-14,6
France	316,2	18%	172,3	19%	143,9	16%	382,6	17%	254,8	20%	127,8	11%	-66,4	-58,4	-82,5	-67,0	16,1	8,6
Croatie	11,7	25%	7,9	25%	3,8	25%	18,4	20%	13,7	16%	4,7	35%	-6,6	-5,9	-5,8	-5,5	-0,8	-0,4
Italie	331,7	22%	173,6	24%	158,1	21%	292,9	25%	168,5	26%	124,5	24%	38,8	36,6	5,2	6,5	33,6	30,0
Chypre	1,9	-2%	0,6	-4%	1,3	-2%	5,5	15%	3,6	28%	1,9	-3%	-3,6	-2,9	-3,1	-2,3	-0,6	-0,6
Lettonie	10,9	23%	7,0	24%	3,9	21%	13,1	29%	9,5	22%	3,6	56%	-2,2	-1,3	-2,5	-2,2	0,3	0,9
Lituanie	21,4	19%	12,3	20%	9,1	17%	23,3	26%	16,1	24%	7,3	31%	-1,9	-0,5	-3,8	-2,7	1,8	2,2
Luxembourg	9,2	17%	7,4	17%	1,8	17%	13,7	16%	12,1	16%	1,5	13%	-4,5	-4,0	-4,7	-4,2	0,2	0,1
Hongrie	77,8	18%	61,2	19%	16,6	17%	76,5	19%	54,5	20%	22,0	18%	1,3	1,7	6,8	6,2	-5,4	-4,4
Malte	1,7	15%	0,9	16%	0,8	14%	3,8	17%	2,2	24%	1,5	8%	-2,1	-1,8	-1,4	-1,0	-0,8	-0,7
Pays-Bas	444,7	17%	307,3	23%	137,4	6%	394,7	17%	166,6	20%	228,1	16%	50,0	42,4	140,7	109,7	-90,7	-67,3
Autriche	110,8	16%	76,6	16%	34,2	14%	118,9	22%	91,1	23%	27,8	19%	-8,1	-1,7	-14,5	-8,4	6,5	6,7
Pologne	182,5	23%	136,4	25%	46,1	17%	180,7	27%	120,8	26%	59,9	28%	1,8	6,2	15,6	13,8	-13,8	-7,6
Portugal	41,1	22%	29,2	21%	11,9	23%	51,6	18%	38,2	19%	13,4	15%	-10,4	-9,8	-9,0	-7,9	-1,4	-1,9
Roumanie	47,7	24%	35,1	24%	12,6	23%	62,8	25%	45,7	24%	17,1	27%	-15,1	-11,7	-10,6	-8,5	-4,5	-3,2
Slovénie	30,3	20%	20,2	20%	10,1	21%	29,6	27%	17,0	24%	12,6	32%	0,7	1,9	3,2	3,1	-2,5	-1,2
Slovaquie	56,9	23%	45,5	23%	11,4	22%	56,3	23%	44,4	20%	11,9	33%	0,6	0,5	1,1	0,1	-0,6	0,4
Finlande	42,3	16%	23,0	15%	19,3	16%	44,6	15%	31,7	15%	12,9	14%	-2,3	-2,2	-8,7	-7,5	6,4	5,3
Suède	101,8	16%	54,5	21%	47,3	12%	99,5	19%	67,1	20%	32,4	17%	2,3	4,1	-12,6	-10,5	14,9	14,6

Données sources: [pxt_st_27_2020msbec](#)

De son côté, l'OFCE publie des « Perspectives 2021-2022 pour l'économie française ». Voici la synthèse proposée en introduction de l'article :

- Après avoir enregistré une chute historique du PIB (-8,0 %) en 2020, l'économie française connaîtrait un fort rebond d'activité en 2021 (+6,3 %) et afficherait une croissance robuste (+4,1 %) en 2022 avec la montée en charge de la campagne de vaccination, la levée des mesures prophylactiques et le soutien des politiques publiques.
- Le PIB retrouverait son niveau d'avant-crise à la fin de l'année 2021 et le dépasserait de 3 % à la fin 2022. À cet horizon, l'économie française afficherait cependant toujours un déficit d'activité de 1,3 % par rapport à la trajectoire tendancielle pré-Covid.
- L'impact de la crise sur le PIB potentiel lié à une moindre accumulation de capital productif serait limité à -0,3 % du PIB à l'horizon de notre prévision en raison de la bonne tenue de l'investissement.
- La contrepartie au soutien massif apporté par l'État (plus de 90 % du choc jusqu'à présent a été absorbé par les administrations publiques) est un creusement du déficit public (-9,1 % du PIB en 2020 après -3,1 % en 2019, puis -8,4 % en 2021 et -5,0 % en 2022) et une hausse de la dette publique qui s'établirait à 116 % du PIB en 2021 et 115 % en 2022.
- Du fait de nombreuses créations d'emplois en 2021, le taux de chômage baisserait à 7,8 % fin 2021. Mais, en 2022, le rythme de créations d'emploi serait insuffisant pour stabiliser le taux de chômage qui remonterait à 8,0 % en fin d'année, en raison du retour progressif sur le marché du travail de personnes ayant basculé dans l'inactivité durant la crise sanitaire.
- L'inflation s'établirait à 1,5 % en 2021 et en 2022. La variation des prix des matières premières contribuerait pour 0,6 point à l'inflation en 2021 alors qu'au contraire la dissipation de cet effet amputerait l'inflation de 0,1 point en 2022.
- Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) des ménages par unité de consommation augmenterait de 1,5 % en 2021 et de 0,7 % en 2022 (après 0,0 % en 2020).
- Cette prévision de croissance du PIB à 4,1 % pour 2022 implique un retour du taux d'épargne à son niveau d'avant-crise au second semestre 2022. La sur-épargne accumulée fin 2021 représenterait 11 % du revenu annuel des ménages. Une consommation d'un cinquième de cette épargne, en supposant un mouvement commun dans tous les pays développés, conduirait à un scénario de croissance de 6,2 % en 2022, un taux de chômage à 6,0 % et une inflation en hausse à 2,4 %. Ce scénario de croissance plus favorable permettrait de réduire en 2022 le déficit à 3,8 % du PIB en 2022 et la dette publique à 111 %.

De la même façon, un autre article de l'OFCE propose des « Perspectives 2021-2022 pour l'économie mondiale » :

Près de deux ans après l'apparition du virus Sars-Cov2, la crise sanitaire n'est pas terminée. Les vagues se succèdent et le nombre de cas continue à augmenter à l'échelle mondiale. Mais la vaccination progresse, ce qui a permis de ralentir la contamination et surtout le nombre d'hospitalisations et de décès. Les mesures prophylactiques subsistent mais elles sont d'une bien moindre intensité que lors de la période de mars-avril 2020. Le profil de la croissance du premier semestre 2021 est resté fortement conditionné par les vagues de la pandémie mais les perspectives se sont améliorées.

- Sous l'hypothèse que de nouveaux variants ne compromettront pas l'efficacité du vaccin, l'impact de la crise se résorberait progressivement en 2021 et 2022. Après avoir baissé de 3,6 % en 2020, la croissance mondiale atteindrait 5,8 % en 2021.
- La forte reprise s'accompagne d'un regain d'inflation. Ces tensions seraient temporaires et n'amèneraient pas les banques centrales à durcir brutalement les conditions monétaires.
- En 2022, les mesures budgétaires de soutien disparaîtraient mais contrairement à l'après-crise des *subprime*, les pays, notamment ceux de la zone euro, ne s'engageraient pas dans une consolidation budgétaire prématurée.
- Dans les pays développés, la trajectoire de croissance en 2022 dépendra du comportement d'épargne des ménages qui ont accumulé du patrimoine financier pendant les périodes de confinement. Sous l'hypothèse que le taux d'épargne se stabilise à son niveau de fin 2019, l'activité des pays développés ralentirait légèrement en 2022 pour s'établir à 4,1 % en moyenne annuelle, ce qui n'interromprait pas le processus de rattrapage.

Le vendredi 15, en Allemagne, suite aux élections du 26 septembre, la coalition - dite en feu tricolore - formée par le parti social-démocrate (SPD, S&E), le parti libéral-démocrate (FDP, Renew) et le parti vert (Die Grünen, Greens/EFA) publie en 12 pages un accord de coalition élaboré ensemble pour les quatre années à venir.

Dans le 10^{ème} paragraphe, intitulé « La responsabilité de l'Allemagne pour l'Europe et le monde », on lit notamment : « Les bouleversements auxquels l'Allemagne est confrontée ne peuvent pas être maîtrisés uniquement au niveau national. Nous agissons dans un esprit européen, intégrée dans le projet historique de paix et de liberté qu'est l'Union européenne (UE). Une UE démocratiquement consolidée, capable d'agir et stratégiquement souveraine est le fondement de notre paix et de notre prospérité. Nous nous engageons pour une UE qui protège ses valeurs et son État de droit à l'intérieur comme à l'extérieur et qui les défend avec détermination. Nous formerons un gouvernement qui définira les intérêts allemands à la lumière des intérêts européens. En tant que plus grand État membre, nous assumerons notre responsabilité particulière dans un esprit de service de l'UE dans son ensemble ».

Vers la fin du mois de novembre paraîtra le texte complet de l'accord, en 177 pages. Nous en proposons des extraits qui nous semblent particulièrement importants pour la thématique centrale de ce présent document sur l'histoire de l'euro :

« Atteindre les objectifs de Paris en matière de protection climatique est pour nous une priorité absolue. La protection du climat garantit la liberté, la justice et une prospérité durable. Il s'agit de refonder l'économie sociale de marché en tant qu'économie de marché sociale et écologique ».

« Nous agissons dans un esprit européen et en concertation avec nos partenaires internationaux. Nous voulons accroître la souveraineté stratégique de l'Union européenne en orientant notre politique étrangère, de sécurité, de développement et commerciale sur la base de valeurs et d'intérêts européens communs ».

« Nous profiterons de la conférence sur l'avenir de l'Europe pour engager des réformes. Nous soutenons les modifications nécessaires des traités. La conférence devrait déboucher sur une convention constituante et conduire à l'évolution de l'UE vers un État fédéral européen, organisé de manière décentralisée selon les principes de subsidiarité et de proportionnalité et sur la base de la Charte des droits fondamentaux. Nous voulons renforcer le Parlement européen (PE), par exemple en ce qui concerne le droit d'initiative ; de préférence dans les traités, sinon de manière interinstitutionnelle. Nous donnerons à nouveau la priorité à la méthode communautaire, mais nous avancerons avec certains États membres lorsque cela sera nécessaire. Nous soutenons un droit de vote européen unique avec des listes en partie transnationales et un système de Spitzenkandidat obligatoire. Si aucun nouvel acte électoral direct n'est adopté d'ici l'été 2022, l'Allemagne approuvera la loi électorale directe de 2018 sur la base d'un projet gouvernemental. Le travail du Conseil doit être plus transparent. Nous prendrons l'initiative de faire en sorte que les propositions de la Commission soient débattues publiquement au Conseil dans le cadre d'un délai fixé. Nous utiliserons et étendrons le vote à la majorité qualifiée au Conseil. Nous établirons une procédure pour améliorer l'information et les possibilités de participation du Bundestag conformément à l'article 23 de la Loi fondamentale. Nous voulons accroître la souveraineté stratégique de l'Europe. Cela signifie en premier lieu établir sa propre capacité d'action dans le contexte mondial et être moins dépendant et moins vulnérable dans des domaines stratégiques importants, tels que l'approvisionnement énergétique, la santé, les importations de matières premières et la technologie numérique, sans pour autant isoler l'Europe. Nous protégerons mieux les technologies et les infrastructures critiques, nous adapterons les normes et les marchés publics en conséquence et nous lancerons un consortium européen open source 5/6G. Nous protégerons mieux les entreprises européennes contre les sanctions extraterritoriales. Nous voulons faire de l'Europe un continent de progrès durable et montrer la voie au niveau international. Grâce aux normes européennes, nous établissons des critères pour les réglementations mondiales ».

Pour nous, la phrase fondamentale est : « La conférence devrait déboucher sur une convention constituante et conduire à l'évolution de l'UE vers un État fédéral européen, organisé de manière décentralisée selon les principes de subsidiarité et de proportionnalité et sur la base de la Charte des droits fondamentaux ».

Le site internet « LeGrandContinent.eu » en fait le commentaire suivant, sous les plumes de P. Mennerat et F. Hublet : « L'appel à une fédéralisation de l'Union européenne, qui figure de longue date dans le programme des Verts allemands, fait également consensus dans une partie du SPD. Si la position du FDP sur ce sujet est généralement perçue comme plus réservée, particulièrement sur les aspects budgétaires, une forte hétérogénéité existe dans les faits au sein du parti. Ainsi, alors qu'Annalena Baerbock (Verts) est pressentie aux Affaires étrangères, le gouvernement allemand pourrait redevenir la motrice majeure de l'intégration européenne. L'écho que rencontrerait une telle proposition parmi les autres gouvernements européens reste cependant incertain. Mise en avant de manière concrète pendant la prochaine législature, l'idée d'une nouvelle constituante pourrait, selon les dynamiques politiques qui s'imposeront sur le reste du continent, autant renforcer qu'isoler l'Allemagne sur la scène européenne ».

Mon commentaire personnel est que cette position allemande favorable à la « fédéralisation » de l'UE ne peut que trouver un écho très favorable du côté français puisqu'elle rejoint la vision d'Emmanuel Macron, et qu'ainsi un pas supplémentaire pourra peut-être être franchi dans la construction européenne à l'occasion de la présidence française qui va débiter en janvier prochain.

Le mardi 19, la Commission européenne lance une consultation sur l'assouplissement des règles budgétaires mises en place par le Pacte de stabilité et de croissance en 1997. Elle envisage donc « le réexamen de la gouvernance économique de l'UE ».

Également ce mardi 19, la revue Alternatives économiques (www.alternatives-economiques.fr.) publie une tribune d'Agnès Bénassy-Quéré, Professeur d'économie et cheffe économiste du Trésor qui présente les deux scénarios possibles d'une disparition de l'euro.

« Le premier serait la suite logique du choix souverain d'un peuple. L'appartenance à l'euro résulte d'un arbitrage entre les avantages et les inconvénients de la monnaie unique. À un moment donné, les contraintes sur les politiques macroéconomiques peuvent être jugées trop lourdes. Certains pays (l'Italie par exemple) pourraient vouloir s'affranchir des règles budgétaires ; d'autres (l'Allemagne) pourraient vouloir récupérer une autonomie monétaire. Il suffit du départ d'un seul pays pour que l'union monétaire se transforme en régime de change fixe : les marchés ne percevraient plus l'euro comme un régime permanent et reprendraient donc leur activité spéculative comme dans les années

1980-1990. L'euro ne survivrait pas longtemps. Ce premier scénario n'est pas le plus probable, car l'euro jouit d'un fort soutien dans les enquêtes régulières auprès de la population (Eurobaromètre). Cependant, les dynamiques politiques peuvent se retourner rapidement, comme l'a démontré le Brexit.

Le second scénario est celui d'une rupture accidentelle. On a pu entrevoir l'enchaînement possible en 2015 en Grèce. À cette époque, les banques ne pouvaient plus utiliser les titres de dette publique de ce pays pour obtenir des refinancements auprès de la Banque centrale européenne (BCE), car ces titres étaient trop mal notés : ils ne pouvaient plus servir de garanties. Les banques grecques pouvaient néanmoins obtenir de la liquidité auprès de la Banque nationale grecque, selon la procédure d'urgence. Cependant, les refinancements dans ce cadre étaient soumis à un plafond fixé par la BCE, et relevé régulièrement pour maintenir le système bancaire grec à flot. À cette époque, il aurait suffi que la BCE ne relève pas suffisamment le plafond pour qu'une banque d'importance se trouve à court de liquidité. Pour éviter un effondrement du système bancaire, le gouvernement grec n'aurait pas eu d'autre choix que de réintroduire une monnaie nationale et une banque centrale propre afin d'assurer la liquidité du système bancaire en dépit de son risque d'insolvabilité. Ce second scénario ne peut malheureusement pas être écarté. En effet, la boucle d'interaction entre risque bancaire et risque souverain n'a pas encore été enrayée en Europe. Avec des taux d'intérêt inférieurs aux taux de croissance, les dettes publiques sont soutenables. Cependant, si les taux d'intérêt venaient à réaugmenter, on ne peut exclure une spirale déséquilibrante où les taux montent parce que les dettes apparaissent non soutenables et vice versa. Dans ce cas, la situation des banques dans certains pays comme l'Italie deviendrait très vite difficile. La BCE pourrait alors actionner son "arme nucléaire" en rachetant la dette publique concernée, mais il faudrait pour cela que le pays se soumette à un programme d'ajustement sévère. Pas sûr que l'opinion publique y soit favorable, ce qui nous ramène au scénario précédent ».

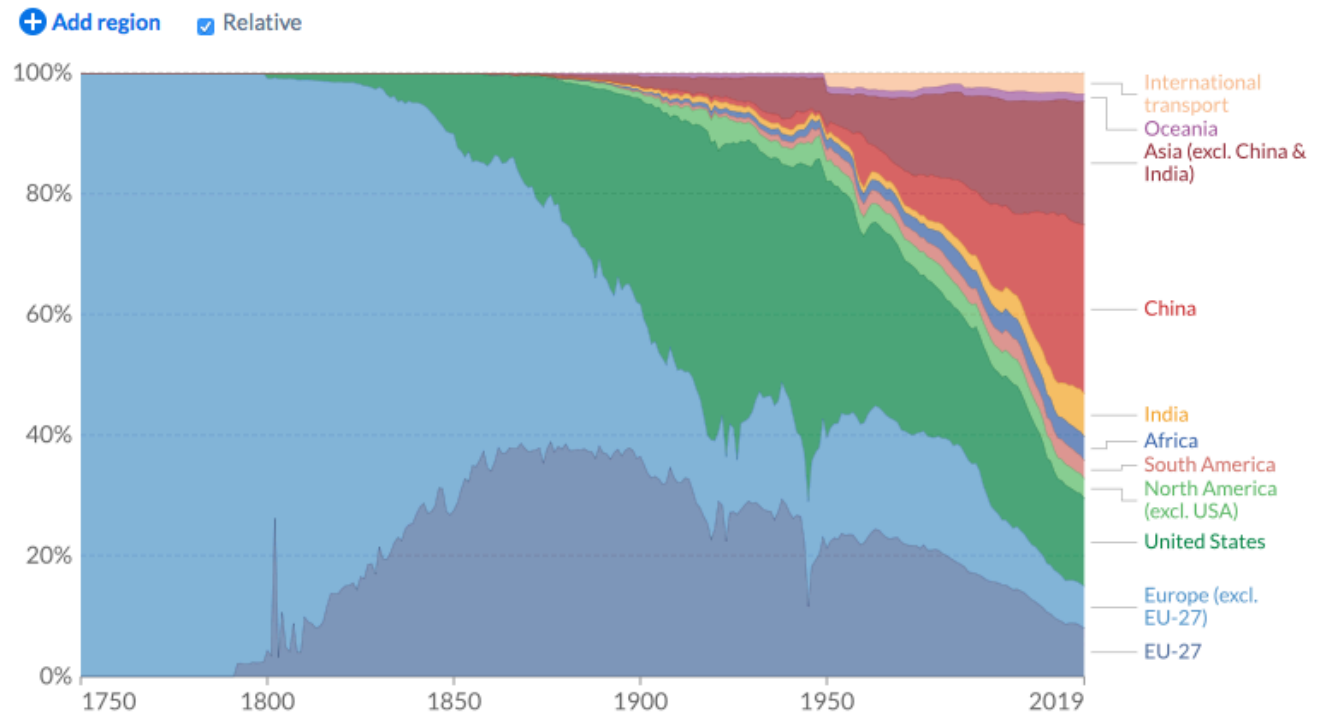
Lors du week-end des 23-24, examen des rapports des panels de citoyens européens, des tables rondes et manifestation nationales, et de la rencontre des jeunes européens et de la plateforme, tout cela réalisé dans le cadre de la « conférence sur l'avenir de l'Europe » inaugurée le 9 mai 2021 (en France, les débats citoyens sont lancés mi-septembre).

Mercredi 20, Jens Weidmann annonce que pour des raisons personnelles il veut démissionner de son poste de Président de la Bundesbank à la fin de l'année, poste qu'il occupe depuis 2011. Avec le départ d'A. Merkel à la chancellerie, cette démission marque la fin d'une époque pour la politique allemande, spécialement économique et monétaire.

Le mercredi 27, sur Tweeter, échange de messages intéressants entre Nicolas Dufréne et J. Couppéy-Soubeyran : le premier indique que la BCE possède 726 Milliards d'euros de dette publique française soit plus de 25% et la seconde indique, plus globalement, que l'Eurosystème (BCE et BCN) détient 3500 Milliards (€) de titres de dette publique des pays de la zone euro. Les deux économistes sont d'accord pour que la BCE annule cette dette publique qu'elle possède ; cela permettrait de financer des investissements publics pour la transition écologique pour ces importants montants.

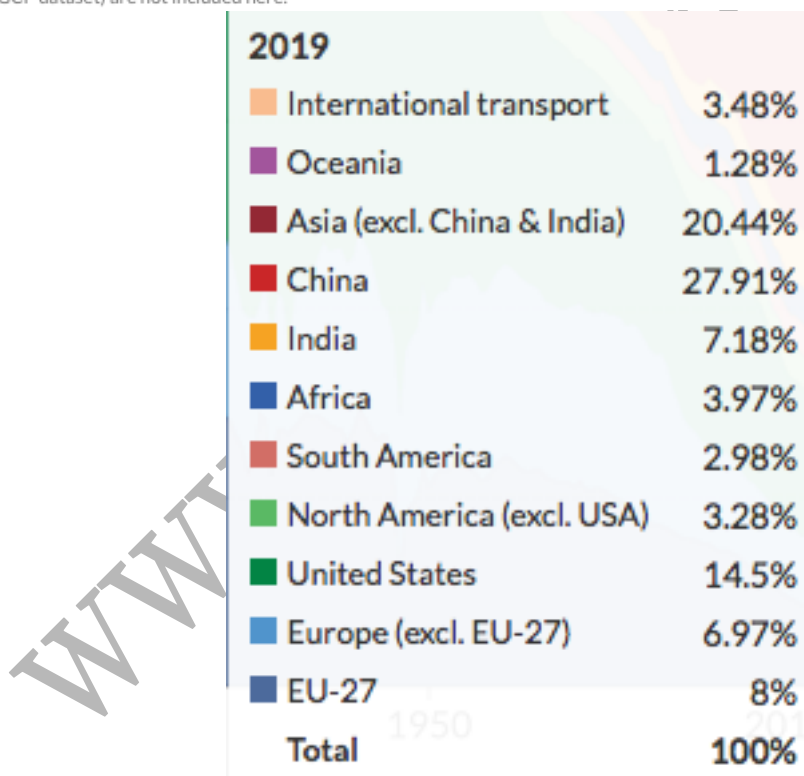
La COP 26 va commencer bientôt.

Il n'est pas inutile de connaître les statistiques suivantes que donne « Our World in Data » :

Annual total CO₂ emissions, by world region

Source: Global Carbon Project

OurWorldInData.org/co2-and-other-greenhouse-gas-emissions • CC BY

Note: This measures CO₂ emissions from fossil fuels and cement production only – land use change is not included. 'Statistical differences' (included in the GCP dataset) are not included here.

On voit en particulier que l'UE est loin d'être la 1^{ère} région à émettre du CO₂. Certes, cela ne doit pas nous empêcher de faire le maximum pour la transition écologique... mais d'autres régions de la planète sont bien davantage concernées !

Le jeudi 28, réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE sur la politique monétaire.

Le début du communiqué de presse est le suivant :

« Le Conseil des gouverneurs continue d'estimer que des conditions de financement favorables peuvent être maintenues avec un rythme légèrement plus faible d'achats nets d'actifs au titre du

L'EURO

programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) par rapport aux deuxième et troisième trimestres de cette année.

Le Conseil des gouverneurs a également confirmé ses autres mesures, à savoir le niveau des taux d'intérêt directeurs de la BCE, ses indications sur leur probable orientation future (*forward guidance*), ses achats dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), ses politiques de réinvestissement et ses opérations de refinancement à plus long terme. (...) ».

Ainsi, la BCE tempore-t-elle malgré une inflation plus forte. Ce n'est pas le cas des autres grandes Banques centrales : alors que la Banque du Brésil a déjà élevé son taux directeur (de 1,5 point), et sachant que d'autres Banques centrales ont commencé déjà depuis un certain temps à élever leurs propres taux (la Banque norvégienne en septembre et la Banque de Nouvelle Zélande en octobre), la Banque du Canada avance son propre calendrier de hausse de taux et arrête son programme de rachats d'actifs. Que vont faire la Fed et la BoE ?

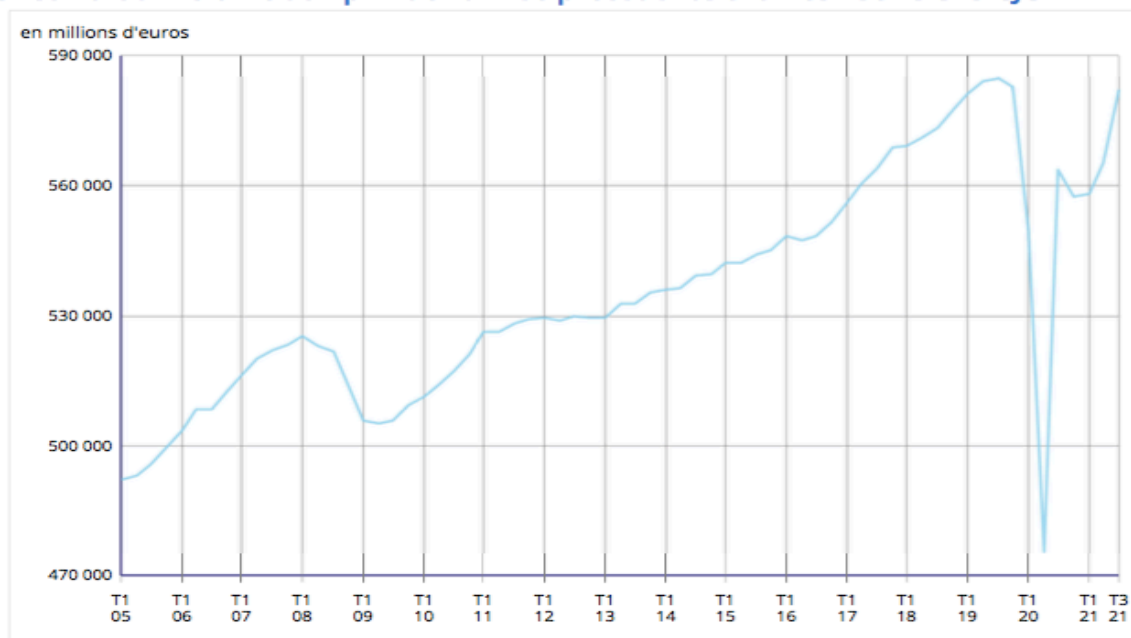
Le vendredi 29, l'INSEE publie une information importante sur la croissance française :

« Le produit intérieur brut (PIB) accélère au troisième trimestre 2021 (+3,0 % après +1,3 % au trimestre précédent) : il revient ainsi quasiment à son niveau d'avant-crise (-0,1 % par rapport au T4 2019).

La demande intérieure finale (hors stocks) contribue positivement à l'évolution du PIB ce trimestre (+3,3 points, après +1,5 point au trimestre précédent) : en particulier, les dépenses de consommation des ménages accélèrent très fortement (+5,0 % après +1,3 %) et contribuent pour +2,5 points à la croissance du PIB ce trimestre. La formation brute de capital fixe (FBCF) est par ailleurs quasiment stable (-0,1 % après +2,5 % au trimestre précédent).

Les exportations accélèrent (+2,3 % après +1,2 % au trimestre précédent) tandis que les importations sont quasi stables (-0,1 % après +1,7 %). Le commerce extérieur demeure largement en retrait par rapport au T4 2019, mais sa contribution à la croissance du PIB est positive ce trimestre : +0,6 point, après -0,2 point au trimestre précédent. Enfin, la contribution des variations de stocks à l'évolution du PIB est négative ce trimestre (-0,9 point après +0,0 point au trimestre précédent) ».

Produit intérieur brut - Volume aux prix de l'année précédente chaînés - Série CVS-CJO



• Novembre 2021 ->

Le mardi 2, UHS Markit note que le secteur manufacturier de la zone euro a ralenti à nouveau ; l'indice est passé de 58,6 en septembre à 58,3 en octobre. En France, l'indice est au plus bas depuis janvier.

Dans le même temps, l'indice CAC40 bat un nouveau record historique en s'approchant du niveau atteint lors de la bulle Internet en 2000 (6933,35 contre 6944,77).

L'EURO

Le même jour, le journal belge L'Echo fait paraître un article du professeur Bruno Colmant, membre de l'Académie Royale de Belgique, dont les premières lignes sont les suivantes : « La démission du président de la Bundesbank, Jens Weidmann, n'est pas une information : c'est un événement. Car Weidmann est l'homme qui a tenu le bouclier de l'euro fort contre les vicissitudes de la conjoncture. Il voulait une monnaie absolue, protestante et désinflatée. L'euro est désormais un rapport d'échange européen tandis que l'Allemagne connaît le plus haut taux d'inflation depuis trois décennies dans un contexte de taux d'intérêt négatif. L'Allemagne va enfin rejoindre la zone euro ». La conclusion de cet article, intitulé « L'euro, une monnaie définitive, mais pas encore complète », est la suivante : « L'euro n'est pas une monnaie spontanée, mais l'aboutissement d'un rapport de forces nationales découlant de la réunification allemande. Si les premières années de cette monnaie, introduite en 1999, furent baignées dans un contexte économique favorable, la crise bancaire de 2008 et la banqueroute grecque en dévoilèrent les failles. Les différents États membres n'ont pas partagé leurs finances publiques ni créé d'organe politique destiné à aligner les économies. Aujourd'hui, un contexte d'endettement public singulier, combiné à des taux d'intérêt négatifs, a conduit à donner à la BCE un rôle décisif dans l'architecture européenne. Son action conduit au refinancement des États qui ont dû eux-mêmes soutenir l'économie privée depuis près de deux ans. La philosophie de l'euro en a été transmutée jusqu'à rapprocher notre monnaie commune des objectifs de la Réserve fédérale avec le dollar, c'est-à-dire d'une monnaie qui est un instrument de stimulation économique. C'est un heureux dénouement. Mais il faudra, un jour, modifier les Traités pour acter cette réalité. Alors, l'euro deviendra une monnaie complète ».

Le vendredi 12, l'euro a un taux de change contre dollar au plus bas depuis juillet 2020 : 1,145\$. Les explications semblent être davantage géostratégiques (questions d'Europe centrale et orientale) qu'économiques (inflation aux États-Unis).



(Source : Boursorama)

• Décembre 2021 ->

Jeudi 9, présentation de la Présidence française du Conseil de l'UE à partir du 1^{er} janvier 2022 :

« Le 1er janvier 2022, durant six mois, la France exercera la Présidence française du Conseil de l'Union européenne.

Une Europe plus souveraine

→ Une Europe souveraine, c'est d'abord une Europe capable de maîtriser ses frontières. Une réforme de l'espace Schengen va être initiée : créer un pilotage politique de la maîtrise des frontières et un mécanisme de soutien d'urgence en cas de crise. Une Europe plus souveraine, c'est une Europe de la défense. Depuis 2017, des avancées considérables ont été réalisées. Il faut entrer dans une phase plus opérationnelle en définissant les intérêts européens et une stratégie partagée.

→ Mi-février, avec les Présidents Charles Michel et Ursula von der Leyen, la France organisera un sommet qui réunira les dirigeants des pays de l'Union européenne et de l'Union africaine. C'est en donnant un avenir à la jeunesse africaine que nous mettrons fin aux drames humains en Méditerranée. Échanges universitaires, scientifiques, artistiques, entre les sociétés civiles et la jeunesse.

→ Notre voisinage immédiat, ce sont aussi les Balkans occidentaux. Ils sont au cœur de l'Europe ! Face aux nouvelles tensions, il faut redonner des perspectives de court terme à ces pays. Une Conférence sur les Balkans occidentaux sera organisée au mois de juin

Une Europe plus verte

→ À l'initiative de la France, l'Europe est devenue le premier continent du monde à s'engager sur la neutralité carbone en 2050. Le 14 juillet dernier, la Commission européenne a présenté un ensemble de textes législatifs, traductions concrètes de nos ambitions. Aux actes, maintenant, en veillant au juste équilibre entre ambition climatique, accompagnement, justice sociale et compétitivité internationale.

Une Europe plus numérique

→ La France a réussi à porter une réglementation européenne de protection des données individuelles qui est devenue un standard mondial. Aussi, elle a réussi à acter au niveau international la taxation des plateformes qui doit maintenant entrer dans les faits. Avec le Parlement européen, la France fera en sorte d'éviter que les géants du numérique deviennent des monopoles sans règles et tuent l'esprit d'innovation qui, hier, leur a permis d'émerger. Pour lutter plus efficacement contre la haine en ligne, un régime de responsabilité des grandes plateformes du numérique sera défini et établi.

Une Europe plus sociale

→ La France est engagée pour protéger et adapter le modèle social européen. Si l'Europe ne protège pas mieux les plus faibles, qu'elle laisse prospérer le dumping social et apparaît comme un marché sans règle, alors il y aura d'autres Brexit. La directive sur les salaires minimum dans l'Union européenne - qui définit non pas un SMIC européen comme une moyenne, mais tire tous les bas salaires vers le haut grâce à un salaire minimum décent - sera au cœur de notre présidence.

Une Europe plus humaine

→ Rebâtir un élan fondateur afin de repenser la vocation humaniste de l'Europe, plus efficace, plus proche de nos concitoyens est essentiel. C'est l'objectif de la Conférence sur l'avenir de l'Europe qui livrera ses conclusions en mai 2022.

→ Afin de défendre l'État de droit, il sera capital d'étendre la liste des infractions européennes aux crimes et discours de haine, en dotant l'Union d'une stratégie de lutte contre le racisme et l'antisémitisme et d'une législation sur la lutte contre les violences faites aux femmes.

→ Un grand travail sur l'histoire de l'Europe sera relancée sous cette présidence française. À ce titre, une grande réunion des universités européennes sera organisée en juin prochain.

→ Afin de faire de 2022 l'année européenne de la jeunesse, une réflexion sera engagée sur un service civique européen de 6 mois ouvert à tous les jeunes de moins de 25 ans pour un échange universitaire ou d'apprentissage, un stage ou une action associative ».

Mercredi 15, réunion du FOMC de la Fed sur la politique monétaire des États-Unis.

Voici un extrait de la conférence de presse du Président Powell :

« À la Réserve fédérale, nous sommes fermement déterminés à atteindre les objectifs de politique monétaire que le Congrès nous a fixés : un maximum d'emploi et la stabilité des prix. Aujourd'hui, à l'appui de ces objectifs, le Federal Open Market Committee a maintenu les taux d'intérêt à un niveau proche de zéro et a mis à jour son évaluation des progrès réalisés par l'économie vers les critères spécifiés dans les orientations prospectives du Comité sur les taux d'intérêt. De plus, compte tenu du renforcement du marché du travail et des pressions inflationnistes élevées, nous avons décidé d'accélérer les réductions de nos achats d'actifs. (...) ».

Jeudi 16, réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE sur la politique monétaire.

Voici un large extrait de la conférence de presse de sa Présidente, Christine Lagarde :

« La reprise de l'économie de la zone euro se poursuit et la situation sur le marché du travail s'améliore, en partie sous l'effet du soutien important apporté par les politiques publiques. La croissance ralentit, mais l'activité devrait rebondir à nouveau nettement au cours de l'année prochaine. Face à la dernière vague de la pandémie et au variant Omicron, plusieurs pays ont rétabli des restrictions plus strictes. Les prix de l'énergie ont considérablement augmenté. Certains secteurs industriels sont, de plus, confrontés à des pénuries de matériaux, d'équipements et de main-d'œuvre. Ces facteurs freinent l'activité économique et pèsent sur les perspectives à court terme. Toutefois, même si la crise sanitaire continue, la vaccination est largement répandue et les campagnes de rappel s'accroissent. Globalement, la société sait mieux faire face aux vagues pandémiques et aux contraintes qui en résultent. Les retombées de la pandémie sur l'économie sont dès lors moins importantes. L'inflation a fortement augmenté en raison de la hausse des prix de l'énergie, mais également parce que la demande dépasse une offre contrainte dans certains secteurs. L'inflation devrait demeurer élevée à court terme, mais diminuer au cours de l'année prochaine. Si les perspectives d'inflation ont été révisées en hausse, la hausse des prix devrait rester inférieure à notre objectif de 2 % sur l'horizon de projection.

Nous estimons que les progrès en termes de reprise économique et vers notre objectif d'inflation à moyen terme autorisent une réduction graduelle du rythme de nos achats d'actifs au cours des trimestres à venir. Mais le soutien monétaire reste nécessaire en vue de la stabilisation de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. Compte tenu des incertitudes actuelles, nous devons conserver la flexibilité et n'écarter aucune option dans la conduite de la politique monétaire. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a adopté les décisions suivantes.

Premièrement, au premier trimestre 2022, nous devrions ralentir le rythme des achats nets d'actifs au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) par rapport au trimestre qui s'achève. Nous interrompons les achats nets d'actifs au titre du PEPP fin mars 2022.

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de prolonger l'horizon de réinvestissement associé au PEPP. Il entend désormais réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2024. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

Troisièmement, la pandémie a montré que, en période de tensions, la flexibilité quant aux modalités et à la conduite des achats d'actifs a contribué à remédier à l'altération de la transmission de notre politique monétaire et a renforcé l'efficacité des efforts que nous déployons pour atteindre notre objectif. Dans le cadre de notre mandat, en période de tensions, la flexibilité demeurera un élément de la politique monétaire chaque fois que des menaces sur sa transmission compromettent la réalisation de la stabilité des prix. En particulier en cas de nouvelle fragmentation des marchés due à la pandémie, les réinvestissements au titre du PEPP pourront à tout moment être ajustés de façon souple dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions. Cela pourrait comprendre l'achat d'obligations émises par la République hellénique au-delà des montants

Quatrièmement, dans l'optique d'une diminution progressive des achats d'actifs et afin que l'orientation de la politique monétaire continue d'aller dans le sens d'une stabilisation de l'inflation au niveau de notre objectif à moyen terme, nous avons décidé que le rythme mensuel des achats nets en vertu du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) serait de 40 milliards d'euros au deuxième trimestre 2022 et de 30 milliards au troisième trimestre. À compter d'octobre 2022, nous continuerons d'effectuer des achats nets d'actifs en vertu du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros pendant aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de nos taux d'intérêt directeurs. Nous prévoyons de mettre fin aux achats mensuels peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Nous avons également confirmé le niveau des taux d'intérêt directeurs de la BCE et nos indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*), ce qui est crucial pour conserver le degré adéquat de soutien permettant de stabiliser l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme.

Nous continuerons de surveiller les conditions de financement bancaire et de faire en sorte que l'arrivée à échéance des opérations TLTRO III (opérations ciblées de refinancement à plus long terme) n'entrave pas la transmission harmonieuse de notre politique monétaire. Nous évaluerons en outre régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées à notre orientation de politique monétaire. Comme annoncé, nous nous attendons à ce que les conditions particulières applicables dans le cadre des opérations TLTRO III prennent fin en juin 2022. Nous allons également évaluer le caractère approprié du calibrage de notre système à deux paliers pour la rémunération des réserves, afin que la politique de taux d'intérêt négatifs ne limite pas la capacité d'intermédiation des banques dans un environnement d'excédents de liquidité abondants. (...) ».

Également le jeudi 16, réunion du Conseil européen, suivi comme d'habitude de celle de l'Eurogroupe : « lors du sommet de la zone euro, nous avons fait le point sur la situation économique en Europe, les avancées de l'Union bancaire et de l'Union des marchés de capitaux, discussions qui ont permis là aussi d'avoir un premier échange sous ce format sur la gouvernance économique, l'avancée des différents travaux sur ce volet et évidemment, le contexte financier et macroéconomique qui a été décrit par la présidente de la Banque centrale européenne et le président de l'Eurogroupe » (Conférence de presse d'E. Macron).

Ce même jeudi 16, IHS Markit publie les indices suivants :

Pour la zone euro et l'activité globale, l'indice se replie de 55,4 en novembre à 53,4 pour décembre.

Pour la France, il passe de 56,1 à 55,6.

Pour la zone euro, le commentaire de Chris Williamson est le suivant :

« La hausse du taux d'incidence du Covid-19 a entraîné un affaiblissement de la croissance en décembre, notamment dans le secteur des services, portant un nouveau coup à l'économie de zone euro. L'année se termine ainsi sur une note décevante, l'expansion ayant ralenti dans l'ensemble de la région, et de façon particulièrement sévère en Allemagne, où l'économie a stagné après dix-sept mois consécutifs de croissance.

L'évolution de la conjoncture a toutefois été plus favorable dans le secteur manufacturier, les tensions sur les chaînes d'approvisionnement ayant montré des signes d'atténuation, favorisant ainsi une reprise de l'activité. Dans l'industrie automobile notamment, la production a augmenté pour la première fois depuis août.

L'allègement des tensions d'approvisionnement s'est accompagné d'une atténuation des pressions inflationnistes en décembre, le taux d'inflation global ayant néanmoins affiché son deuxième plus haut niveau historique. Si la hausse des prix pourrait bientôt plafonner, son taux reste, pour l'heure, très élevé.

Le variant Omicron risque en outre de peser sur la croissance de la zone euro au cours des prochains mois, et toute perturbation des chaînes d'approvisionnement inhérente à une nouvelle vague épidémique pourrait faire repartir à la hausse les tensions inflationnistes dans la région. »

Pour la France, le commentaire de Joe Hayes est le suivant :

« Si, selon l'estimation flash des dernières données PMI, l'année 2021 s'est achevée sur une nouvelle croissance mensuelle marquée de l'économie française, l'indice titre composite masque toutefois une situation plus complexe, les performances du secteur manufacturier et celles du secteur des services continuant en effet de diverger fortement.

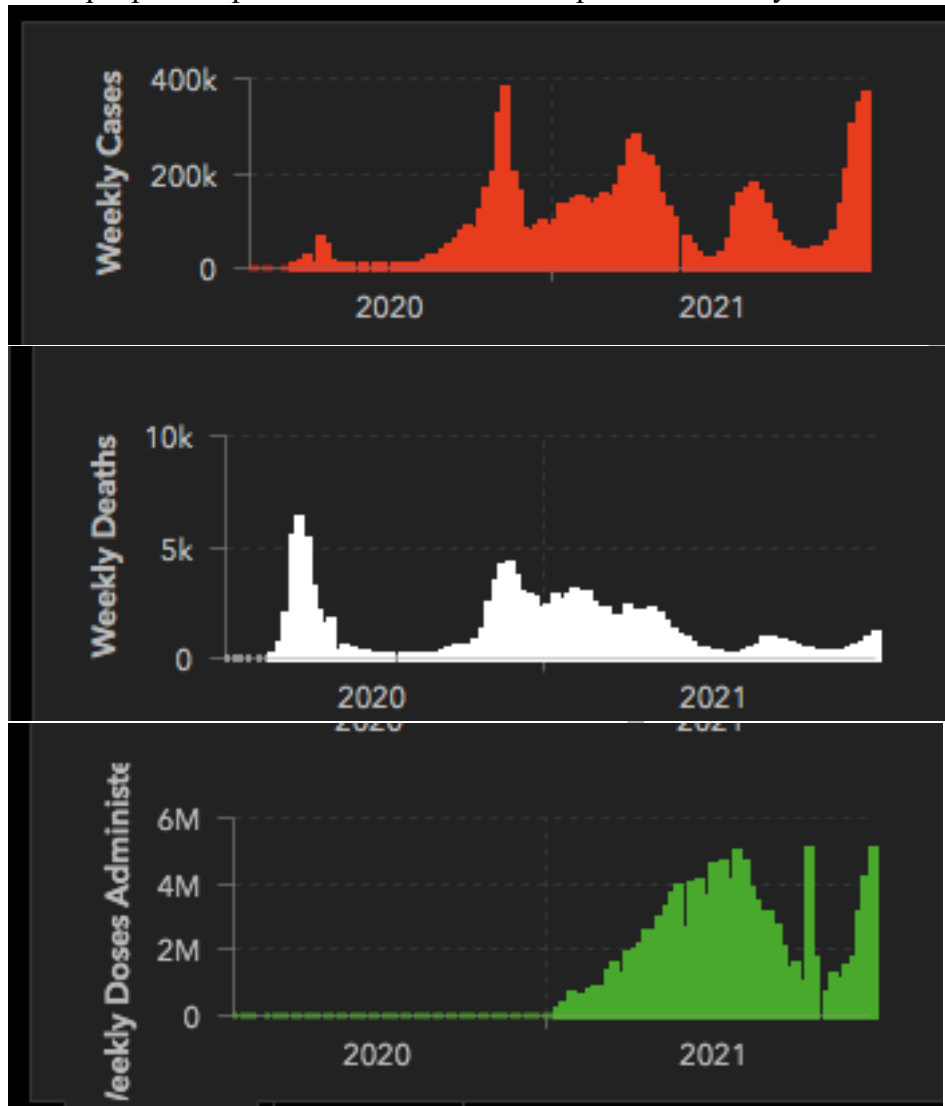
À l'heure actuelle, la croissance économique française s'appuie exclusivement sur la bonne tenue du secteur des services. La production manufacturière a en effet reculé pour la deuxième fois en trois mois en décembre, la faiblesse de la demande en biens manufacturés, les ruptures d'approvisionnement et leur impact sur les rythmes de production ayant fortement pesé sur l'activité des fabricants. Parallèlement, si l'activité a continué d'augmenter dans le secteur des services, la croissance a ralenti par rapport à novembre, certaines entreprises ayant mentionné les répercussions sur la demande de la dernière vague de contaminations de Covid-19 touchant actuellement le territoire français. Depuis le milieu de l'année 2021, la reprise du secteur touristique a contribué à soutenir la croissance du secteur des services ; or l'émergence du variant Omicron a fait chuter les nouvelles affaires en provenance de l'étranger au cours du mois.

Les risques pesant sur la conjoncture économique se sont nettement intensifiés depuis novembre et une nouvelle vague de cas de Covid-19 pourrait entraver la croissance du secteur des services. Si les dirigeants français se sont pour l'heure montrés réticents à introduire des mesures sanitaires aussi contraignantes que celles observées dans d'autres pays européens, le variant Omicron pourrait toutefois altérer le comportement des entreprises et des consommateurs, et compromettre ainsi la reprise économique. »

Le jeudi 23, Emmanuel Macron et Mario Draghi font paraître dans le Financial Times une tribune pour proposer une nouvelle stratégie de croissance en adoptant des règles budgétaires « plus adaptées ». Selon eux, les États membres devraient « disposer d'une plus grande marge de manœuvre et pouvoir réaliser des dépenses clés nécessaires à notre avenir et notre souveraineté. Pour ce faire, ils expliquent que « de la même façon que ces règles [budgétaires] n'ont pas bridé notre réponse à la pandémie, elles ne doivent désormais pas nous empêcher de réaliser tous les investissements nécessaires ». C'est pourquoi ils proposent que soit d'abord ouvert un débat sur les objectifs macroéconomiques et le montant des investissements nécessaires avant d'aborder la question du nouveau cadre budgétaire. Notons que le nouveau chancelier Olaf Scholz a été informé du contenu de cette tribune mais n'a pas souhaité la cosigner..., même si lors de sa première visite à Paris le vendredi 10 s'est conclue sur une « convergence de vues solide ». Pour le texte entier, voir <https://www.elysee.fr/emmanuel-macron/2021/12/23/strategie-macroeconomique-et-budgetaire-union-europeenne>

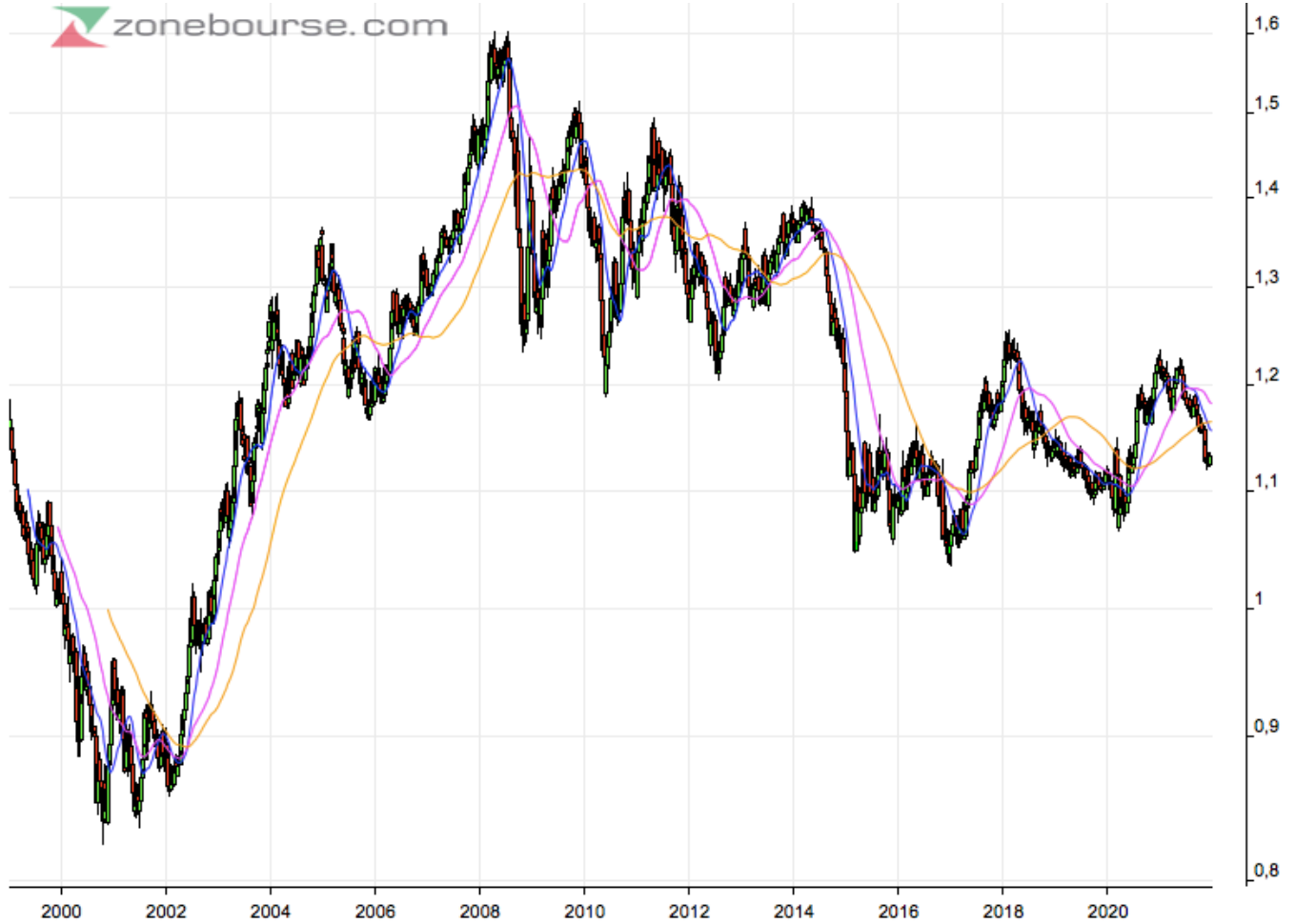
En ce mois de décembre, sur le plan sanitaire, les craintes sont très fortes d'une cinquième vague et d'un début d'année 2022 particulièrement difficile à cause de la diffusion extraordinaire du variant Omicron.

Voici trois schémas que produit pour la France la Johns Hopkins University of Medicine :



Voici un graphique qui dresse un panorama de l'évolution du taux de change de l'euro contre dollar :

L'EURO



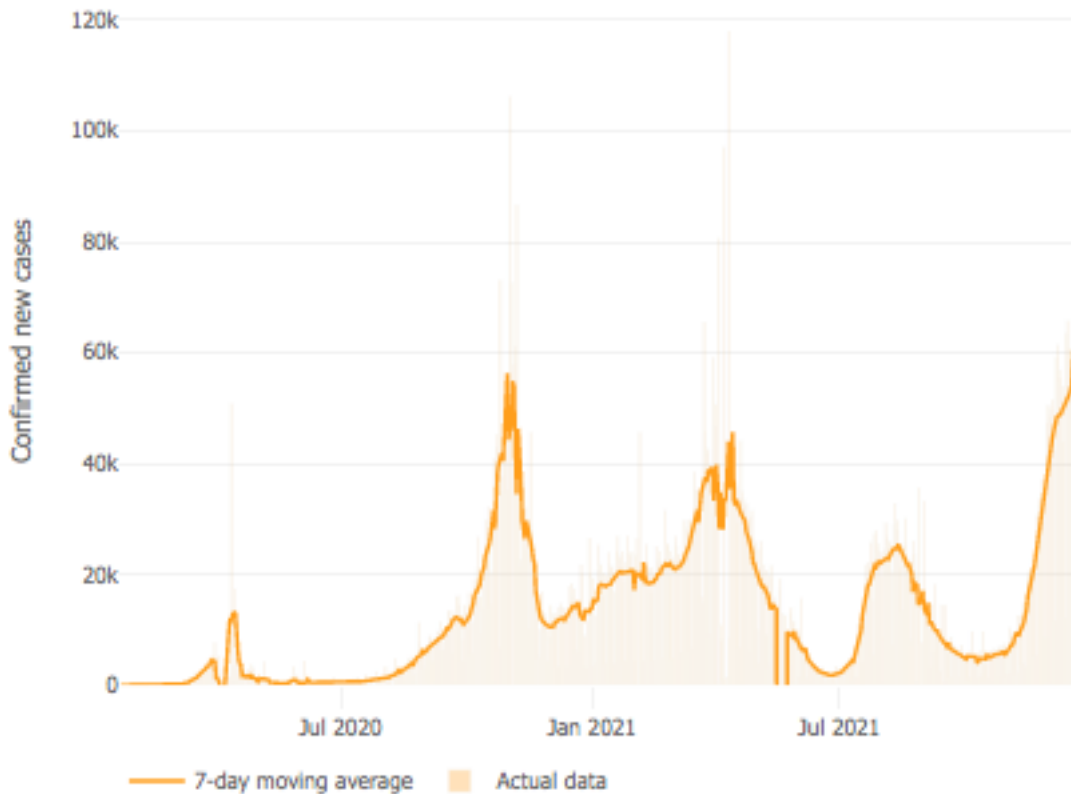
www.christia

LA FRANCE

Nouveaux cas confirmés chaque jour (moyenne sur 7 jours)

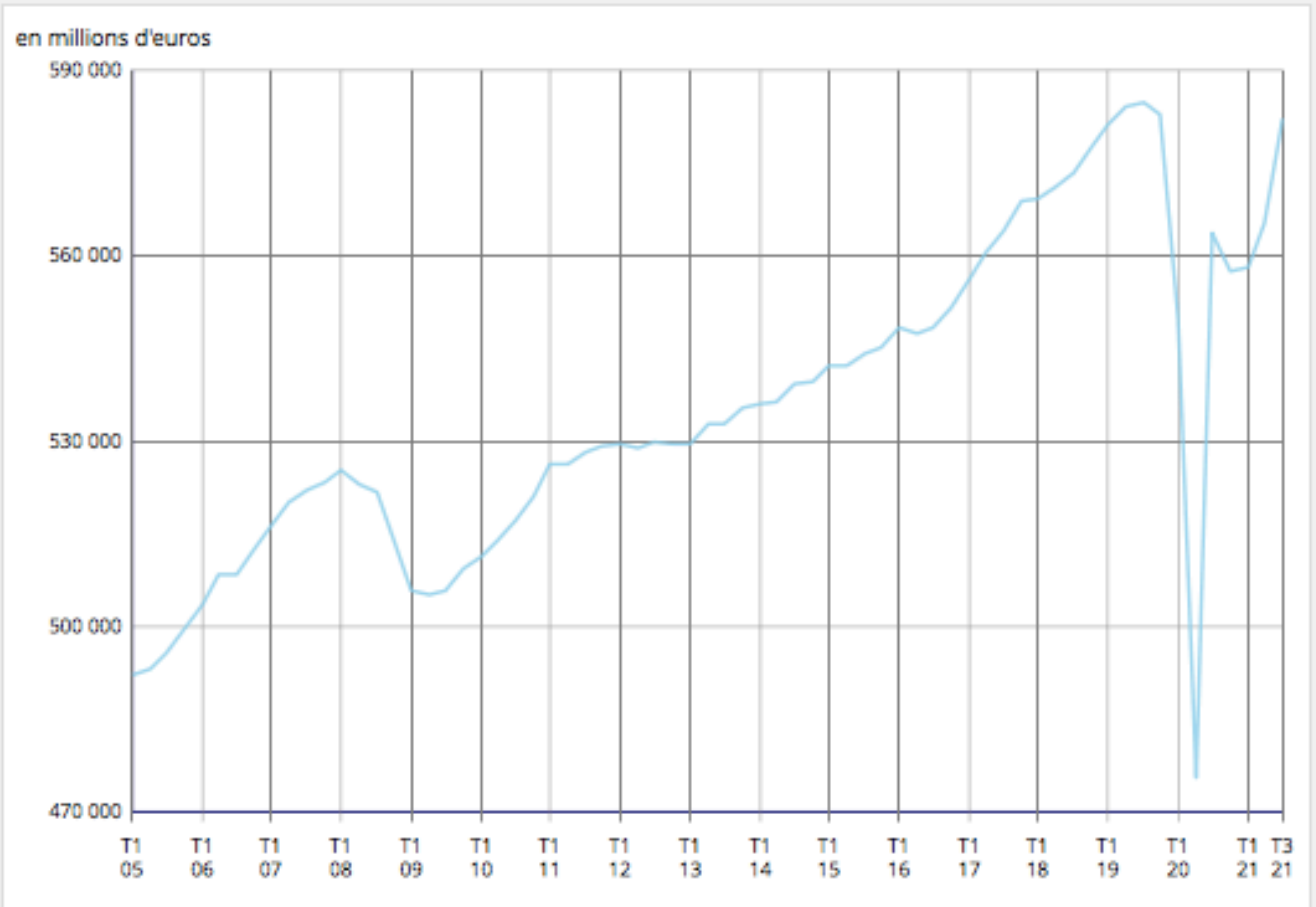
▲ EN HAUT

Le premier cas de COVID-19 en France a été signalé il y a 701 jours le 24/01/2020 . Depuis lors, le pays a signalé 9 192 843 cas et 123 531 décès.



L'INSEE et Eurostat fournissent les statistiques suivantes :

Produit intérieur brut - Volume aux prix de l'année précédente chaînés - Série CVS-CJO



Source : Insee

WWW.CHIA

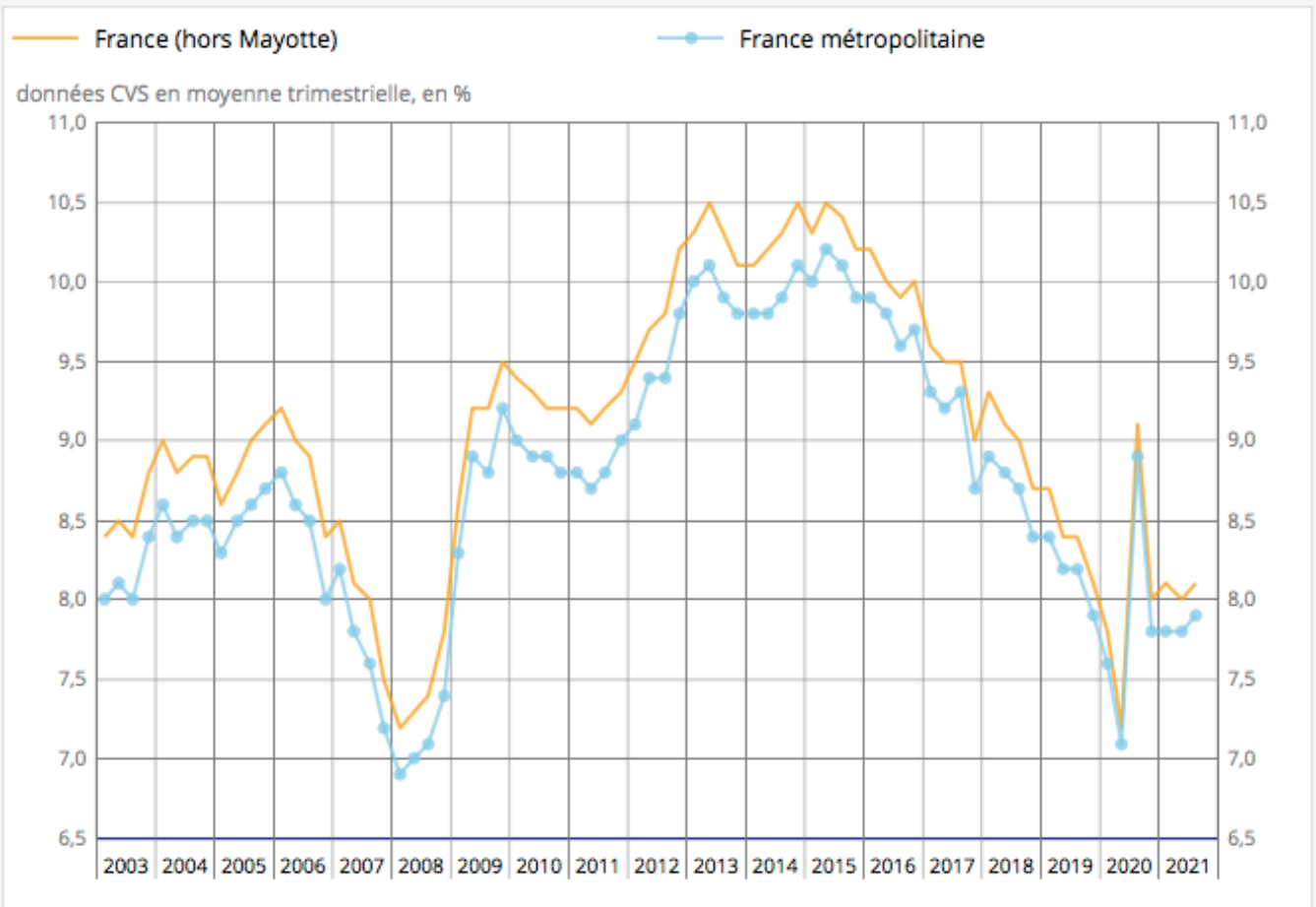
Production, consommation et FBCF : principales composantes

variations en %, données CVS-CJO

	2020T4	2021T1	2021T2	2021T3	2020	2021 (acquis)
Production branche	-0,4	0,3	1,6	2,6	-8,5	6,9
Biens	2,1	0,4	0,3	-0,3	-10,8	5,7
<i>Ind. manufacturière</i>	2,3	0,7	-0,1	-0,6	-13,0	6,3
Construction	-0,4	1,0	3,2	-1,0	-13,0	12,8
Services marchands	-1,6	0,1	2,5	4,7	-8,2	6,9
Services non marchands	-0,4	0,2	0,0	1,5	-3,4	6,1
Consommation des ménages	-5,4	-0,1	1,3	5,0	-7,2	4,4
Alimentaire	0,8	0,5	-1,8	-3,2	3,0	-2,9
Énergie	-3,1	3,1	1,4	2,1	-7,3	7,1
Biens fabriqués	-8,1	0,2	-4,6	6,3	-8,4	6,2
Services	-7,3	-1,0	4,6	9,1	-11,1	6,1
FBCF	2,3	0,4	2,5	-0,1	-8,9	11,5
Produits manufacturés	-1,6	0,4	0,7	-2,0	-11,1	9,1
Construction	-0,3	1,1	3,3	-0,6	-14,2	14,6
Services marchands	7,7	-0,3	2,7	1,6	-1,3	9,7

Source : Insee

Taux de chômage au sens du BIT



Estimation à +/- 0,3 point près du niveau du taux de chômage et de son évolution d'un trimestre à l'autre.

Champ : personnes de 15 ans ou plus, vivant en logement ordinaire

Source : Insee, enquête Emploi

www.chi.fr

L'EURO

Coûts horaires de la main-d'œuvre, en termes nominaux

Variation en % par rapport au même trimestre de l'année précédente, corrigée des effets de calendrier

	Ensemble de l'économie (NACE Rév. 2 sections B à S)														
	T3 2020			T4 2020			T1 2021			T2 2021			T3 2021		
	TOT	SAL	AUT	TOT	SAL	AUT	TOT	SAL	AUT	TOT	SAL	AUT	TOT	SAL	AUT
Zone euro	1,6	2,3	-0,4	2,9	3,6	0,6	1,5	2,3	-1,1	-0,1	-0,5	1,2	2,5	2,3	3,0
UE	1,8	2,4	-0,1	3,2	3,8	1,0	1,7	2,6	-1,1	0,5	0,0	2,3	2,9	2,8	3,3
Belgique	1,4	1,4	1,4	1,1	1,1	1,2	0,9	0,9	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
Bulgarie	3,4	3,3	3,9	9,7	9,7	9,9	4,9	5,5	2,1	6,7	7,2	4,3	13,8	14,1	12,3
Tchéquie	4,7	5,5	2,5	8,4	10,7	1,8	3,0	7,7	-9,5	3,4	2,5	6,7	8,0	6,1	12,8
Danemark	1,7	1,7	2,1	1,8	1,6	2,9	1,5	2,6	-5,1	3,3	0,7	24,1	4,2	3,5	7,2
Allemagne	1,5	1,6	0,8	3,1	2,9	3,9	1,5	2,3	-1,0	0,2	0,2	0,2	2,6	2,5	3,0
Estonie	1,3	1,2	1,9	1,2	1,1	1,5	5,0	5,2	4,7	5,1	4,3	7,7	8,0	8,1	7,6
Irlande	-2,8	2,2	-39,4	-4,3	3,8	-60,9	-1,1	5,8	-49,5	5,2	3,3	48,4	3,9	4,0	1,8
Grèce	1,4	2,2	-1,2	3,4	4,6	-0,2	5,8	6,5	3,6	1,7	2,1	0,5	-4,6	-3,2	-9,0
Espagne	2,6	2,7	2,2	3,5	2,7	5,9	1,7	1,0	3,4	-3,7	-2,2	-7,8	1,1	1,0	1,3
France	1,9	2,7	-0,2	2,3	3,3	0,0	2,3	3,0	0,8	0,0	-0,2	0,6	1,7	1,9	1,1
Croatie	-0,6	0,3	-5,9	-1,1	-0,2	-6,5	2,3	2,3	2,0	1,3	1,3	1,1	4,3	4,4	4,0
Italie	1,4	1,4	1,5	1,6	2,4	-0,2	0,3	0,8	-1,0	-3,9	-3,5	-4,9	2,4	2,8	1,2
Chypre	-2,0	0,5	-13,5	3,7	2,8	8,1	-1,2	-1,9	1,8	17,1	19,1	7,7	7,2	3,8	25,1
Lettonie	4,6	4,2	6,0	7,1	7,5	5,6	4,0	5,2	-0,4	5,0	5,9	1,9	4,6	4,8	3,5
Lituanie	4,9	8,8	-67,3	4,6	10,7	-107,6	12,0	13,2	-12,8	6,3	7,1	-13,1	15,2	12,6	167,5
Luxembourg	2,3	2,1	3,7	0,8	0,7	0,8	2,1	2,0	3,5	-0,7	0,0	-6,7	2,1	2,2	1,6
Hongrie	5,5	6,4	0,7	8,3	9,4	2,0	5,5	8,2	-8,7	2,2	4,4	-9,5	10,0	10,9	4,9
Malte	0,4	8,3	-89,2	-3,7	4,4	-95,7	-0,8	3,7	-78,2	4,4	0,0	-126,3	6,1	3,5	158,4
Pays-Bas	0,7	4,3	-11,6	2,8	8,2	-17,3	-0,4	2,9	-12,5	4,5	-1,4	39,9	4,2	1,6	14,7
Autriche	0,7	0,6	1,1	10,2	10,2	10,4	-2,9	-2,6	-4,0	-1,7	-2,6	1,1	5,3	5,0	6,2
Pologne	4,8	4,9	4,7	7,5	7,5	7,4	5,8	5,8	5,7	7,9	7,9	7,9	9,3	9,3	9,4
Portugal	5,8	6,1	4,6	6,8	6,7	7,4	7,1	7,8	4,5	-3,6	-5,5	4,9	3,9	3,5	5,4
Roumanie	6,4	6,0	14,0	8,8	8,4	17,8	5,7	5,7	5,1	4,0	4,0	3,4	6,4	6,4	7,0
Slovénie	1,8	2,0	1,1	3,7	3,6	4,5	11,1	10,4	15,0	3,6	1,0	21,5	6,0	5,9	6,9
Slovaquie	6,1	7,7	1,7	8,5	10,7	1,9	3,2	7,2	-8,0	1,0	0,7	3,0	6,7	6,2	7,9
Finlande	1,2	2,6	-5,2	-0,5	0,8	-6,6	3,0	3,1	2,8	3,0	2,3	6,5	3,8	2,7	9,5
Suède	1,7	2,0	1,1	3,2	3,1	3,2	1,8	2,8	-0,3	6,6	2,7	16,3	1,7	2,4	0,3
Norvège	2,3	2,3	2,1	1,9	1,9	1,7	2,5	2,6	2,1	2,9	3,0	2,6	2,9	3,0	2,5
Islande	4,9	5,0	4,6	5,7	5,8	5,4	9,7	9,9	8,7	7,6	7,9	6,7	6,3	6,6	5,1

Les données sur les coûts de la main-d'œuvre sont sujettes à des révisions, en particulier pour les derniers trimestres, lorsque de nouvelles données sources sont disponibles.

: non disponible

TOT = coûts totaux de la main-d'œuvre

SAL = salaires et traitements

AUT = coûts non salariaux

Données sources: lc_lci_r2_q

ec.europa.eu/eurostat

TABLE DES MATIÈRES

Volume 1/3

§1) Les années 50 et 60 de l'Europe à six	2
§2) Les années 70 de l'Europe à 9	14
§3) Les années 80 de l'Europe à 12	18
§4) Les années 90 de l'Europe à 15	21
§5) De 2000 à mi-2007 : l'Europe à 25 puis à 27 et la mise en place de l'euro.	35
§6) À partir de mi-2007 : la crise des subprimes et les doutes sur la zone euro.	45
• janvier 2008 ->	49
• janvier 2009 ->	76
• Janvier 2010 ->	108
• Janvier 2011 ->	144
• Janvier 2012 ->	188
annexe sur la situation de la zone euro fin 2012	235
• Janvier 2013 (l'UE aura un 28 ^{ÈME} membre le 1 ^{er} juillet) ->	250
annexe sur les finances publiques	271
• Janvier 2014 ->	276
• Janvier 2015 ->	316
• Janvier 2016->	365
• Janvier 2017->	401
• Janvier 2018 ->	518
Reflexion personnelle sur l'effondrement de la social-démocratie.....	555
On est actuellement, selon moi, en présence de trois paris pour sauver l'Euro.	573
La crise des « gilets jaunes »	630
• Janvier 2019 ->	642
§7) Entre 2020 et 2022 : la crise du Covid19 et l'ébranlement de la zone euro	733
• Janvier 2020 ->	733
• Janvier 2021 ->	1070
TABLE DES MATIÈRES.....	1214
Volume 1/3.....	1214