

Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe

N° 22

Été 2010

Université de Strasbourg : Faculté des sciences économiques et de gestion et Institut des Hautes études Européennes.

Editorial : Non au Consensus de Bruxelles de Michel Dévoluy

Le "Consensus de Washington" est connu depuis le milieu des années 1980. Il sert à qualifier les politiques, largement inspirées par le FMI, qui font surtout peser sur les plus faibles le poids du redressement des finances publiques des Etats en difficulté. Désormais, il faudra plutôt parler de son av-

Sommaire

L'impossible coordination des stratégies de croissance en Europe : une affaire d'hétérogénéité institutionnelle

Jean-Paul Pollin

L'UEM face aux déficits publics de ses membres

Gilbert Koenig

La gestion allemande de la crise grecque

Eric Rugraff

Le fédéralisme budgétaire et la dépréciation de l'euro, des facteurs de sortie de la crise dans la zone euro ?

Jamel Trabelsi

De l'examen des réformes financières au plaidoyer pour une finance-casino

Michel Dévoluy

Implications de l'imperfection des marchés financiers pour la politique monétaire

Meixing Dai

Sabine Saurugger, "Théories et concepts de l'intégration européenne", Presses de Science-Po, 2009

Eric Maulin

tar : le "Consensus de Bruxelles". L'Europe est en effet aux avant-postes dans la lutte pour la rigueur budgétaire. Cette posture de défiance absolue envers les déficits publics est affirmée par la Commission. On la retrouve également dans la volonté exprimée par l'Eurogroupe de durcir la surveillance multilatérale des budgets nationaux. La crise déclenchée par les *subprimes* a conduit les autorités européennes à réaffirmer les périls des déficits et des dettes publiques. La montée des risques liés aux dettes souveraines a naturellement amplifié les débats. En réalité, on reste ici en droite ligne avec l'orthodoxie libérale qui sous-tend la construction économique et monétaire de l'Europe depuis la mise en place du marché unique et, plus encore, avec la création de l'euro. Cette conception est incarnée dans les chiffres magiques imposés aux finances publiques par le Pacte de stabilité et de croissance. La crise a nécessité des fonds publics pour le sauvetage des banques et, ensuite, pour le lancement

de plans de relance. De plus, la chute de l'activité réduit mécaniquement les recettes fiscales, tandis que les dépenses sociales augmentent. Il était

donc inéluctable d'enregistrer une hausse massive des déficits publics. Se précipiter, comme le réclame le Consensus de Bruxelles, dans le redressement comptable des finances publiques revient à opter délibérément pour des politiques de nature déflationniste. On sait qu'elles freineront la reprise et la création d'emplois, ce qui n'est pas sans conséquence sur l'équilibre social et politique. Les stratégies de redressement brutal des comptes publics reposent sur l'idée que les déficits résulteraient, avant tout, de l'incapacité structurelle des Etats à maîtriser leurs dépenses. Ces analyses occultent les racines profondes de l'explosion récente des déficits et des dettes qui sont les dysfonctionnements des marchés financiers et la cupidité de certains acteurs. Le renversement de la responsabilité est ici magistral : les difficultés des finances publiques ne résultent pas des dérèglements du système d'économie de marché « libre et non faussée » mais du poids excessif des Etats qui ne savent pas tenir les cordons de la bourse. Cette approche permet de relégitimer les stratégies libérales. Elle décrédibilise l'interventionnisme et justifie la nécessité de réduire le poids des services publics. Ainsi, l'Etat redevient le problème. Il n'est plus la solution.

Pourtant, les premières réactions de beaucoup de dirigeants politiques face à la crise ont pu donner l'impression que la vision dominante du fonctionnement de l'économie allait évoluer. Le capitalisme serait refondé. L'Etat interventionniste, attentif au bien être collectif comme à l'épanouissement des individus, serait réhabilité et reconnu comme le moteur d'une croissance durable et équitable. Mais les programmes concrets vont dans le sens inverse. Les lourds engagements financiers des puissances publiques servent de prétexte à la poursuite des politiques de tonalité libérale. Au final, les citoyens économiquement les plus fragiles sont doublement pénalisés : ils payent la crise et le traitement de la crise. C'est l'injuste retour des choses.

Alors, que faire ? D'abord, inlassablement rappeler que critiquer le Consensus de Bruxelles et, plus généralement, remettre en cause l'architecture trop libérale de l'union économique et monétaire n'est pas une marque de défiance envers la construction européenne. Ensuite, dire, et redire, que nous avons besoin d'une Europe exemplaire de paix et de solidarité. D'une Europe qui régule l'économie dans l'intérêt collectif. On connaît la direction à prendre. Seule la création d'un véritable pouvoir politique et démocratique européen *au dessus* des Etats membres sera capable de subvertir le Consensus de Bruxelles et de piloter l'économie européenne. Il faut sans cesse y méditer, surtout lorsqu'on sait que la géopolitique mondiale s'organisera autour de quelques grands espaces régionaux.

L'impossible coordination des stratégies de croissance en Europe : une affaire d'hétérogénéité institutionnelle

Jean-Paul Pollin *

Pour répondre à la crise et à ses prolongements, les pays de la zone euro semblent admettre qu'il faut approfondir la coordination des politiques économiques dans l'Union Monétaire. Mais les conceptions de cette coordination restent très différentes d'un pays à l'autre et notamment entre l'Allemagne et la France. Nous pensons que l'origine de ces oppositions se situe dans l'hétérogénéité institutionnelle des économies concernées, particulièrement dans celle de leurs systèmes de financement et de gouvernance des firmes.

On s'entend généralement pour considérer qu'au-delà des dysfonctionnements financiers, la crise présente a notamment pour origine des déséquilibres dans la répartition des revenus ainsi que dans les échanges commerciaux et financiers internationaux. Le retour sur un sentier de croissance équilibrée implique donc la réduction de ces déséquilibres de façon concertée entre les économies dominantes.

Cette concertation semble pourtant bien problématique. Alors que la nécessité de coordonner les politiques économiques nationales est une proposition théoriquement bien fondée, elle reste très mal appliquée, en dépit de toutes les instances qui sont censées y contribuer. De fait, la liste est longue des conditions qui y font obstacle : appréciation des interdépendances entre politiques nationales, construction d'indicateurs de surveillance des accords conclus, mise en place de compensations pour les Etats qui perdent à la coopération... L'insuffisance, pour ne pas dire l'échec, des velléités de coordination n'est donc pas qu'une affaire d'égoïsmes nationaux.

En Europe, ou du moins dans la zone euro, l'impératif de coordination est renforcé par les contraintes de la monnaie unique. Car la soumission à une même politique de taux d'intérêt et de taux de change crée des interdépendances supplémentaires qui doivent être gérées en commun. Pourtant, les projets de coordination affichés n'ont jusqu'ici débouché sur rien de significatif. L'échec total de l'agenda de Lisbonne en constitue une parfaite illustration. De même

que les bavardages au sein de l'Eurogroupe, qui n'ont jamais eu la moindre portée et qui n'ont même pas servi à assouplir l'indépendance clairement excessive de la Banque Centrale Européenne.

Non seulement les stratégies et les politiques économiques divergent entre les pays, mais, de plus, l'incompréhension est totale entre les positions des uns et des autres. L'Allemagne par exemple, se focalise sur le respect des équilibres budgétaires et de l'indépendance de la BCE, gage d'une politique monétaire rigoureuse (pour ne pas dire rigide). Alors que d'autres pays, la France en particulier, ont une conception plus large de la coordination et font remarquer que l'équilibre extérieur, donc la compétitivité des économies, est un objectif au moins aussi important que celui des finances publiques. En ce sens, ils reprochent à l'Allemagne sa politique de désinflation compétitive jugée non coopérative.

S'il s'agissait de simples divergences dans les préférences nationales, le problème ne serait pas bien grave. Parce que le temps et les compromis devraient finir par rapprocher ces choix dissemblables. Mais l'expérience de ces dix dernières années ne semble pas plaider en ce sens. Ce qui laisse penser que les différences de trajectoires et de conceptions ont en réalité des origines plus profondes ; elles résultent d'hétérogénéités structurelles dans le fonctionnement des économies concernées. En d'autres termes, les modèles économiques et sociaux des différents pays ne conduisent pas aux mêmes stratégies de croissance ou aux mêmes types de

* Professeur à l'Université d'Orléans, LEO

régulations macroéconomiques. En nous concentrant sur l'Allemagne et la France nous caractérisons d'abord ces modèles avant de montrer pourquoi ils conduisent à des orientations dissemblables sur le court et le long terme.

I – L'hétérogénéité des systèmes de financement et de gouvernance : l'exemple France-Allemagne

Même s'il ne représente pas la totalité de l'architecture institutionnelle d'une économie, le système de financement et de gouvernance en constitue le centre nerveux. Parce qu'il définit le partage des droits de propriété, c'est-à-dire le pouvoir de contrôle sur les décisions de l'entreprise et la répartition du surplus créé, il conditionne la dynamique de l'économie. De même qu'il contraint les autres dimensions de la configuration institutionnelle.

De ce point de vue, l'Allemagne et la France diffèrent. Si l'on a parfois tendance à les regrouper en évoquant un modèle d'Europe Continentale, il reste que leurs systèmes de financement et de gouvernance ont toujours eu des particularités bien marquées. Leur histoire est différente et leurs évolutions au cours de ces 20 ou 30 dernières années ont eu tendance à les éloigner un peu plus, alors même qu'ils ont eu à faire face à des défis communs : la globalisation financière, la montée du pouvoir actionnarial...

1 – La très grande majorité des travaux consacrés aux transformations du système allemand de financement et de gouvernance considère qu'il est parvenu à s'adapter au choc de la globalisation en préservant ses caractéristiques essentielles¹. Le capitalisme rhénan constitue toujours l'exemple d'une « économie coordonnée » au sens de Hall et Soskice, reposant sur une forte concentration du capital, un financement largement intermédié et engagements de long terme entre l'entreprise et ses « parties prenantes » (ses salariés et ses fournisseurs autant que ses apporteurs de capitaux)².

Pourtant, ce modèle a du subir des transformations potentiellement

déstabilisantes, dont l'objectif était de rendre plus souple l'allocation du capital en accroissant la place des marchés financiers. Entre autres :

- les banques ont été incitées fiscalement à se désengager du capital des entreprises. Ce retrait avait pour but de réduire l'imbrication trop étroite entre le système bancaire et les grandes entreprises. Plus généralement, il devait réduire la concentration du capital puisque cette disposition, également applicable aux entreprises non financières, était censée réduire les participations croisées.
- d'autre part, afin d'éviter la marginalisation de la place de Francfort, les pouvoirs publics, en liaison avec les autorités de marché, ont légiféré pour améliorer la transparence de l'information et mieux protéger les actionnaires minoritaires.
- enfin, diverses mesures ont été prises pour faciliter l'accès aux marchés financiers, moderniser le système de transactions et élargir la gamme des produits traités.

Ces diverses initiatives ont eu pour conséquence de distendre les rapports entre les entreprises et les banques. Du fait de la réduction des participations industrielles que celles-ci détenaient. Mais aussi parce que l'intensification de la concurrence entre institutions financières a affaibli les relations de proximité qui existaient entre les systèmes productif et financier. Comme dans le même temps les participations croisées ont été partiellement éliminées, la concentration du capital s'en est trouvée sensiblement diminuée. De sorte que les grandes entreprises, ou du moins certaines d'entre elles, ont perdu la protection dont elles disposaient face aux exigences des investisseurs court termistes.

Il reste que les entreprises allemandes sont restées très dépendantes des financements bancaires. Même si l'on note un accroissement du recours aux marchés financiers, la capitalisation boursière reste très en retrait (en pourcentage du PIB) par rapport au niveau observé dans les autres pays développés. D'autre part, en dépit d'un infléchissement de l'épargne vers les investisseurs boursiers, les placements des ménages allemands restent largement constitués de liquidités. Quant aux entrées de capitaux extérieurs elles sont restées modestes : 20 % seulement de la capitalisation boursière est détenue par des étrangers. De plus, il semble que les prises de participation aient été faites dans un objectif

¹ Cf. en particulier VITOLS [2005], « Changes in Germany's Bank-based Financial System : Implication for Corporate Governance », *Corporate Governance : an International Review*, pp. 386-396 et GOERGEN, MANJON et RENNEBOOG [2008], « Recent Developments in German Corporate Governance », *International Review of Law and Economics*, pp. 175-193.

² HALL et SOSKICE (ed) [2001], « Varieties of Capitalism : the Institutional Foundations of Comparative Advantage », Oxford University Press.

de diversification sans chercher à intervenir dans la gestion des entreprises.

Si l'on s'en tient à ces observations, le système financier allemand ne paraît pas avoir connu de véritable bouleversement et n'a pas basculé vers un système dominé par les marchés. De ce fait le modèle de gouvernance des entreprises a lui aussi préservé ses particularités, c'est-à-dire la prise en compte des intérêts des diverses parties prenantes, le souci du long terme... Même s'il a subi ou développé des stratégies de contournement (délocalisations, recours à la flexibilité des PME) le modèle a gardé sa cohérence globale. Au bout du compte, le compromis capital-travail a été sauvegardé et le principe de cogestion a résisté aux discours prêchant la supériorité du « modèle de shareholders ».

2 – Le système français de financement et de gouvernance n'a jamais eu la cohérence de son homologue allemand. La référence à l'intérêt général de l'entreprise n'a jamais trouvé de traduction dans les instances de décision ou de contrôle des entreprises : la conception des relations entre capital et travail s'opposait à l'idée de cogestion. D'autre part, les relations entre banques et entreprises n'ont jamais été aussi étroites en France que ce qu'elles étaient en Allemagne. Par contre, l'Etat a joué, en France, un rôle essentiel de coordination par sa politique industrielle, ses politiques sociales, et sa forte implication dans le financement de l'économie. Curieusement, c'est d'ailleurs l'Etat qui a été à l'origine de la libéralisation du système financier, au milieu des années 80, pour des raisons aussi diverses que mal raisonnées. La France a donc entrepris une « modernisation » de ses intermédiaires et marchés financiers avant l'Allemagne et avant la montée en puissance de la globalisation, même si celle-ci a naturellement accru l'empreinte de la finance anglo-saxonne.

On sait que ces impulsions se sont traduites par une vive progression de la finance de marché : entre le début des années 90 et la veille de la crise financière, la capitalisation boursière rapportée au PIB a plus que doublé. En 2006 ce ratio ressortait à 80 %, soit le double du ratio allemand. Parallèlement, les crédits accordés par les institutions financières aux entreprises ont peu augmenté de sorte que le taux d'intermédiation, au sens étroit, des financements d'entreprises a diminué de 20 % depuis le milieu des années 90. De ce point de vue le système financier

français est désormais plus proche du modèle anglo-saxon.

En revanche, la structure des placements financiers des agents non financiers n'a pas évolué dans les mêmes proportions. En particulier, la part des titres dans le patrimoine des ménages (et surtout des titres détenus en direct) reste limitée. Elle est même très faible si on la compare à celle des pays anglo-saxons. Ce qui s'explique naturellement par la forme du régime de retraite en dépit du rôle grandissant des placements en assurance-vie. C'est donc l'entrée des non résidents qui a permis de combler l'écart entre l'offre et la demande de financements de marché : les non résidents ont apporté 80 % des financements non intermédiés depuis la fin des années 90. La baisse des taux d'intermédiation, au sens strict ou au sens large, depuis lors, s'explique principalement par ce phénomène.

Ce mouvement est bien plus fort que celui observé en Allemagne. De plus, l'origine et la motivation des fonds paraissent différentes. Si l'on en juge par le montant des prises de participation des fonds d'investissement étrangers dans le capital des entreprises françaises, il ne semble pas que l'objectif de diversification soit ici prédominant. On a pu estimer que les prises de participation supérieures à 5 % du capital de la part des fonds étrangers sont deux fois plus élevées qu'en Allemagne³. L'entrée dans le capital a donc ici pour but d'intervenir, au moins à court terme, dans les décisions des firmes.

Cette différence pourrait être due à la moindre capacité de résistance du modèle français par rapport aux exigences du capital financier. Du fait de la faiblesse du contre-pouvoir salarial, notamment de la faible représentation des salariés dans les instances de décisions, les dirigeants de l'entreprise disposent d'une plus grande marge de manœuvre. Ainsi les fonds d'investissement ont pu nouer des alliances avec la direction et les actionnaires majoritaires pour imposer des réorganisations plus vite et plus facilement qu'en Allemagne. En d'autres termes, le « capital impatient » a pu établir en France mieux qu'en Allemagne, un rapport de force favorable lui permettant de faire prévaloir ses objectifs et son horizon de contrôle.

³ Cf. Goyer [2007], « Capital Hability, Variety of Institutional Investors and the Transforming Stability of Corporate Governance in France and Germany in HANCKE, RHODES et THATCHER (ed), « Beyond Varieties of Capitalism : Conflict, Contradictions and Complementarities in the European Economy », Oxford University Press.

II – Les conséquences : des stratégies de croissance et des politiques économiques inconciliables

Ce qui nous importe dans les différences que nous venons de décrire, ce sont les conséquences qu'elles ont sur les comportements macroéconomiques des deux systèmes. C'est le fait qu'elles débouchent sur des stratégies de croissance et des besoins de régulation dissemblables, parce que les équilibres de long et de court terme ne s'y forment pas de la même façon. Dans un cas, le système de financement et de gouvernance permet des solutions négociées sur un horizon long ; dans l'autre cas, les solutions résultent de jeux de marchés, qui s'expriment sur une plus courte durée.

1 – Le fait que l'on puisse nouer des engagements crédibles et durables entre les parties prenantes (salariés, fournisseurs ..) de l'entreprise a le grand mérite de rendre possibles de leur part des investissements spécifiques. En particulier, s'agissant des salariés, cela permet l'acquisition de compétences propres à la branche ou la firme dans laquelle ils travaillent. Ces investissements n'ont en effet de sens que si les salariés ont l'assurance d'une stabilité de l'emploi et plus encore d'une progression de carrière dans le secteur dans lequel les qualifications acquises peuvent être valorisées.

Cette gestion des ressources humaines favorise les gains de productivité et permet aussi une spécialisation sur les productions de plus grande qualité. C'est une double réponse aux pressions de la concurrence internationale puisque cela facilite, à la fois la maîtrise des coûts de production et l'entrée sur des créneaux sur lesquels la concurrence en prix est plus faible. Les performances du commerce extérieur allemand s'expliquent pour une bonne part en ces termes. L'avantage comparatif du pays s'est fondé sur des innovations incrémentales (plutôt que « radicales ») dans des secteurs de « moyenne/haute technologie » (automobile, biens d'équipement, chimie). L'Allemagne a ainsi valorisé les compétences spécifiques de ses salariés et la cohérence de ses relations inter-entreprises. Et c'est principalement en ces termes qu'elle a résolu, mieux que ses partenaires européens, son problème de compétitivité.

Cela ne signifie que pas que ce modèle soit le seul ou le meilleur possible. Ses limites tiennent à la rigidité dans la réallocation des

ressources. Un système plus souple, permettant une plus grande mobilité du capital et du travail entre secteurs est plus favorable aux innovations radicales qui peuvent aussi constituer un avantage comparatif important face à la concurrence internationale. Mais le fait est que l'on trouve peu d'exemples d'une telle stratégie dans l'expérience des pays européens, sauf peut être dans les pays du Nord de l'Europe. Car cela suppose, non seulement des investissements importants dans la formation générale et la recherche, mais aussi la mise en cohérence de la mobilité du travail avec celle du capital, et finalement une architecture institutionnelle bien distincte de celle de l'Allemagne.

On pourra toujours répondre que ces questions relèvent de choix nationaux et que l'Allemagne n'est pas concernée puisqu'elle les a résolues de façon satisfaisante. Mais cet argument n'a guère de sens, car on ne peut ignorer la nécessité d'une cohérence entre les stratégies nationales de croissance. Leur interdépendance, que l'union monétaire renforce, fait que les déséquilibres des uns déstabilisent les autres. Et il est impossible de définir des politiques économiques coordonnées lorsqu'elles s'appliquent à des modèles économiques trop dissemblables.

2 – Par ailleurs, un modèle d'entreprise « à l'allemande », fondé sur un certain partage du pouvoir de décision entre capital et travail rend possibles des arbitrages entre l'évolution des salaires et celle de l'emploi. C'est-à-dire que les salariés sont en mesure d'obtenir des garanties crédibles sur le maintien des emplois en échange d'une modération des rémunérations. Ce qui est difficilement envisageable dans un système dans lequel les négociations, lorsqu'elles existent, s'opèrent à un niveau décentralisé, donc sans internaliser l'effet des décisions microéconomiques ou sectorielles.

Ces deux modèles conduisent à des formes d'ajustement et à des stratégies de croissance différentes face à des chocs conjoncturels et aux transformations de l'environnement international. La théorie et l'expérience montrent qu'ils ont aussi besoin de politiques macroéconomiques dissemblables.

Au cours de ces dernières années l'Allemagne a mené une politique de désinflation compétitive en s'imposant une rigueur salariale qui lui a permis de surcompenser le désavantage concurrentiel provenant de son entrée dans l'euro avec une parité inadaptée. Cette politique lui a permis de stimuler sa

croissance par les exportations plutôt que par l'expansion des dépenses publiques. Du reste, le modèle allemand nécessite des politiques monétaire et budgétaire suffisamment rigoureuses pour que la négociation salariale converge vers une solution stable et socialement profitable⁴. Ce qui s'accorde avec « l'ordo-libéralisme » qui reste en Allemagne une référence importante pour le fondement et la définition de l'intervention publique.

Les économies européennes plus proches du modèle de gouvernance anglo-saxon (nous y plaçons la France) ont, au contraire, réagi aux pressions concurrentielles en sollicitant les dépenses publiques et l'endettement privé (singulièrement celui des ménages). Parce qu'en l'absence d'ajustement négocié, ces pressions ont engendré des pertes d'emplois et d'activité qu'il a fallu compenser de façon artificielle par des déficits publics et des conditions de crédit plus laxistes : la France a clairement et délibérément utilisé ces deux leviers. Une parité plus raisonnable de l'euro et le choix d'un taux d'inflation plus élevé auraient sans doute allégé les dilemmes de politique économique dans certains pays, dont la France. Cela aurait, en effet, facilité les ajustements de prix relatifs, notamment des salaires et du taux de change réels. Mais la Constitution de la Banque Centrale Européenne et les objectifs qu'elle s'est fixés ont fatalement poussé ces pays à la faute, c'est-à-dire au non respect de la discipline budgétaire.

Dès lors, il est parfaitement illusoire de rechercher le ou les responsables de ces déséquilibres. On peut bien sûr accuser l'Allemagne de mener une stratégie non coopérative puisque ses excédents ont pour conséquence de creuser les déficits extérieurs de ses partenaires européens et de déprimer leur demande globale. Les déficits budgétaires qui en résultent et sur lesquels l'Allemagne concentre ses critiques sont largement la conséquence de son comportement. Mais en contrepartie, on doit se demander s'il n'est pas légitime pour un pays développé et vieillissant de dégager des excédents de balance commerciale. Si c'est le cas, la condamnation de la stratégie allemande doit au moins être nuancée ; car elle revient à dénoncer l'utilisation d'un avantage comparatif (sa capacité à mieux négocier les ajustements de salaires et d'emploi) au motif que les autres pays n'en

disposent pas. Et la demande de coopération apparaît un peu comme une façon de revendiquer une modération de cet avantage. On comprend alors qu'il sera bien difficile de l'obtenir.

Dans ces conditions, on ne voit pas bien comment les positions des uns et des autres pourraient se rapprocher. Pendant longtemps encore les incantations sur la coordination des politiques économiques devraient rester lettre morte. Car il n'y a guère de solution en dehors d'une convergence progressive des institutions et finalement des modèles économiques et sociaux. Ce qui n'est pas prévu pour demain.

III – Conclusion

A l'évidence, il n'y aura pas de sortie de crise durable sans corrections des déséquilibres de toute nature qui ont conduit au désordre actuel. Or, tout démontre que ces corrections ne peuvent être laissées au libre jeu des marchés ; elles nécessiteront l'intervention coordonnée des Etats en plusieurs domaines (la régulation financière, les parités, l'environnement ...).

Pour s'en tenir au seul cas de la zone euro, la crise a révélé que les besoins de coordination allaient bien au-delà du respect de la discipline budgétaire. Entre autres, l'exemple de l'Espagne (qui n'avait pas jusqu'en 2007 de déséquilibre budgétaire et dont la dette publique est relativement faible) prouve bien que les difficultés d'une économie peuvent avoir des origines diverses. Ce qui importe pour préserver la cohérence de la zone c'est que les pays partenaires puissent s'inscrire individuellement et collectivement sur une trajectoire de croissance soutenable.

En ce sens nous avons tenté de montrer, en insistant sur les systèmes de financement et de gouvernance, que les configurations institutionnelles avaient un rôle majeur. C'est parce que les économies européennes présentent en ce domaine d'importantes différences, qu'elles sont amenées à choisir des stratégies de croissance incompatibles. C'est aussi pour cela qu'elles réagissent aux chocs conjoncturels de façon désordonnée et globalement sous optimale.

Après avoir conçu dans l'urgence des dispositifs de gestion des crises bancaires puis budgétaires, les pays européens affirment leur volonté de coordonner leurs politiques économiques pour prévenir l'occurrence de ces crises. Mais leur conception de la coordination reste aujourd'hui complètement

⁴ Cf. SOSKICE [2007], « Macroeconomics and Varieties of Capitalism », in HANCKE et al. (ed), op. cit.

différente et sans doute inconciliable d'un pays à l'autre. Nous considérons que c'est là le résultat de l'hétérogénéité institutionnelle qui prévaut dans la zone euro. Or, il n'existe

actuellement aucun consensus pour l'adhésion à un modèle économique et social commun. Ce qui rend peu crédibles les ambitions affichées.

L'UEM face aux déficits publics de ses membres

Gilbert Koenig *

La crise économique et les plans de relance qu'elle a suscités ont abouti à une détérioration des finances publiques des pays européens, ce qui a conduit à une défiance des opérateurs financiers et à des spéculations contre les pays les plus faibles, notamment la Grèce. La gestion européenne chaotique de la crise grecque a fait perdre à l'Europe une partie de sa crédibilité, ce qui a alimenté la défiance des opérateurs financiers envers les autres pays à forts déficits budgétaires. La crainte d'une diffusion de la crise grecque a obligé l'Union européenne à mettre sur pied un plan massif de soutien aux pays en difficulté. Ce plan n'a pas convaincu les marchés financiers, car son application implique pour les pays bénéficiaires l'adoption de mesures sévères d'austérité qui ne leur permettent pas de rétablir leur solvabilité. La gestion européenne des déficits budgétaires a ainsi révélé plusieurs insuffisances de la construction européenne : l'absence de solidarité entre les pays de l'Union, l'absence d'un pouvoir fédéral susceptible de prendre des décisions au nom de l'Union européenne et l'archaïsme du modèle économique auquel se réfère les responsables européens.

Face à la crise économique générée par l'exubérance des marchés financiers, beaucoup de voix se sont élevées pour inviter à une relecture de Keynes et à une restauration du rôle de l'Etat dans l'économie. C'est dans cet esprit qu'ont été mis en œuvre les plans de relance des pays européens. Mais les instances européennes se sont toujours montrées très prudentes face à cette évolution rappelant constamment la nécessité d'en revenir au respect des dispositions du pacte de stabilité. Après avoir accepté un assouplissement temporaire des règles européennes portant sur les déficits budgétaires, elles semblent considérer au début de 2010 que le moment est venu de rappeler les pays à la rigueur financière. En effet, les difficultés des institutions financières semblent être réglées, comme l'attestent l'importance de leurs profits et le remboursement des aides publiques dont elles ont bénéficié. De plus, une certaine euphorie règne sur les marchés financiers, ce qui, pour les uns, annonce une nouvelle bulle financière, alors que pour d'autres, c'est le signe de la fin de la crise économique. En fait, cette crise est loin d'être terminée. En effet, la faible reprise amorcée en 2010 dans la zone euro est loin de compenser la baisse du PIB de 4% en 2009. De plus, le chômage au sein de l'UEM représente 9,9% de la population active au début de 2010. Il touche

particulièrement les jeunes actifs dont 15% était sans emploi en 2007 et 21% au début de 2010. Ces chiffres moyens couvrent des situations très diverses, comme celle de l'Espagne dont le taux de chômage total est de 20% et où 40% des jeunes sont sans emploi. Les prévisions internationales envisagent un ralentissement de cette dégradation, mais reportent bien au-delà de 2010 une réduction du chômage de masse. Dans leur *Euro-zone outlook*, trois instituts européens de statistique prévoient en avril 2010 des taux de croissance de 0,3% et de 0,2% pour les second et troisième trimestres 2010.

Malgré l'état actuel de l'économie européenne et de ses perspectives, les instances européennes envisagent des mesures dites de l'après-crise. Ces mesures ont comme objectif prioritaire de rassurer les marchés financiers internationaux face à la détérioration des déficits publics et de l'endettement des pays européens. Mais les opérateurs financiers doutent de la capacité des pays à forts déficits budgétaires à réaliser un assainissement de leurs finances publiques dans un contexte de récession. Ils ne sont pas convaincus non plus de la volonté de l'Union européenne de venir en aide à ces pays, notamment à cause de la clause de non solidarité existant dans le traité sur le

* Université de Strasbourg (BETA)

fonctionnement de l'Union européenne (UE). Cette crainte des opérateurs s'est vérifiée à l'occasion de la gestion européenne chaotique de la crise grecque provenant surtout de l'absence d'un véritable pouvoir européen de décision. Les effets de cette gestion déficiente ont amené les instances européennes à assouplir leur position en

fluctuations autour d'une croissance économique régulière (déficit et endettement publics respectivement inférieurs à 3% et à 60% du PIB), mais elle devient impossible à respecter dans le cas d'une crise économique majeure, comme celle déclenchée en 2007. En effet cette crise et les plans de relance qu'elle a suscités ont entraîné des déficits

Tableau 1 : Les soldes budgétaires dans les principaux pays de la zone euro (en % du PIB)

	Allemagne	France	Italie	Espagne	Pays-Bas	Grèce *	Portugal	Irlande	Autriche	Belgique
2007	-0,2	-2,7	-1,6	2,2	0,2	-3,7	-2,8	0,3	-0,7	-0,2
2009	-3,2	-7,8	-5,3	-11,4	-4,9	-13,6	-9,3	-11,7	-3,5	-5,9

Source : Flash Economie Natixis, n°76, 22-02-2010

* Le taux initial de -12,6 pour 2009 a été porté à -13,6 par Eurostat à la fin du mois d'avril 2010

matière de solidarité et à mettre sur pied un plan de soutien destiné à rassurer le monde financier sur la volonté de l'Union de venir en aide à tout pays européen en difficulté. L'objectif essentiel de ce plan est d'assurer les créanciers des pays en difficulté qu'ils seront remboursés. Mais aucune mesure n'est prise pour aider ces pays à assainir durablement leurs finances publiques. Au contraire, les mesures sévères d'austérité qui leur sont imposées pour obtenir l'aide de l'Union européenne et du FMI risquent non seulement d'accroître leur chômage, mais aussi de les empêcher de rétablir leur solvabilité. La généralisation de ces mesures à l'ensemble des pays de l'Union peut avoir des conséquences économiques, politiques et

publics largement supérieurs, dans certains pays de l'UEM, à ceux tolérés par le pacte de stabilité comme le révèlent les chiffres du tableau 1.

On peut noter qu'une partie de ces déficits a permis d'éviter une plus grande détérioration de la situation économique par le jeu des stabilisateurs budgétaires automatiques. En effet, ce mécanisme évite une réduction trop importante du pouvoir d'achat grâce à la hausse des dépenses sociales et diminue les charges fiscales et sociales des entreprises.

Ces déficits ont amplifié l'endettement des pays de la zone euro qui était en moyenne supérieur à 60% du PIB depuis 1999 et qui est passé de 66% du PIB en 2007 à un taux

Tableau 2 L'endettement public dans les principaux pays de la zone euro (en % du PIB)

	Allemagne	France	Italie	Espagne	Pays-Bas	Grèce	Portugal	Irlande	Autriche	Belgique
2007*	65,1	63,8	103,5	36,2	45,6	94,8	63,5	25	59,4	84
2009**	73,4	75,2	113	50,8	57	103,4	75,4	61,2	70,4	95,7

Sources : * Bulletin de la BCE, n°2, 2010, S54

**Estimations Eurostat

sociales qui semblent être largement sous-estimées par les responsables européens probablement à cause de leur confiance inébranlable dans un modèle économique pourtant mis en défaut dans le passé à plusieurs reprises.

Les déficits publics européens face aux marchés financiers

La discipline imposée par le pacte de stabilité n'est pas trop contraignante dans des économies qui évoluent avec de faibles

estimé à 77,7% en 2009. Le tableau 2 montre l'évolution de cet endettement et ses déviations par rapport à la norme fixée par le pacte de stabilité pour les principaux pays de la zone euro depuis 2007.

Cette évolution de l'endettement a suscité dans l'opinion publique et sur les marchés financiers internationaux la crainte d'une faillite des Etats. En fait, si un Etat peut être dans l'impossibilité temporaire de faire face aux exigences du remboursement de sa dette, il ne peut pas être mis en faillite, c'est-à-dire

mis en liquidation et disparaître comme une entreprise privée. Cette spécificité a probablement échappé aux deux députés conservateurs allemands qui ont suggéré à la Grèce de céder quelques unes de leurs îles pour financer leur déficit budgétaire et rembourser leurs dettes.

En fait, la solvabilité d'un Etat participant à une union monétaire ne devrait pas susciter une défiance internationale du fait de la solidarité qui devrait unir tous les pays de cette union à cause de l'interdépendance de leurs politiques budgétaires. Cela n'est pas le cas dans l'Union européenne, car le Traité sur le fonctionnement de l'UE comprend une clause d'absence de solidarité (*no bail-out*) interdisant à l'union d'apporter une aide aux membres en difficulté (article 125). Cette clause semble d'ailleurs difficile à concilier avec le préambule du Traité sur l'UE qui exprime le désir d'approfondir la solidarité entre les peuples et avec l'article 3 du Traité sur le fonctionnement de l'UE affirmant la volonté de l'Union de promouvoir la solidarité entre les pays membres.

Du fait de ce désengagement, la solvabilité de chaque pays européen est soumise à l'évaluation des agences de notation. Ainsi un Etat souverain qui est évalué comme une entreprise privée, est-il obligé d'orienter sa politique en fonction de l'appréciation effectuée par des agences privées dont l'horizon de prévision est limité au court terme. On peut noter que les trois principales agences de notation forment un oligopole bien loin de l'idéal européen de la concurrence, ce qui peut expliquer la concordance de leurs évaluations. Elles ont fait l'objet de critiques sévères pour leur manque de compétence dans l'évaluation des risques lors de la crise des *subprimes* et pour l'absence de transparence de leurs activités.

La stratégie européenne d'aide aux pays en difficultés

A l'occasion de la crise grecque, les instances européennes ont tenté assez laborieusement de mettre sur pied une stratégie qui devrait non seulement résoudre cette crise, mais aussi éviter que d'autres pays européens à forts déficits publics subissent des attaques financières.

L'élaboration laborieuse du plan d'aide à la Grèce

Après les premières dégradations de la note attribuée à la dette grecque, les opérateurs

financiers ont considéré que le profit à tirer de la hausse des taux d'intérêt que doit supporter l'Etat grec pour obtenir des ressources nouvelles à la suite de sa notation défavorable ne sera pas négligeable et que le risque de non remboursement de la dette grecque était faible, car l'Union européenne ne pouvait pas éviter de porter secours à un membre en difficulté. Ces anticipations sont confirmées, en partie, en mars 2010, à l'occasion de l'émission d'obligations publiques grecques à 10 ans qui a porté sur 5 milliards d'euros, alors que la demande s'élevait à 16 milliards d'euros. Mais avec 6,3%, le taux d'intérêt de ces titres est largement supérieur à celui rémunérant des titres publics allemands (3,12%). Par contre l'espoir d'une aide européenne à la Grèce a pris plus de temps à se réaliser.

Un plan d'aide a été proposé le 25 mars 2010 par la Commission européenne après des débats confus. Ce plan prévoit des prêts bilatéraux que la Grèce pourra utiliser, sur sa demande expresse, si elle ne peut plus emprunter sur les marchés financiers à un taux raisonnable. Ce dispositif sera alimenté pour deux tiers par des pays européens et pour le reste par le FMI. Les instances européennes s'en tiennent ainsi strictement à la clause de non solidarité en ne prévoyant que des aides bilatérales sans d'ailleurs préciser le nom des pays pouvant intervenir, ni l'importance des aides.

Le caractère flou de ce plan n'a pas convaincu les marchés financiers internationaux sur lesquels les taux d'intérêt des titres publics grecs ont continué à augmenter au-delà de 7%. De plus des capitaux ont commencé à quitter les banques grecques. La dégradation de la note attribuée à la dette souveraine grecque et la défiance des opérateurs financiers qu'elle a engendrée ont suscité, le 11 avril 2010, une réunion d'urgence de l'Eurogroupe qui a précisé le plan d'aide à la Grèce dont les contours ont été définis le 25 mars. Le programme d'aide s'étend sur une durée de 3 ans et porte sur 110 milliards d'euros. Il comporte la première année des prêts bilatéraux d'un montant de 30 milliards d'euros à un taux d'intérêt d'environ 5% pour des prêts à 3 ans. Ces ressources devraient être fournies par tous les pays de la zone au prorata de leurs participations au capital de la BCE. Elles seront complétées par un apport du FMI de 15 milliards d'euros à un taux d'intérêt plus bas que celui imposé par l'Union européenne.

Ce plan a été probablement considéré par les instances européennes comme devant resté au stade de la promesse, dans la mesure où il leur semblait suffisamment précis pour rassurer les marchés et pour éviter que le gouvernement grec en demande l'application. Cet espoir a été déçu par le scepticisme des marchés financiers qui a obligé la Grèce à demander le déclenchement du plan d'aide à la fin du mois d'avril. Mais les pays européens, notamment l'Allemagne, se montrent très réticents pour débloquer les ressources prévues par ces aides ¹. Pour obtenir ce déblocage, le gouvernement grec a dû soumettre un plan de redressement financier à la Commission européenne qui, après acceptation, a donné le signal de la mise en œuvre du plan d'aide. Mais pour que cette aide devienne effective, il fallait le feu vert accordé à l'unanimité par le Conseil des ministres de la zone euro, ce qui impliquait que les réticences d'un seul Etat pouvait bloquer le processus. Enfin, le versement des aides nécessitait l'accord des parlements de chaque pays prêteurs. Pendant tout ce long processus l'Allemagne a laissé planer le doute sur son accord, ce qui a accru la défiance des marchés financiers et la prime de risque supportée par les titres publics grecs. Cela s'est traduit par une nouvelle dégradation de la note attribuée à la dette grecque.

Cette gestion confuse de la crise grecque a révélé le manque de solidarité des pays européens et a créé des antagonismes entre les Européens en opposant les pays considérés comme vertueux à ceux dits laxistes. Cette opposition s'est notamment manifestée par le déchaînement démagogique d'une partie de la presse allemande contre la Grèce et le mépris affiché par l'utilisation du sigle volontairement provocateur de PIGS pour qualifier les pays à forts déficits (**P**ortugal, **I**rlande, **G**rèce et **E**spagne (**S**pain)).

Il paraît utopique de croire que l'assainissement financier de la Grèce exigé par les instances européennes puisse être réalisé d'une façon durable dans le délai prévu par le plan d'aide. En effet, l'application du programme imposé à la Grèce entraînera une récession, ce qui réduira les rentrées fiscales et nécessitera une hausse des dépenses sociales de soutien. Ces conséquences sont d'ailleurs anticipées par

¹ Les réticences allemandes semblent dues essentiellement à des considérations électorales. En effet, sur le plan économique, l'Allemagne comme d'autres pays ont intérêt à aider la Grèce sous peine de mettre en difficulté les banques nationales qui détiennent une grande part de la dette publique grecque.

les agences de notation, comme Standard & Poor's qui prévoit une baisse du PIB grec de 4% en 2010 après une réduction de 2% en 2009. Cela nécessitera probablement de nouvelles mesures d'austérité pour espérer remplir les conditions imposées par les instances européennes. Dans ce cas, la note attribuée à la dette souveraine grecque dépendra de l'évaluation que feront les agences de notation sur la capacité de l'Etat à résister aux revendications sociales suscitées par les sacrifices imposés aux citoyens.

En exigeant un taux d'intérêt de 5%, bien supérieur au taux qu'ils supportent pour obtenir les ressources de l'aide, les prêteurs européens ne favorisent certainement pas les efforts d'assainissement des finances grecques. C'est ainsi que la France, par exemple, qui participe au plan d'aide à raison de 16,8 milliards d'euros et dont le Trésor bénéficie d'un taux de refinancement d'environ 1,2% compte retirer de cette opération, chaque année, plusieurs centaines de millions d'euros qui pèseront sur le budget grec.

En fait, un assainissement durable nécessite dans certains pays comme l'Espagne et la Grèce des réformes structurelles en vue, pour la première de reconstituer son économie autour d'autres activités que l'immobilier ² et pour la seconde d'éliminer la corruption et de réduire l'importance de l'économie souterraine et de son budget militaire. De ce fait, l'UEM devrait permettre à ses membres en difficultés de répartir dans le temps les mesures d'assainissement financier à l'abri des attaques spéculatives mues par des considérations de très court terme. Certains économistes, comme Aglietta, déplore que, pour réaliser un tel objectif, l'Union n'ait pas proposé une restructuration de la dette grecque au lieu de mettre sur pied un plan d'aide soumis à des conditions aussi sévères ³. Cette solution était d'autant moins difficile à appliquer que les principaux créanciers de la Grèce sont européens. Elle aura probablement un coût plus élevé si la Grèce devait y recourir dans les prochains mois.

² Avant la crise immobilière 30% de la population active espagnole travaillait directement ou indirectement dans la construction. Voir « L'Espagne : du pays modèle à la crise, une déchéance prévisible », *Flash Economie*, n°100, 9 mars 2010.

³ Dans le cadre du rééchelonnement de la dette, les titres grecs qui auraient pu bénéficier de la garantie d'un fonds européen auraient pu être vendus par les banques avec une décote sur les marchés financiers mondiaux. Voir M. Aglietta, « La longue crise de l'Europe », *Le Monde*, 18 mai 2010, p.20.

Le réveil de l'Europe face au risque de contagion de la crise financière

A la fin du mois d'avril 2010, seuls six pays de la zone euro ont conservé la note maximale AAA attribuée par Standard & Poor's à leur dette publique. Six autres pays dont la Grèce ont vu leurs notes baisser d'une façon importante à A+, A, A- et BB. La note AA est attribuée aux dettes publiques de l'Irlande et de l'Espagne dont les déficits publics sont proches de celui de la Grèce et dont le chômage est plus important. Ces dégradations des dettes souveraines risquent de susciter une diffusion des mouvements spéculatifs au-delà des titres grecs, ce qui renforce la dépréciation de l'euro par rapport au dollar. Or, bien qu'une telle dépréciation peut favoriser les échanges internationaux européens, elle n'est pas souhaitable pour la BCE qui, en tant que garant orthodoxe de la stabilité des prix, a toujours été favorable à un euro fort. De plus, l'ensemble des taux d'intérêt européens risque d'augmenter et de peser ainsi sur les pays qui ne font pas l'objet d'une défiance des marchés financiers. Enfin, les institutions financières européennes qui détiennent l'essentiel des titres publics risquent de se trouver en difficulté.

Les instances européennes semblaient croire que le plan d'aide européen à la Grèce persuadera les opérateurs financiers de ne pas s'attaquer aux pays en difficulté. Mais ces agents n'ont pas été convaincus de la volonté des Etats de renouveler leur aide en faveur d'autres pays et de leur capacité financière à le faire. La crainte d'une contagion de la crise grecque s'est traduite par les perturbations importantes sur les marchés financiers et par un assèchement des marchés interbancaires résultant de la défiance des prêteurs envers les banques qui détiennent des titres publics de pays en difficulté.

Devant le scepticisme des marchés financiers et devant la crainte d'une crise de liquidité bancaire, les chefs d'Etat et de gouvernement des pays de la zone euro ont décidé, sur l'insistance des dirigeants américains et du FMI, de créer un mécanisme de soutien européen dont les modalités sont précisées par les ministres des finances de l'Union européenne le 9 mai 2010.

Le plan d'aide porte sur un montant qui peut aller jusqu'à 750 milliards d'euros sur 3 ans si cela se révèle nécessaire. Il prévoit la création d'un fonds européen d'assistance financière de 60 milliards d'euros qui seront levés sur les marchés par la Commission européenne et

qui peuvent être prêtés aux pays de la zone euro en difficulté. Un système multilatéral d'entraide se substitue donc aux aides bilatérales prévues dans le plan d'aide à la Grèce. Cette mesure se fonde sur l'article 122 du traité sur le fonctionnement de l'UE qui prévoit que « le Conseil, sur proposition de la Commission, peut accorder, sous certaines conditions une assistance financière de l'Union à l'Etat membre [qui] connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés, en raison [...] d'événements exceptionnels échappant à son contrôle ».

Cette disposition est complétée par la mise en place d'un fonds de stabilisation intergouvernemental qui peut emprunter jusqu'à 440 milliards d'euros sur trois ans au profit des pays qui demanderaient de l'aide. L'activité de ce fonds est garantie par les pays de la zone euro en fonction de leur quote-part au capital de la BCE ⁴. Le FMI s'est engagé à compléter les prêts européens par une aide pouvant aller jusqu'à 250 milliards d'euros.

Ce mécanisme d'aide est complété par la décision importante de la BCE de racheter des titres publics, mêmes ceux des pays en difficulté, sur le marché secondaire, ce qui doit atténuer la spéculation contre ces pays et ramener les taux d'emprunt de ces derniers à des niveaux acceptables ⁵. De plus, la BCE remet en vigueur les mesures en faveur des liquidités des banques qui ont été prises en 2008 et que la BCE comptait abroger.

Le plan de soutien européen ne semble pas avoir convaincu les marchés financiers, ce qui s'est traduit notamment par une baisse du prix des actions des banques et par une nouvelle dépréciation de l'euro. En effet, il paraît peu probable que les pays de la zone euro disposent des fonds nécessaires pour respecter leurs promesses de garantie en cas de défaillance massive des pays en difficulté. Or, l'importance des mesures d'austérité imposées aux pays ne permet pas d'exclure ce cas. De plus, la BCE n'a pas indiqué le montant des titres publics qu'elle s'est engagée à racheter ni la méthode utilisée pour neutraliser les effets de ces achats pour éviter des pressions inflationnistes. Cette initiative a d'ailleurs été très critiquée, notamment par le président de la Banque centrale allemande, probable successeur de Jean-Claude Trichet à la tête de la BCE, qui

⁴ Ce fonds est créé le 8 juin 2010 sous le nom de *Euro-pean Financial Stability Facility* qui constitue une société anonyme de droit luxembourgeois

⁵ A la suite de cette disposition, le taux d'intérêt des titres publics portugais est passé de 6,3% à 4,6% en mai 2010.

craint la mise en cause de l'indépendance de la BCE. Enfin, l'appel important au FMI pour compléter l'aide européenne peut être considéré comme le signe d'une incapacité de l'Union à régler, seule, ses problèmes internes.

En complément du plan de soutien, les responsables européens ont envisagé des mesures qui permettraient de déconnecter les situations budgétaires des Etats qui souvent ne peuvent être assainies que par des mesures ayant des effets à moyen et long terme, de certaines activités de casino qui sont pratiquées sur les marchés financiers. C'est ainsi que des discussions ont été engagées entre le Conseil et le Parlement européen pour élaborer des mesures d'encadrement des activités des fonds alternatifs malgré les réticences du Royaume-Uni qui accueille environ 70% des gestionnaires européens des fonds spéculatifs. Sans attendre les résultats de ces discussions, l'Allemagne a pris l'initiative d'interdire en mai 2010 certaines opérations à découvert portant sur les titres publics ⁶.

Les thérapies de choc imposées aux pays européens

Pour obtenir les aides financières, le gouvernement grec a dû présenter un plan de redressement financier très sévère qui comporte des économies de 30 milliards d'euros à réaliser sur trois ans et qui s'ajoute aux engagements initiaux d'une économie de 5 milliards en 2010. Ces économies doivent permettre de réduire le déficit public de 13,6% du PIB en 2009 à 3% en 2014. Pour éviter la diffusion des attaques spéculatives, les instances européennes ont obtenu des autres pays à fort déficit budgétaire, comme l'Irlande, le Portugal et l'Espagne, l'engagement de mettre sur pied des plans d'austérité sévères. Si ces pays devaient éprouver les mêmes difficultés que la Grèce, ils devraient négocier avec la Commission et le FMI un plan de rigueur pour bénéficier des aides prévues par le plan de sauvetage européen de mai 2010. Enfin, les autorités européennes ont incité les autres pays qui ont presque tous un déficit supérieur à 3% du PIB en 2009 à prendre des mesures économiques

⁶ L'interdiction porte sur les cessions d'obligations d'Etats de la zone euro et des titres de certaines banques qui n'ont pas été préalablement empruntés par les vendeurs (*naked short selling*) Cette mesure a été immédiatement critiquée par les opérateurs financiers qui craignent une baisse de la liquidité sur les marchés financiers et par certains responsables européens qui déplorent le caractère unilatéral de cette initiative.

restrictives. C'est dans cette optique que la France a annoncé un gel de ses dépenses publiques pendant trois ans, que la Grande Bretagne a élaboré un plan d'austérité qui prévoit des coupes budgétaires de plus de six milliards de livres sterling et que l'Allemagne propose des économies budgétaires de 90 milliards d'euros sur trois ans.

Les fondements des thérapies de choc

Sur plan économique, il n'est pas paradoxal pour les instances européennes d'imposer une politique d'austérité à des pays en récession économique. En effet, les responsables européens ont accepté avec réticence de cautionner en 2008-9 les plans de relance nationaux et leur ont fixé une durée d'application très courte. Dans leurs perspectives, les expansions budgétaires destinées à réduire le sous-emploi ne sont pas seulement contestables à cause de leur faible efficacité, mais aussi parce que les déficits qu'elles induisent réduisent la confiance des agents et risquent de déprimer la consommation et l'investissement ⁷. De ce fait, selon le président de la BCE, il conviendrait plutôt de réduire les déficits budgétaires que de les augmenter pour améliorer l'emploi ⁸. Dans cette optique, l'assainissement budgétaire doit ramener le taux de sous-emploi à son niveau naturel et rétablir le bon fonctionnement d'une économie de marché où la concurrence libre favorise une affectation optimale des ressources.

Cette conception de la politique économique qui trouve ses sources dans les réflexions d'auteurs du 18ème et du 19ème siècle a été largement mise en cause sur le plan théorique par Keynes et sur le plan pratique par l'échec des politiques de déflation des années 30 ⁹. Quant à l'idée de l'efficacité des marchés qui devrait assurer un optimum économique, elle a été largement mise en cause dans le secteur financier par l'éclatement récent de la bulle financière à l'occasion de la crise des *subprimes*. Elle est par ailleurs rejetée sur la base d'analyses théoriques solides effectuées notamment par K. Arrow, G. Debreu et J. Stiglitz, tous trois lauréats du prix Nobel d'économie respectivement en 1972, 1983 et 2001.

⁷ Voir G. Koenig (2003), « Le dogmatisme budgétaire européen », *Bulletin de l'OPEE*, n°9.

⁸ Le Monde, 22 novembre 2003.

⁹ Voir G. Koenig (2005), « Les politiques budgétaires dans le projet de traité constitutionnel », *Bulletin de l'OPEE*, n°12

Les conséquences économiques, sociales et politiques

Toutes les mesures d'austérité adoptées par les pays européens vont dans le même sens. Elles consistent notamment à réduire les dépenses sociales ainsi que le nombre et les rémunérations des fonctionnaires et à accroître les impôts indirects. Elles risquent de réduire la consommation dans les pays pratiquant ces politiques, ce qui se répercutera sur la situation économique des autres du fait de l'interdépendance internationale forte des pays européens. Cet effet négatif sur la demande macroéconomique européenne est amplifié par les reports dans le temps des investissements prévus. Ces mesures risquent non seulement d'avoir des effets négatifs sur la situation de l'emploi, mais elles seront aussi contre-productives par rapport à l'objectif de réduction des déficits dans la mesure où le renforcement de la récession économique aboutit à une baisse des recettes fiscales.

Les mesures d'austérité directement ou indirectement imposées par l'UEM à ses membres font penser à celles préconisées par le FMI depuis de nombreuses années¹⁰. Mais lorsque le FMI appliquait ses thérapies de chocs aux pays d'Amérique centrale et du Sud, il n'avait pas à craindre des conséquences politiques graves, car ses mesures concernaient des pays soumis à des régimes autoritaires. Il en va autrement si de telles mesures sont mises en œuvre dans des pays démocratiques. C'est ainsi que la politique française de déflation de 1934 a suscité des troubles sociaux importants alors que dans d'autres pays, comme l'Allemagne et l'Italie, de telles politiques ont conduit à des régimes politiques non démocratiques et à des conflits militaires.

Sans envisager ces conséquences extrêmes, on peut craindre que la généralisation des politiques d'austérité en Europe conduise à une mise en cause de l'euro. En proposant leur programme d'assistance financière de mai 2010, les instances européennes ont tenté d'atténuer ce danger. Mais le coût exigé pour bénéficier de ce plan en terme de mesures d'austérité peut inciter certains pays à utiliser la clause de sortie de l'Union prévue par le Traité de Lisbonne dans l'espoir d'alléger les sacrifices imposés à leurs citoyens par leur capacité retrouvée de générer de l'inflation et de dévaluer leur

monnaie. De telles initiatives pourraient être prises si les pressions politiques et sociales devenaient trop fortes. Le coût d'une telle initiative serait probablement important pour les institutions financières européennes détenant des créances publiques qui pourraient ne pas être remboursées. Par contre, il est difficile de savoir, a priori, si cette solution aboutirait à des sacrifices plus ou moins importants pour les citoyens que ceux exigés par les mesures d'austérité imposées par l'Union et dans quelle mesure la dévaluation forte de la monnaie nationale pourrait relancer l'économie par la stimulation de la demande externe. L'expérience argentine montre qu'une telle solution peut être efficace. En effet, ce pays dont la monnaie était liée au dollar par un taux de change fixe considéré comme irréversible, car trop coûteux à modifier, a, malgré tout, décidé de dévaluer le peso, ce qui a entraîné les difficultés prévues, mais lui a permis de retrouver une croissance forte depuis six ans.

La gestion européenne des déficits publics comme révélateur des insuffisances de l'Union européenne

Comme la gestion européenne de la crise financière et économique¹¹, celle des déficits budgétaires traduit les faiblesses politiques et économiques de la construction européenne.

La gestion de la crise grecque a révélé l'absence de solidarité des pays européens que les responsables ont tenté de corriger en élaborant le plan de soutien européen. Mais cette correction est partielle, car les ministres européens ont écarté la garantie solidaire de tous les pays pour l'ensemble des prêts accordés par le fonds de stabilisation en faveur d'une garantie apportée par chaque pays pour sa part de contribution aux prêts. Cette absence de solidarité explique en partie les réticences des pays à faire émerger un pouvoir politique fédéral. Or, les difficultés des pays européens à gérer collectivement des situations exceptionnelles sont généralement attribuées à l'absence d'un tel pouvoir. On pouvait espérer que les difficultés engendrées par les déficits publics importants de certains pays européen étaient susceptibles d'être réglées plus aisément grâce à l'émergence, dans les institutions européennes, d'un président du Conseil européen permanent depuis décembre 2009. Mais, après la mise en œuvre du Traité de

¹⁰ Voir N. Klein (2008), *La stratégie du choc*, Actes Sud.

¹¹ Voir G. Koenig, « La gestion européenne de la crise », *Bulletin de l'OPEE*, n°19, p.14-21.

Lisbonne, on s'est rendu compte que cette nouvelle fonction était essentiellement représentative. Le président ne tient sa légitimité que des pays composant le Conseil Européen et ceux-ci ne lui accordent que les pouvoirs dont ils veulent bien se dessaisir. De ce fait, son rôle dans la gestion des déficits publics a été très faible et les initiatives européennes ont été prises pendant trois mois dans la même confusion que celle qui a dominé la gestion de la crise économique et financière. Du fait de cette absence de pouvoir politique européen, certains grands pays, comme l'Allemagne, se sont arrogés une voix prépondérante dans les débats et ont imposé leur point de vue. De ce fait, comme le montre la gestion déficiente de la crise grecque, des décisions qui se révèlent nécessaires pour l'Union, peuvent être bloquées ou retardées par les considérations nationales d'un pays. En l'absence d'un pouvoir politique fédéral, les chefs d'Etat et de gouvernement de la zone euro qui étaient déjà à l'origine du plan de relance européen d'octobre 2008, ont pris l'initiative de proposer les dispositions qu'imposait le risque de contagion de la crise grecque. Au lieu d'envisager une évolution vers une véritable autorité économique susceptible d'appliquer avec souplesse une politique économique commune, ce qui nécessiterait probablement une révision des traités européens, la Commission préconise de renforcer et de rigidifier les dispositions du pacte de stabilité en obligeant les Etats à lui soumettre leurs projets de budget et en renforçant les sanctions applicables aux pays non respectueux de la discipline budgétaire. Le principe du contrôle préalable des budgets semble avoir convaincu la majorité des membres de la zone euro qui préfèrent cependant qu'il soit exercé par leurs chefs d'Etat et de gouvernement plutôt que par une instance européenne¹². Cette proposition n'a rien à voir avec une coordination des politiques budgétaires, contrairement à ce qu'ont affirmé certains commentateurs, à moins de supposer que l'objet de ces politiques est d'assurer l'équilibre budgétaire en vue de rassurer les marchés financiers.

En plus de ses insuffisances institutionnelles, l'Union européenne semble adopter une vision dichotomique pré-keynésienne de

¹² La commission chargée de réfléchir sur le renforcement de la gouvernance européenne a proposé en juin 2010 de limiter le contrôle préalable à un examen des grandes orientations budgétaires nationales qui seront présentées à la Commission et aux Etats-membres de l'Union européenne.

l'économie en fondant ses jugements et ses actions sur un modèle qui isole la sphère monétaire et financière d'une économie de sa sphère réelle. C'est ainsi qu'à la fin de 2009, l'Union européenne se considère dans l'après-crise, car le système monétaire et financier semble avoir surmonté ses principales difficultés, alors qu'il existe un chômage massif et des perspectives faibles de croissance. Puis, pendant les mois de gestation du plan de soutien européen, les débats n'ont porté que sur la nécessité de rassurer les marchés financiers sans la moindre considération sur les conséquences économiques, politiques et sociales des mesures envisagées. D'ailleurs, le traitement européen de la crise grecque traduit moins une volonté d'aider un pays en difficulté que la crainte de devoir sauver des institutions financières qui pourraient être mises en danger à cause du non-remboursement de la dette publique grecque¹³. La leçon essentielle que tire la Commission, de cette crise consiste à proposer un renforcement de la rigueur budgétaire. Or, une situation budgétaire apparemment saine ne traduit pas nécessairement une bonne gestion économique. En effet, les équilibres financiers de l'Irlande et de l'Espagne, tant donnés en exemple dans un passé récent, ont masqué une gestion économique peu efficace qui a conduit ces pays aux graves difficultés actuelles.

Une révision de la conception économique dominante dans l'Union européenne nécessiterait l'adoption d'un modèle économique qui écarte la vision dichotomique de l'analyse pré-keynésienne. En son absence, on pourrait au moins espérer un assouplissement dans l'application du modèle actuel, comme cela se réalise aux Etats-Unis qui, face à la détérioration de l'emploi et de la production, ont maintenu leurs mesures de soutien à l'économie au prix d'une concession transitoire sur les principes de la rigueur budgétaire. En effet, un assainissement financier durable ne peut être obtenu qu'à la faveur d'une croissance retrouvée, alors que les responsables européens semblent espérer que la rigueur budgétaire permettra de retrouver la croissance.

¹³ En avril 2010, les institutions financières allemandes et françaises détenaient respectivement 28 et 50 milliards d'euros de dettes publiques grecques selon un rapport de Barclays capital, ce qui représente plus du tiers de la dette publique grecque. Voir *Le Monde*, 18 mai 2010, p.3. Le reste de la dette est détenue en très grande partie par les autres pays européens.

La gestion allemande de la crise grecque

Eric Rugraff *

L'extrême réticence allemande à venir en aide à l'économie grecque s'explique par le calendrier électoral ainsi que par la présence d'un partenaire libéral au sein de la coalition au pouvoir. Plus fondamentalement, la position allemande s'explique par la tradition ordo-libérale qui s'est imposée après guerre dans la pensée économique et sociale allemande, ainsi que par la spécificité de la trajectoire allemande récente issue de la réunification.

En ce mois de juin 2010, alors même que l'euro s'est dévalorisé face au dollar, et que l'épisode de défiance à l'égard des comptes publics des pays de la zone euro n'est pas encore fini, on peut d'ores et déjà fournir une série d'explications à la réticence allemande à venir en aide à la Grèce.

La séquence qui a amené la crise actuelle de la zone euro est connue. La crise des subprimes a fortement touché les pays de la « périphérie européenne », les fameux PIGS (Portugal, Irlande, Grèce, Espagne), mais également un ensemble de pays situés à l'Est dans l'UE (comme la Hongrie ou les pays baltes). Bien que l'expression de la crise varie selon les pays et est liée à des spécificités nationales (bulle immobilière en Espagne, défaillance de l'Etat en Grèce, endettement en devises excessif dans certains pays d'Europe centrale et orientale, etc.), ils partagent tous un problème d'insuffisance de compétitivité qui interroge leur capacité à renouer avec la croissance et à converger. L'épisode grec démarre par la dégradation par les agences de notation de sa note souveraine. La défiance à l'égard de la Grèce est liée globalement à sa gestion publique, et plus particulièrement à la détérioration de son déficit public, sa difficulté à lever l'impôt et à évaluer et communiquer des statistiques fiables. La dégradation de la note grecque conduit à une augmentation en flèche des taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat : le rendement à 10 ans sur la dette grecque double, passant d'environ 5 % en décembre 2009 à près de 10 % fin avril 2010. La défiance s'installe parmi les spéculateurs et investisseurs quant à la capacité de la Grèce à rembourser sa dette : plus les taux s'élèvent et plus le risque de défaut s'accroît...et plus le rendement exigé par les spéculateurs s'élève. Ne parvenant plus à lever les capitaux nécessaires au remboursement de sa dette et

ne pouvant plus emprunter à un taux jugé « raisonnable », la Grèce se tourne alors vers les pays de la zone euro, et en premier lieu vers l'Allemagne et la France, pour que ces pays lèvent les capitaux sur les marchés (à des taux inférieurs aux taux auxquels la Grèce aurait accès) et les re-prêtent à la Grèce. L'absence de mécanisme et d'institution au sein de l'UE et de la zone euro capables de faire face à des chocs externes significatifs, oblige la Grèce à passer par une solution intergouvernementale et à solliciter l'aide des gouvernements français et allemands. Alors que la France est prête à aider la Grèce, l'Allemagne tergiverse. C'est finalement la mutation de la crise grecque en crise de défiance à l'égard de l'ensemble des pays de la périphérie, l'effondrement des bourses européenne et mondiale et la chute brutale du cours de l'euro qui obligent les gouvernements (et l'Allemagne) à prendre le 9 mai une série de décisions inédites au sein de l'ensemble européen pour aider, sous forme de crédits, les pays en difficultés : 60 milliards d'euros peuvent être mobilisés directement par la Commission européenne pour venir en aide aux pays en difficulté auxquels s'ajoutent des garanties gouvernementales pour un montant de 440 milliards d'euros devant permettre à une nouvelle agence financière de lever des fonds. A côté de cela le FMI s'est engagé à accorder des lignes de crédit à hauteur de 250 milliards d'euros, tandis que la BCE pourrait acheter de la dette publique et privée de la zone euro aux investisseurs n'arrivant pas à vendre leurs actifs. Mi-mai la situation demeure tendue sur les marchés qui redoutent notamment que l'ensemble des pays de la zone euro ne soient pas capable d'atteindre des taux de croissance économique suffisants pour rembourser durablement leur dette. Alors que les marchés ont appelé de leurs vœux des mesures

* Université de Strasbourg (BETA)

d'austérité visant à juguler les déficits et à réduire les dettes publiques, ils s'interrogent finalement sur les risques d'étouffement de la reprise économique par des mesures qui réduiraient la demande.

Face à l'urgence, l'Allemagne n'a eu d'autres choix que d'accepter de venir en aide à la Grèce et aux autres pays en difficultés. Alors même que la position française a été dès le départ favorable à une politique d'aide aux pays en difficultés, l'Allemagne a jusqu'au dernier moment cherché à éviter tout engagement. Les médias ont narré tout au long des mois d'avril et de mai cette stratégie allemande de refus d'une aide à la Grèce et de mise en place de nouveaux mécanismes communautaires visant à venir en aide à des pays en difficultés.

Différentes explications ont été présentées dans les médias sur le comportement allemand. Nous allons revenir dans un premier temps sur ces explications. Nous proposerons ensuite deux analyses complémentaires, qui prennent leurs racines respectivement dans le « modèle institutionnel » allemand et dans la trajectoire suivie par l'Allemagne depuis la chute du mur de Berlin en 1989.

L'explication la plus répandue dans les médias se réfère à la stratégie politique. Les sondages ont, de manière récurrente, montré que les Allemands sont très majoritairement opposés à accorder des crédits à la Grèce. Une partie de la population allemande, et donc des électeurs, aurait une vision négative des pays dits du « club méditerranée ». Cette « tradition » de dénigrement de la gestion de la chose publique et du manque de productivité et d'efficacité au travail des Grecs se retrouve traditionnellement dans les journaux populaires comme ceux de la Bild Zeitung. Dans cette optique, à l'approche des élections de Rhénanie-du-Nord-Westphalie -une élection qui était décisive pour la coalition au pouvoir pour pouvoir conserver la majorité au Bundesrat (la chambre haute)- le gouvernement aurait préféré ne pas s'engager financièrement dans le sauvetage de la Grèce. A ce premier argument s'ajouterait un second, celui d'un certain désenchantement de la population, mais également de la classe politique allemande à l'égard de la construction européenne, et donc de toute politique dont il serait difficile de mesurer le bénéfice. Enfin, comme la CDU-CSU a choisi de partager le pouvoir avec le parti libéral (FDP), il se devait également de donner des gages à un partenaire privilégiant les

politiques libérales et ayant peu de sympathie pour les Etats qui laissent enfler les déficits publics. A côté des manœuvres politiques, l'argument juridique a également été avancé. Certains médias considéraient qu'il existait un risque que la Cour constitutionnelle de Karlsruhe se prononce contre le mécanisme d'aide, et de facto mette en difficulté le gouvernement allemand. En réalité, l'argument semble peu probant. Et de fait, la cour constitutionnelle a rejeté le 8 mai une plainte de juristes et de responsables d'entreprises visant à bloquer le versement de l'aide promise par l'Allemagne à la Grèce.

Plus fondamentalement, la tradition ordolibérale, ainsi que la trajectoire économique récente de l'Allemagne, semblent expliquer le refus allemand à venir en aide aux pays en difficultés de la zone euro.

L'ordolibéralisme est une forme de libéralisme qui s'est développée dans les années 1930 à l'Université de Fribourg-en-Brigau en Allemagne. Cette forme de libéralisme s'oppose au libéralisme sauvage du 19ème siècle et s'inscrit dans la tradition chrétienne ainsi que dans la philosophie idéaliste allemande. La notion d'ordo est empruntée à Saint Augustin et se réfère à un ordre social idéal fondé sur les valeurs fondamentales de l'homme. La tradition ordolibérale a marqué les politiques économiques allemandes depuis la fin de la deuxième guerre mondiale et est au cœur de l'économie sociale de marché allemande. Une des idées clefs de la pensée ordolibérale est la création d'une constitution économique et sociale déterminant les libertés mais aussi les règles auxquelles doivent se soumettre les opérateurs privés et publics. La définition ex ante de règles du jeu et leur inscription dans le droit doivent permettre que des intérêts particuliers ne l'emportent pas sur l'intérêt général. La mise en place d'une banque centrale indépendante (Bundesbank) et d'une office des cartels (Bundeskartellamt) veillant sur le libre jeu de la concurrence, sont les parfaits représentants de cette approche ordolibérale visant à créer des règles ou des institutions auxquelles tous les acteurs, y compris l'Etat, doivent se plier. Le souffle ordolibéral se retrouve dans la construction européenne et notamment dans l'indépendance de la BCE ou encore dans la définition des critères de Maastricht. La non assistance à un Etat en difficultés par la BCE, la Commission européenne ou les autres Etats apparaissait donc comme une règle de base du traité de Maastricht garantissant le bon

fonctionnement d'une union économique et monétaire. Dans la tradition ordo-libérale cette règle était une protection contre les comportements de passager clandestin et contre l'aléa moral. Or, en soutenant un pays qui a laissé filer ses déficits publics, et qui a « parié » sur le soutien communautaire, les pouvoirs publics allemands sont obligés de renier ce qui est constitutif de leur modèle de développement économique et social. Il n'est dès lors pas étonnant qu'en Allemagne, plus que dans tout autre pays, les débats sont vifs quant à la constitutionnalité du plan d'aide (respecte-t-il le traité de Lisbonne ?) et que des citoyens n'hésitent pas à saisir la cour constitutionnelle allemande.

La trajectoire suivie par l'Allemagne depuis la chute du mur de Berlin permet également d'éclairer la position allemande. La réunification allemande a été un moment unique dans l'histoire allemande, tant dans sa dimension émotionnelle qu'économique. En effet, la réunification a représenté un véritable choc pour l'économie allemande ¹. Les difficultés allemandes et les mauvaises performances économiques, en particulier entre 1995 et 2005, résultent en grande partie de ce choc : on estime généralement que la réunification a été responsable des deux tiers des difficultés allemandes entre 1990 et 2000 ². On vante aujourd'hui le dynamisme de l'Allemagne et notamment ses performances exceptionnelles à l'international. Il convient cependant de se rappeler qu'en 1999 *The Economist* titrait sur l'Allemagne « l'homme malade de l'Europe » et que nombre de travaux portaient sur la fin du modèle allemand. Or, l'Allemagne a réussi à redresser la barre en privilégiant une politique d'austérité. L'Allemagne de l'Ouest a fait

¹ Bilger F. & Rugraff E., 2003, Les trois chocs de l'économie allemande, *Revue d'Allemagne*, Vol.35(4), pp.471-490, Repris dans *Problèmes Economiques*, 2004, n°2.853, pp.7-16.

² Wurzel E., 2001, The economic integration of Germany's new Länder, *OECD Working Paper*, n°33.

preuve d'une grande solidarité à l'égard de l'ex-RDA. Les transferts financiers ont été massifs (ils ont représenté annuellement 4 points de PIB de l'Allemagne de l'Ouest et près du tiers du PIB est allemand ³). Le poids de la réunification a été porté par l'Allemagne elle-même et la participation de l'Europe à la reconstruction des nouveaux Länder a été modeste. Le financement de la reconstruction et de la redistribution dans les nouveaux Länder a été assuré par une augmentation des prélèvements obligatoires (impôts et cotisations sociales). Grâce à ces transferts, le PIB par habitant des Allemands de l'Est se situait au début des années 2000 à 60 % de celui des habitants de l'Ouest, contre 40 % dix ans plus tôt. Parallèlement à cet effort de solidarité, l'Allemagne a rétabli sa compétitivité internationale grâce à des politiques de flexibilisation du marché du travail (réformes Hartz), une modération salariale débutée au milieu des années 1990 et une remise en question des conditions et de la rémunération du travail (disparition du 13ème mois dans certaines entreprises, augmentation du temps de travail, etc.). Ce qui pour ses partenaires est perçu comme une forme de « dumping salarial » contribuant à déprimer la demande intérieure allemande, et par voie de conséquence la croissance européenne, a avant tout été perçu par les pouvoirs publics allemands comme le prix à payer pour redevenir compétitif et conserver une partie de l'emploi industriel en Allemagne. Il est dès lors évident, qu'un pays qui a porté la quasi-totalité du poids de la réunification sur ses épaules, sans l'aide de ses partenaires européens, et qui a rétabli sa compétitivité en acceptant une stagnation, voire une baisse de son pouvoir d'achat, est particulièrement réticent à venir en aide à un autre pays qui n'a pas fait les mêmes efforts d'amélioration de compétitivité.

³ Commission européenne, 2002, Germany's growth performances in the 1990's, *Economics Papers*, n°170.

Le fédéralisme budgétaire et la dépréciation de l'euro, des facteurs de sortie de la crise dans la zone euro ?

Jamel Trabelsi *

La crise budgétaire en Grèce a mis en exergue l'incapacité des institutions, telles qu'elles étaient conçues, à protéger les économies de l'Union européenne contre les mouvements spéculatifs. La nécessité d'adopter une structure budgétaire fédéraliste est plus que jamais nécessaire pour donner plus d'immunité à la zone euro. Le fléchissement de l'euro constitue une bouffée d'oxygène pour les pays européens qui retrouveront sûrement la compétitivité et la croissance.

La dégradation des finances publiques dans les états européens a entamé le moral des investisseurs et a généré un mouvement de panique sur les marchés boursiers. Les plans d'austérité dans la zone euro risquent de briser la reprise des économies européennes tout juste convalescentes. La sortie de crise est tributaire de la capacité des Etats européens à créer une autorité budgétaire suivant une structure fédéraliste complémentaire à l'autorité monétaire. La création de fonds de garantie des dettes publiques constitue un signe d'espoir mais demeure insuffisante et n'apportera pas des solutions définitives à la crise européenne. En effet, tant que les institutions fonctionnent avec une Europe unijambiste (seulement avec une autorité monétaire), ils seront dans l'incapacité de faire face aux mouvements de spéculations et on assistera à l'effondrement des pays fragiles comme l'Espagne et le Portugal,... Suivant ce scénario, l'Europe connaîtra une récession plus profonde et plus persistante et les retombées économiques sur les pays riverains seront conséquents. De surcroît, l'ampleur des plans de rigueur, annoncés par les pays de la zone euro pour contenir les déficits et rassurer les marchés sont autant de risques qui peuvent freiner la croissance à venir. Selon l'OCDE la croissance économique, estimée initialement à 2.7 % du PIB en 2010 et 2.8 % en 2011 sera moins forte dans la zone euro, seulement 1.2 % en 2010 et 1.8 % en 2011. Pour l'OCDE, la menace de la dette est réelle et peut provoquer des déséquilibres mondiaux. La zone euro risque en effet de payer le prix fort de ses plans d'austérités alors que les autres pays comme les Etats-Unis, le Japon, la Grande Bretagne, qui ne sont pas contraint

par des pactes de stabilité, peuvent relancer leur machine économique en accentuant leurs déficits budgétaires. La crédibilité de long terme de l'extraordinaire virtuelle intervention budgétaire des principaux gouvernements européens et la garantie des dettes publiques de la zone euro constituent le seul rempart contre les attaques spéculatives et le déclenchement des phénomènes de contagions. L'ampleur de la dette espagnole qui représente cinq fois celle de la Grèce et surtout l'énorme gouffre de la dette privée pourraient, en effet, fragiliser l'économie espagnole et générer une situation de crise semblable à la crise Grecque. Cependant, il est indispensable pour les pays leaders de la zone euro que l'Espagne réussisse à contenir sa crise budgétaire étant donnée l'énorme implication des banques françaises et allemandes dans le financement de la dette de ce pays. L'Allemagne n'a pas intérêt à se désolidariser de la Grèce, de l'Espagne et d'une manière générale de la zone euro car ses excellents résultats économiques sont en grande partie dus à ses partenaires européens et à la politique de l'euro fort, laquelle est profitable à elle et à elle seule. Ce constat a été confirmé par la chancelière allemande Angela Meckel : « L'Allemagne, en tant que puissance économique de l'Union européenne par ses exportations, a très largement profité de l'euro par le passé. La raison pour laquelle nous défendrons un euro fort de toutes nos forces ».

La crise actuelle dans la zone euro permettra de casser ce long et pénible processus de l'euro fort qui, mis à part l'Allemagne a considérablement pénalisé les économies de l'Union européenne. Une potentielle

* Université de Strasbourg (BETA)

dépréciation de l'euro par rapport au dollar permettra aux pays de la zone euro de retrouver de la compétitivité et assainir, par conséquent leurs finances publiques. Le fléchissement de l'euro, qui constitue actuellement une solution de la sortie de crise, est réalisable puisque la dynamique de

la baisse de l'euro s'inscrit dans la durée et les experts évoquent de plus en plus la parité euro-dollar. Cette parité tant souhaitée donnera un souffle nouveau aux économies de l'Union Européenne et permettra d'envisager l'avenir avec optimisme.

De l'examen des réformes financières au plaidoyer pour une finance-casino

Michel Dévoluy *

Les réformes engagées par les autorités publiques en vue de réduire les risques de crises financières sont énoncées avec force. Elles méritent notre attention. Cependant, elles contournent des questions de fond. A partir du moment où on admet qu'un système monétaire et financier robuste est une forme de bien collectif, il est hautement souhaitable de conférer à la finance-casino un statut particulier.

1. Les enjeux de l'activité financière

La finance devrait être au service de l'économie pour permettre une croissance durable et équilibrée. De fait, elle a toujours facilité le développement économique. Mais elle génère également des crises aux conséquences douloureuses. L'histoire récente montre que l'autonomisation de la sphère financière contribue à accroître l'instabilité économique. L'activité financière remplit deux fonctions interdépendantes : le financement de l'économie et la gestion des risques. Le financement repose sur la combinaison de l'intermédiation financière et de la création monétaire. Les risques sont couverts grâce à des instruments et des marchés particuliers. Comme toutes les activités, la finance s'inscrit dans une dynamique d'innovation permanente. Elle est alors conduite à créer des produits sophistiqués, parfois opaques et, cela peut arriver, mal maîtrisés.

Le monde de la finance est complexe et fragile du fait d'une double spécificité.

D'une part, les asymétries d'information jouent un rôle majeur. En effet, les acteurs en présence ne connaissent pas tous la même chose. Il suffit de penser à la relation entre un prêteur et un emprunteur. Les asymétries d'information débouchent sur les questions « d'aléa moral » (ou risque moral) caractérisant des situations où l'un des contractants adopte des comportements opportunistes que l'autre ne peut pas directement connaître. L'asymétrie d'information conduit aux mécanismes « d'antisélection » (ou sélection adverse) qui reviennent à éliminer des produits et/ou des cocontractants de meilleures qualités mais apparaissant moins

attractifs sur la base des seules informations accessibles.

D'autre part, la finance s'inscrit dans un monde d'incertitude. Personne ne connaît exactement la liste des événements possibles qui se produiront dans le futur ni, a fortiori, leurs probabilités d'occurrence. Ce point est important car il permet de distinguer, à la suite de F. Knight (*Risk, Uncertainty and Profit*, 1921), le risque, qui est probabilisable, de l'incertitude qu'aucun modèle mathématique ne peut totalement appréhender.

Les asymétries d'information et l'incertitude ne sont pas propres à la finance. Cependant, elles sont radicalement au cœur de cette activité. C'est ce qui explique l'importance de l'évaluation des risques et des opérations spéculatives mais aussi, corrélativement, la vulnérabilité de la sphère financière.

Au total, l'activité financière s'avère indispensable au développement économique en même temps qu'elle menace sa stabilité. Il faut donc, au nom de l'intérêt collectif, une régulation. Celle-ci doit permettre un équilibre satisfaisant entre, d'un côté, le développement d'un système financier efficace et réactif et, de l'autre, la robustesse et la sécurité des mécanismes mis en place. Mais ce n'est pas tout. La finance est soumise à l'attraction pour des gains importants et rapides, ce qui est singulièrement vrai dans le cadre d'une libéralisation croissante des économies au niveau mondial. Ce contexte favorise des comportements d'avidité, voire même prédateurs qui, mis à part tout jugement moral, ébranlent l'ensemble du système économique. Il convient par conséquent de mettre en œuvre des modes de régulation

* Université de Strasbourg (BETA)

particulier où la recherche d'une concurrence praticable ne se mute pas en une légitimation implicite de la cupidité.

2. Aux sources de la crise

La crise financière actuelle a plusieurs causes. Celles qui font plutôt consensus expliquent largement les voies proposées pour mieux surveiller le système. Celles qui sont moins mises en avant soulignent les déficiences des marchés et appellent des changements plus profonds.

Les explications consensuelles

Les facteurs unanimement reconnus de la crise sont multiples. Nous les énonçons ci-dessous en les regroupant sous trois thèmes sans préciser, ce qui serait une tâche difficile, la hiérarchie entre des causes qui, immanquablement, se cumulent entre elles.

1. Des risques mal évalués

- La mauvaise estimation des risques par les opérateurs est récurrente. Un des défauts majeurs des modèles d'évaluation est de considérer que, pour une banque donnée, le risque est une donnée exogène alors qu'il est également de nature endogène au système financier. Les doutes sur l'efficacité de la méthode mathématique dite VaR (valeur en risque) sont particulièrement soulignés.
- Des agences de notation aux pouvoirs exorbitants. Elles utilisent des procédures opaques. de plus, il est permis de douter de leur véritable indépendance.
- L'explosion des produits structurés qui combinent plusieurs types d'actifs génèrent des risques croissants et difficiles à apprécier.
- La dissémination trompeuse des risques résulte de la complexité des chaînes de titrisation. Précisément, l'utilisation massive par les banques du modèle « octroi puis cession » (Originate-to-distribute model, OTD) a conduit à un accroissement des leviers d'endettement. Ces transferts de risque se sont largement appuyés sur la présence massive de Subprimes, aux Etats-Unis (c'est-à-dire des prêts hypothécaires accordés à des ménages, dont la qualité est bien en dessous des prêts prime qui, eux, sont de première qualité).

2. Des marchés mal réglementés

- L'existence de marchés dits « de gré à gré » (over the counter) non réglementés a généré une grande volatilité des prix des actifs

concernés et, dans des cas extrêmes, la disparition des transactions à cause de l'étréouesse des volumes échangés. Dans ce cadre, il faut noter le développement anarchique et non réglementé des CDS (Credit default swap). Les CDS sont des contrats financiers bilatéraux permettant d'acheter la protection contre les pertes sur un actif de référence (titre de dette publique ou privée) moyennant le paiement périodique d'une prime.

- L'absence de régulation des hedge funds est connue Ces fonds d'investissement non cotés, sont à vocation purement spéculative.
- La régulation bancaire tend à être procyclique. En cas de crise, chaque banque est poussée à réduire le volume de ses opérations, ce qui accentue mécaniquement les tensions sur les marchés des crédits, notamment interbancaires.

3. Des comportements mal encadrés

- La formation, au niveau mondial, d'une bulle financière provient de la présence de liquidités excessives et peu coûteuses. Ce supplément de liquidités a deux sources : des balances des paiements fortement excédentaires (avec comme corolaire des déficits importants ailleurs) et des politiques monétaires accommodantes dans certains grands pays comme les Etats-Unis.
- Le recours abusif aux effets de levier conduit à initier des risques très importants sur la base de mises de fonds minimales.
- L'extériorisation volontaire des risques des bilans des banques par des jeux comptables afin de dissimuler des informations.
- Les rémunérations à la fois outrancière et trop dépendantes des prises de risques.

En résumé, des innovations financières mal maîtrisées, des inefficiences opérationnelles, des transferts de risques mal gérés et des comportements prédateurs se sont additionnés pour conduire à une fragilisation extrême de certaines institutions financières et, en définitive, à des effets systémiques dévastateurs. L'identification consensuelle de toutes ces causes n'épuise pas l'analyse de la crise.

Les limites du système actuel

Les économies de marché fondées sur la concurrence libre et non faussée produisent leurs propres limites. En se concentrant sur le

versant financier de ce modèle, cela revient à questionner la pertinence de deux hypothèses fondatrices : l'efficacité des marchés financiers et la rationalité des opérateurs ¹. Ces deux hypothèses justifient la totale liberté laissée aux initiatives privées et habilite le principe de l'autorégulation des marchés.

Les marchés financiers sont considérés comme efficaces parce que les prix des actifs reflètent parfaitement l'ensemble des informations nécessaires au bon fonctionnement de l'économie. Or la présence, soulignée plus haut, des asymétries d'information et d'une incertitude irréductible apportent la preuve que l'information est imparfaite et que, par conséquent, cette efficacité est illusoire. Pour ce qui concerne la parfaite rationalité des acteurs, elle est, elle aussi, trompeuse. L'utilisation systématique par les opérateurs avisés et bien formés de modèles décisionnels contestables n'est pas une preuve de rationalité. Quand aux opérateurs les moins avisés, le fait qu'ils adhèrent à des conseils oiseux et adoptent des comportements moutonniers prouve qu'ils sont irrationnels. Enfin, si les marchés étaient vraiment efficaces, et si les acteurs étaient vraiment rationnels, aucun opérateur n'aurait l'ambition de « battre le marché ». Or, beaucoup d'agents prennent des positions en espérant faire mieux que le marché.

Les analyses sur les sources de la crise commandent la direction des réformes à entreprendre.

3. Des réformes, mais jusqu'où ?

La finance est mondialisée et aucun pays ne peut s'extraire des règles du jeu collectif. Pourtant, les prérogatives régaliennes continuent de faire dépendre la supervision financière et la régulation prudentielle des Etats. La conclusion s'impose : pour être efficaces, les réformes prises par les Etats souverains doivent s'inscrire dans le cadre d'une recherche, au niveau international, d'un consensus sur des orientations générales.

Les projets pour faire évoluer le système financier ne manquent pas. Ils se fondent sur les explications consensuelles de la crise. Au stade actuel, des sommets interétatiques, des institutions internationales et des

commissions spécialisées proposent des feuilles de routes et des directives. On voit ainsi se dessiner des perspectives au niveau mondial. L'Europe, avec ses spécificités, joue également son rôle. Mais toutes ces réformes futures restent encore timides au regard des failles du système actuel.

Les orientations de la régulation mondiale

Au niveau mondial, les premières réactions à la crise vinrent du G7. Il adopta le 10 octobre 2008 un plan international visant à assurer la viabilité du système financier. Le 15 novembre, à Washington, c'est au tour du G20 de réagir en demandant à ses membres de tirer les leçons de la crise financière. La réunion du G20 à Londres le 2 avril 2009 marque encore plus les esprits. Elle affirme la volonté d'instaurer une régulation financière multilatérale. La même année, le sommet de Pittsburgh du G20 des 24 et 25 septembre est présenté comme crucial. Il se conclut sur un accord prévoyant la mise en place de nouvelles règles pour limiter les crises financières. Il faudra renforcer la transparence, la responsabilité et les normes prudentielles, mais également prévoir et gérer les futures crises. Certains parlent même de refondation du capitalisme financier. Le sommet de Toronto des 26 et 27 juin 2010 devra continuer à s'engager vers des solutions crédibles et concrètes.

A Pittsburgh, le G20 s'est affirmé comme l'enceinte officielle de discussion et de règlement des questions de finance internationale. Il prend ainsi rang au côté de deux organisations internationales bien plus anciennes : la Banque des règlements internationaux de Bâle (BRI) et le FMI.

Divers Conseils et Comités techniques sont actuellement en charge des réflexions et des propositions sur l'avenir de la finance mondialisée.

Jusqu'à la crise actuelle, trois Comités, pilotés par la BRI, jouaient les rôles clés à savoir : le Comité de Bâle de supervision bancaire, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et le Comité sur le système financier global.

Avec la crise, le G20 a promu le tout nouveau Conseil de stabilité financière (CSF) ². Le CSF est appelé à instaurer une

² Le CSF a succédé, à l'occasion du Sommet de Londres d'avril 2009, au Forum de stabilité financière (FSF). Le FSF fut créé en février 1999, à l'initiative du G7, à la suite de la crise financière asiatique de 1997. Le CSF est composé de hauts représentants des autorités financières na-

¹ Joseph Stiglitz, prix Nobel en 2001, est une des auteurs majeurs qui a travaillé, dès les années 1970 sur les limites de l'efficacité des marchés dans le domaine financier. « La crise a clairement révélé que l'autorégulation – qui est promue par l'industrie de la finance et qui pour moi est un oxymoron – ne marche pas » Joseph Stiglitz (2010, p. 149).

coordination des régulations nationales et à développer des mécanismes d'alerte face aux risques potentiels.

D'autres Comité sont également à l'œuvre dans le mouvement de réforme :

- Le Comité monétaire et financier du FMI ;
- L'Association internationale des contrôleurs d'assurance (IAIS en anglais) dont le siège est à la BRI ;
- L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) qui regroupe les régulateurs des principales bourses dans le monde ;
- Le Comité des normes comptables internationales et le Comité des normes financières internationales (IASB et FASB en anglais).

Jusqu'à la crise, la BRI était en pointe en proposant les dispositifs prudentiels (appelés « Accords de Bâle ») destinés à assurer la stabilité financière au niveau mondial. Les Accords de Bâle I de 1988 fixaient une limite minimale au montant de fonds propres des banques. Les Accords de Bâle II, opérationnels en 2004, approfondissent et élargissent le dispositif précédent en s'appuyant sur trois « piliers » : le premier reprend la question des exigences minimales en matière de fonds propres, le deuxième concerne le processus de surveillance prudentielle et le troisième aborde la discipline des marchés. Suite à la crise, un Accord Bâle III est en préparation.

Les travaux de réformes menés par les diverses instances s'engagent vers des régulations de nature microprudentielles et macroprudentielles. Les premières visent le comportement de chaque intermédiaire financier. Les secondes traitent des risques systémiques. Les deux aspects sont naturellement liés puisqu'il y a une interdépendance transversale entre les acteurs et les marchés. La défaillance d'une institution se déverse, à travers un effet dominos, sur l'ensemble du système. Au total, la résilience du système nécessite une forte coordination entre les contrôles microprudentiels et macroprudentiels.

Le versant microprudentiel repose sur les principes de bonne gouvernance, de saine gestion, de transparence accrue et de supervision rigoureuse des intermédiaires financiers. Les règles à mettre en place sont de nature diverses : de nouvelles normes sur les fonds propres et les ratios d'endettement,

tionales et internationales. Son siège est Bâle dans le cadre d'une proximité naturelle avec la BRI.

des provisionnements plus importants face aux engagements bancaires risqués, l'amélioration des règles comptables, une meilleure valorisation des actifs complexes, des rémunérations moins incitatives en matière de prises de risques.

Le versant macroprudentiel recouvre lui aussi plusieurs aspects : édicter une réglementation des agences de notation ; s'assurer que les règles microprudentielles sur les liquidités ne soient pas de nature procyclique ; améliorer le fonctionnement des marchés « de gré à gré » ; introduire des mécanismes de supervision différenciée selon les secteurs ; créer un système d'assurance du risque systémique où les contributions des établissements dépendraient de leurs expositions aux risques ; revoir les structures bancaires afin d'éviter la présence de banques « trop importantes pour sombrer » (*Too big to fail*) ; segmenter les activités financières pour réduire les effets de contagion.

Toutes ces propositions ne retiennent pas la même attention. Des sillons commencent à être tracés. Afin de donner un aperçu du futur possible, nous retiendrons trois suggestions tirées du rapport « sur la stabilité financière dans le monde » publié en avril 2010 par le FMI ³ : soumettre les établissements contribuant aux risques systémiques à des prélèvements spécifiques ; limiter la taille de certaines activités ; créer des chambres de compensation centralisées (CCC) pour les marchés de gré à gré sur produits dérivés. Le rapport suggère également de s'appuyer sur le choc provoqué par la crise pour réduire la voilure des établissements « trop importants pour sombrer ».

Les Etats commencent à envisager d'intégrer ces nouvelles orientations dans leurs législations respectives. L'administration Obama est exemplaire à cet égard ⁴. L'Allemagne veut aussi avancée en interdisant certains instruments financiers à hauts risques ⁵. L'Europe souhaite montrer qu'elle est en pointe.

³ *Global Financial Stability Report*, IMF, April 2010, voir notamment le chapitre 2 intitulé « Systemic risk and the redesign of financial regulation ».

⁴ Le Président Obama a proposé le 22 avril 2004, devant le New-York Stock Exchange, d'interdire aux banques de jouer avec leur capital sur les marchés spéculatifs. Sa volonté, exprimée en janvier 2010, d'introduire une taxe sur la responsabilité financière des banques dans la crise se concrétise, à partir du 20 juin, par le paiement d'un nouvel impôt sur les banques dont l'actif est supérieur à 50 milliards de dollars (il rapportera 117 milliards de dollars sur 12 ans)

⁵ Le gouvernement Merkel a proposé le 25 mai 2020 un projet de loi visant à interdire certaines ventes à découvert sur certains produits.

Les orientations de la régulation européenne

L'Europe s'inscrit dans le mouvement général de réforme impulsée au niveau international, mais avec une singularité. Alors que la politique monétaire est unique (pour la zone euro), le contrôle prudentiel continue de dépendre formellement de chaque Etat membre.

Concernant la politique monétaire, l'urgence de la crise a forcé la BCE a joué pleinement son rôle de « prêteur en dernier ressort ». Ses réactions se sont déclinées en trois volets ⁶ :

- Une adaptation du dispositif opérationnel avec un allongement des maturités des facilités de refinancement, l'élargissement de la gamme des contreparties éligibles au refinancement, l'extension du périmètre des contreparties éligibles et la mise en place de financement en devises.
- La mise en place de mesures qualifiées de « non conventionnelles » avec notamment un achat massif de titres publics et privés sur la base des taux de refinancement en vigueur.
- Une coopération vigoureuse avec d'autres banques centrales, surtout grâce à des accords de swap (d'échange réciproque) en devises.

La BCE souligne avec satisfaction que toutes ces mesures exceptionnelles sont restées compatibles avec l'objectif de stabilité des prix. Elles sont appelées à disparaître une fois la crise passée ⁷.

Contrairement à la politique monétaire, la supervision financière et le contrôle prudentiel relèvent formellement de la compétence de chaque Etat membre. Ceci posé, l'UE a une mission de coordination à

travers trois institutions : le SEBC (Système européen de banques centrales), la Commission et le Conseil des ministres. Les textes sont clairs à cet égard : « Le SEBC contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes [c'est-à-dire nationales] en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier. » (TFUE, art. 127.5). Par ailleurs, le Protocole du traité relatif au SEBC prévoit que la BCE participe activement à la coordination des contrôles prudentiels en appuyant les démarches de la Commission et du Conseil des ministres (art. 25 du Protocole). Le Parlement européen est également appelé à prendre part aux débats. Conformément à l'esprit des textes l'Europe a mis en place, dès la création de l'euro, un Comité sur le contrôle bancaire pour coordonner les supervisions nationales. Ce Comité commanda le *Rapport Lamfalussy* (publié en février 2001) qui servit de base au premier mouvement de consolidation de la supervision en Europe. C'est dans ce contexte de démarche de coordination que les accords de Bâle II furent définitivement entérinés par l'UE en 2007.

La crise déclenchée en 2008 oblige l'Europe à revoir sa politique en profondeur. Elle a d'abord demandé à un groupe d'experts, piloté par Jacques de Larosière, de faire de nouvelles propositions. Le résultat est le *Rapport Larosière*, livré en février 2009 sous le titre « *The high-level group report on financial supervision in the EU* ». Les conclusions du document ont été validées par la Commission puis le Conseil européen au cours de 2009. Elles sont traduites dans le « Paquet supervision » (voir encadré) qui devrait être opérationnel en janvier 2011.

La future supervision financière en Europe

Selon le « Paquet supervision », la surveillance microfinancière sera assurée par le Système européen de surveillance financière (SESF) alors que la surveillance macroprudentielle dépendra du Comité européen du risque systémique (CERS).

⁶ Pour plus de précisions, voir M. Dévoluy « La zone euro face à la crise : premières leçons », Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe, N° 9, Hiver 2009 et « L'orientation de la politique monétaire de la BCE au cours de la crise financière », dans le Bulletin mensuel de la BCE de janvier 2010. Rappelons ici que le taux directeur de la BCE est maintenu à 1% depuis mai 2009, alors qu'il était encore de 4,25% début juillet 2008.

⁷ Ce processus de désengagement (*phasing out*) a déjà commencé puisque des banques centrales, dont la BCE, ont décidé de suspendre les dispositifs de *swaps* en devises à partir du 1/02/2010. La BCE a également suspendu ses apports de liquidités en francs suisses dès le 31/01/2010. Par ailleurs, la BCE introduira un barème de décote progressif (il est actuellement de 5%) sur les titres n'ayant pas la garantie maximum. Cette décote sera fonction du risque et de la maturité. La BCE a déjà indiqué que certains titres ne seront plus admis en garantie à partir du 1/01/2011er janvier. Ce désengagement est naturellement contraint par les crises des dettes souveraines dans la zone euro.

Le SESF commande trois autorités spécialisées formées des superviseurs nationaux : l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des marchés financiers et l'Autorité européenne des assurances et pensions professionnelles. Ces autorités proposeront des normes qui deviendront effectives une fois validée par la Commission européenne. Elles veilleront à la cohérence générale du système. Le CERS comprend les représentants du SEBC et de l'UE ainsi que des superviseurs nationaux. Il évaluera les menaces potentielles, jouera un rôle d'alerte et formulera des recommandations et des avertissements pour éliminer les risques. Le secrétariat du CERS est assuré par la BCE. D'ailleurs, celle-ci se prépare effectivement à jouer un rôle croissant dans le contrôle prudentiel dans la zone euro puisqu'elle a transformé, le 15 février 2010, sa Direction de la stabilité et de la surveillance du système financier en une Direction générale. Cette dernière se trouve structurée en trois Directions : Surveillance de la stabilité financière, Evaluation de la stabilité financière et Politique des services financiers.

Mais les réponses de l'Europe à la crise ne s'arrêtent pas là. La promulgation par la Commission, le 30 avril 2009, d'une Recommandation sur les rémunérations dans le secteur financier [2009/384/CE] constitue une réaction en droite ligne avec la montée des mécontentements du corps social frappé par des sommes indécentes. L'avenir sera juge de la portée de cette Recommandation. L'Europe travaille également sur une Directive relative aux gestionnaires des fonds d'investissements alternatifs (*hedge funds*).

Pour le futur proche (fin 2010-début 2011), la Commission prépare des décisions sur une série de thèmes : supervision centralisée des agences de notation, gestion des risques et contrôle interne, transparence et standardisation sur les marchés dérivés, spéculation sur les marchés, marchés d'instruments financiers, qualité et quantité des capitaux propres des banques (on retrouve ici les préoccupations de Bâle III). Parmi les points du programme de la Commission se trouve l'idée d'une contribution du secteur bancaire aux coûts des futures crises. En l'espèce, il s'agirait de créer un réseau européen de fonds de résolution des défaillances bancaires. Une telle démarche est singulière. Les prochains

dysfonctionnements devront être à la charge des banques, ce qui est la moindre des choses. Mais sur le fond, cela revient à tolérer la fragilité structurelle de la finance.

Au total, les réformes entreprises par l'UE en réaction à la crise financière sont en résonance avec les réflexions menées au niveau international. Elles tendent à améliorer la surveillance des comportements et des marchés et à ne plus exonérer les banques des coûts des crises. Mais elles ne contestent pas le modèle actuel de financiarisation croissante de l'économie.

Pour des réformes plus radicales

Les mesures synthétisées ci-dessus sous-estiment l'inefficacité des marchés financiers et l'irrationalité des acteurs. Elles s'inscrivent dans le paradigme de l'efficacité de l'économie de marché en éludant une question fondamentale : celle de la mission collective assignée à la sphère financière.

La crise vient de prouver que le chômage, la croissance, l'état des finances publiques, le commerce international, la cohésion sociale, l'équilibre géopolitique mondial dépendent, directement ou indirectement, des performances des systèmes monétaires et financiers nationaux et internationaux. Par conséquent, l'économie a besoin d'un système monétaire et financier solide et au service de tous. Il s'assimile à une forme de bien public.

La finance doit inspirer confiance, être efficace et pérenne. Elle est là pour appuyer le développement de l'économie, y-compris par des couvertures de risques. Or, surtout depuis les années 1980, la finance s'est de plus en plus orientée vers des « créations de la valeur » sur des bases uniquement spéculatives.

En finance, la spéculation « pure » n'a pas pour finalité de couvrir des risques directement liés à l'activité économique. Elle relève, avant tout, d'une logique de jeu et de prise de risques déconnectés des sphères de la production et des échanges. Pourquoi pas ? Mais il faut alors en tirer les conséquences. La présence des *risk lovers* (les amoureux du risque) n'est pas nouvelle. L'essentiel est de protéger la collectivité des effets négatifs de leurs passions, ou de leurs cupidités.

Les sociétés ont toujours su créer des espaces spécifiques dévolus à ces *risk lovers*. Chaque fois, l'objectif est clairement d'éviter que leurs activités entraînent des coûts collectifs. Il suffit ici de penser aux casinos ou aux

circuits de vitesse. Les coutumiers des casinos ne menacent jamais les mécanismes de paiement et le système bancaire. Les passionnés de vitesse sur les circuits automobiles ne perturbent pas le réseau routier.

Nous proposons de prolonger ce raisonnement avec la création de casinos-financiers.

Ces casinos-financiers peuvent être des espaces totalement dématérialisés et mondialisés grâce aux techniques modernes. Leur objet est de permettre aux participants d'opérer sur toutes sortes d'instruments financiers sophistiqués comme les indices boursiers, les produits dérivés ou les CDS. La liste n'est pas close, et la fertilité de l'imagination des acteurs laisse d'ailleurs entrevoir de très beaux nouveaux produits.

Outre son intérêt collectif, notre proposition est en cohérence avec les logiques des politiques de recrutement des *traders* menées aujourd'hui par certains intermédiaires financiers. En effet, la principale qualité requise pour être engagé est d'être un excellent joueur de poker, notamment sur internet⁸.

Par définition, ces casinos-financiers sont coupés et totalement indépendants des systèmes monétaires et financiers nationaux ou internationaux. Les opérateurs, personnes physiques ou morales, n'ont pas le droit d'intervenir en actionnant directement des comptes tenus auprès d'un intermédiaire financier. Pour participer, les joueurs ont l'obligation d'alimenter, au préalable, leurs comptes auprès du casino-financier. Il y a ainsi une création de monnaie casino-financier. Et seule cette monnaie est utilisable. De plus, il est interdit aux casinos-financiers d'opérer sur le marché interbancaire et, a fortiori, de demander des refinancements auprès d'une banque centrale. Le système est donc clos, ce qui n'empêcherait pas une mise en réseau mondiale de ces marchés particuliers. Grâce à cette construction, les risques systémiques liés à la spéculation financière sont écartés et les débordements sur la sphère économique disparaissent. Les seuls liens demeurant avec l'économie proviennent des variations des patrimoines des joueurs.

Les activités de la finance-casino seraient bien entendu soumises à des taxes alimentant les budgets publics (nationaux ou

internationaux). Cette fiscalité pourrait rapporter comme une « taxe Tobin ». Mais elle n'a plus besoin de répondre à la logique de freiner les transactions financières susceptibles de déstabiliser les économies.

Au fond, notre approche représente une variante de la spécialisation bancaire. Il est vrai que cette conception n'est pas du tout dans l'air du temps puisque toutes les réformes avancées contournent la segmentation des intermédiaires financiers selon leurs types d'activité. Les choix politiques demeurent appuyés sur l'idée qu'une banque multifonctionnelle est mieux armée pour répartir ses risques. Pourtant, le système reposant sur la spécialisation des banques avait apporté la preuve de sa robustesse, notamment aux Etats-Unis et en France. Il fut introduit aux Etats-Unis avec le *Glass-Steagall Act* de 1933 à la suite de la crise de 1929 et son abandon définitif date de 1999. La France a connu ce régime avec sa loi bancaire de 1945 qui divisait les banques en trois catégories (dépôts, moyen et long terme, affaires), sans compter, en plus, quelques institutions spécialisées. Ce cloisonnement a totalement disparu avec la législation bancaire de 1984. Depuis les années 1980, partout dans le monde, l'idée de segmentation rime avec celle de régulation, elle est donc rejetée. Les réticences face à la spécialisation révèlent l'attraction irrésistible pour le maintien d'un cadre résolument concurrentiel dans lequel une banque doit être libre d'intervenir où bon lui semble, y-compris sur les activités purement spéculatives. Nous pensons, au contraire, que l'intérêt collectif commande de réguler en segmentant de façon radicale. En conclusion, nous plaillons pour les casinos-financiers afin d'éviter des crises systémiques aux conséquences néfastes pour la collectivité. La liberté de spéculer demeure, mais dans un espace dédié à cet effet. Ce recadrage de la finance permet de gagner en efficacité et en robustesse. Il appréhende le système monétaire et financier comme une forme de bien public.

⁸ Cette information est tirée du *Los Angeles Time* du 16 mai 2010.

Bibliographie

Banque de France, *La crise financière*, Documents et débats N°2, février 2009.

Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, Documents et débats N°3, janvier 2010.

Danielsson Jon, « Réflexions sur l'efficacité de la régulation financière », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, septembre 2009.

Stiglitz Joseph, *Freefall, Free markets and the sinking of the global economy*, Allen Lane, 2010.

Implications de l'imperfection des marchés financiers pour la politique monétaire

Meixing Dai *

Dans une économie de marchés financiers qui est soumise à un risque de dysfonctionnement et où les actifs financiers sont des substituts imparfaits, on ne peut pas négliger les marchés financiers et monétaires dans les décisions de politique monétaire comme le fait actuellement la littérature du ciblage d'inflation et des règles du taux d'intérêt. Le dysfonctionnement des marchés financiers et monétaires qui débouche sur une crise financière majeure caractérisée par l'éclatement des bulles spéculatives sur les prix des actifs réels et financiers, pourrait obliger la banque centrale à mener une politique du taux d'intérêt zéro associée à des politiques d'assouplissement quantitatif et/ou à des politiques de crédit destinées à sortir de la trappe à liquidité ou à l'éviter. Après la sortie de crise, il est indispensable de réviser la stratégie et la conduite de la politique monétaire en prenant en compte le fonctionnement imparfait des marchés financiers et monétaires.

La crise financière et économique 2007-2010 a fait apparaître l'importance de la prise en compte des marchés financiers et monétaires dans la conduite de la politique monétaire. Avant cette crise, il y a un large consensus parmi les économistes sur la conduite de la politique monétaire dans une économie de marchés financiers : une banque centrale indépendante et transparente ayant pour objectifs la stabilisation de l'inflation autour d'une cible et la stabilisation de l'écart de production par rapport à son potentiel peut parfaitement réussir sa mission en utilisant une règle du taux d'intérêt optimale, tout en ignorant les marchés financiers et monétaires. La crise actuelle et les mesures prises par les autorités monétaires pour stabiliser les marchés financiers et monétaires nous rappellent que les économistes ont omis des variables importantes, notamment les variables financières et monétaires, dans leurs théories sur la conduite de la politique monétaire.

Le consensus avant la crise actuelle

Le consensus sur la politique monétaire forgé par Milton Friedman, selon lequel l'inflation est "toujours et partout un phénomène monétaire" et le contrôle des agrégats monétaires en tant qu'instrument de politique permet de bien réaliser les objectifs d'inflation et d'écart de production par rapport à son potentiel, est progressivement

abandonné dans les années 1990 par les économistes et les banquiers centraux. Les recherches en politique monétaire dans les années 1970-1990 montrent que dans un contexte de libéralisation et d'innovation financières avec un accroissement considérable de la volatilité financière, le contrôle du taux d'intérêt en tant qu'instrument de politique monétaire peut être plus efficace que le contrôle de la quantité de monnaie ou de la base monétaire. Depuis la fin des années 1980, les banques centrales ont adopté de plus en plus la pratique du contrôle du taux d'intérêt de court terme afin de contrôler indirectement les taux d'intérêt de marchés. En 1990, la banque centrale de la Nouvelle Zélande a adopté clairement une cible d'inflation et a ouvert la voie à l'émergence du régime de ciblage d'inflation. Ce dernier a fait l'objet d'intenses recherches théoriques et empiriques depuis une vingtaine d'années. Ces recherches incluent celles qui portent sur les règles du taux d'intérêt du type Taylor et qui montrent que la Fed suivait une règle d'ajustement du taux d'intérêt des fonds fédéraux en fonction de l'écart entre l'inflation courante et la cible désirée et de l'écart entre la production et son potentiel.

Dans ce mouvement d'abandon du contrôle des agrégats monétaires en faveur du régime de ciblage d'inflation pour la conduite de la politique monétaire, un consensus sur la

* Université de Strasbourg (BETA)

stratégie monétaire s'est forgé parmi les économistes académiques et les banquiers centraux depuis la fin des années 1990. Les caractéristiques de ce consensus correspondent à celles d'un cadre d'analyse appelé « ciblage d'inflation flexible ». Ce nom reflète bien la primauté de l'inflation comme objectif ultime de la politique monétaire. Cela ne signifie pas que l'inflation constitue l'unique objectif de la banque centrale car un tel régime aurait un coût trop élevé pour être désirable. En effet, le terme « flexible » reflète la possibilité d'arbitrage à court terme entre la maîtrise de l'inflation et la stabilisation des activités réelles. L'efficacité de la politique monétaire repose sur l'hypothèse selon laquelle les comportements d'optimisation dynamique des agents privés sont soumis à des rigidités nominales. Comme les fluctuations de l'écart de production et du taux d'inflation sont transitoires, les anticipations rationnelles des agents privés impliquent que le taux d'inflation anticipée est égal au taux d'inflation cible annoncée par la banque centrale. Celle-ci a acquis auparavant sa crédibilité et son indépendance et elle communique avec le public en toute transparence. Autrement dit, les agents privés croient que l'objectif de l'inflation annoncée par une banque centrale peut se réaliser en moyenne sur le moyen et long terme. Le mécanisme de transmission de la politique monétaire est très simple dans ce cadre théorique. Puisque les prix s'ajustent lentement, la banque centrale peut influencer le taux d'intérêt réel à travers la variation de la valeur de son instrument de politique, à savoir le taux d'intérêt de court terme (taux d'intérêt directeur et taux d'escompte). En faisant varier le taux d'intérêt réel, la banque centrale modifie le prix relatif de la consommation présente par rapport à la consommation future et entraîne ainsi une variation voulue de la demande globale courante.

Par ailleurs, la monnaie et donc le crédit n'ont plus de rôle crucial et constructif à jouer dans la conduite de la politique monétaire. En d'autres termes, le marché de la monnaie n'est utile que pour déterminer l'offre de monnaie, qui répond de manière endogène à la demande de monnaie. Il peut donc être ignoré dans la prise de décisions de la politique monétaire. De même, le marché du crédit et plus largement les marchés financiers pourraient être ignorés dans la mesure où ils transmettent parfaitement les effets de la politique du contrôle du taux d'intérêt directeur vers l'économie réelle.

Pour prendre sa décision du taux d'intérêt, la banque centrale utilise toutes les informations pertinentes ayant un impact sur les prévisions de l'inflation et sur l'économie réelle. Les conditions sur les marchés financiers, en termes de croissance du crédit, des prix des actifs, des bulles spéculatives sur les marchés d'actifs ou de déséquilibres externes etc., ne sont pas considérées comme cibles de la politique monétaire que la banque centrale tente de stabiliser, contrairement à l'inflation et l'écart entre la production et son niveau potentiel. Ces conditions ne sont que des indicateurs, car elles fournissent des informations à la banque centrale sur l'état de l'économie, le mécanisme de transmission et des chocs exogènes. Elles ne sont prises en compte dans la fixation du taux d'intérêt directeur que dans la mesure où elles ont un impact sur les prévisions de l'inflation et l'allocation des ressources.

La politique du taux d'intérêt zéro et les mesures de sortie de la trappe à liquidité

En dehors du consensus avant la crise actuelle exposé ci-dessus, il y a un débat animé sur les expériences japonaises en matière de conduite de la politique monétaire au cours des années 1990 et 2000 dans un contexte caractérisé par la déflation suite à l'éclatement des bulles sur les prix des actifs financiers et réels. Le débat porte notamment sur les mesures à mettre en place lorsque le taux d'intérêt nominal approche le seuil zéro. Une des difficultés que le régime de ciblage d'inflation pourrait être amené à surmonter est formée par la limite constituée par le taux d'intérêt nominal nul (une sorte de trappe à liquidité imaginée par Keynes) dont la banque centrale ne pourrait pas s'affranchir sans mettre en place des mesures exceptionnelles. Le risque de buter sur la contrainte du taux d'intérêt zéro est d'autant plus grand lorsque la cible d'inflation est fixée à un niveau faible. En fixant une telle cible d'inflation, une banque centrale crédible et indépendante pourrait stabiliser le taux d'inflation à un niveau faible. Il est alors difficile, durant une crise financière et économique, de faire baisser suffisamment le taux d'intérêt réel qui est la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation, d'autant plus que ce dernier a tendance à baisser dans une économie en récession.

Lorsque la contrainte limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux est atteinte, la politique du taux d'intérêt devient inopérante car les

opérations d'open-market traditionnelles ne peuvent plus faire baisser davantage les taux d'intérêt sur le marché interbancaire et donc les taux d'intérêt sur les autres marchés financiers. Toutefois, il est possible que les effets dévastateurs sur l'économie des chocs financiers, dus à un éclatement d'une ou plusieurs bulles spéculatives sur les prix des actifs financiers et réels, impliquent qu'il faut baisser davantage le taux d'intérêt directeur afin de faire baisser les taux d'intérêt de marché de moyen et long terme appliqués aux emprunts privés à un niveau compatible avec une stabilisation des activités économiques. Dans une telle situation, l'économie est soumise à un risque de déflation et toute liquidité injectée par la banque centrale via les opérations d'open-market risque d'être entièrement absorbée par la « trappe à liquidité » sans aucun effet sur l'économie réelle.

Pour sortir de cette trappe à liquidité, il est essentiel de modifier les anticipations des agents économiques concernant le taux d'inflation future. La plupart des économistes étudiant la question du taux d'intérêt zéro partagent ce point de vue et suggèrent que la Banque du Japon s'engage dans des politiques qui augmenteraient l'inflation future. Toutefois, élever les anticipations d'inflation revient à s'engager à réduire le taux d'intérêt directeur dans le futur puisque c'est en s'engageant sur un taux d'intérêt directeur futur plus bas que la banque centrale affecte l'inflation future anticipée lorsqu'on s'approche de la borne limitant le taux d'intérêt nominal à zéro. Cependant, en perdant l'instrument du taux d'intérêt dans l'immédiat, la banque centrale ne peut ancrer de manière crédible, par de simples annonces, les anticipations d'inflation à des niveaux plus élevés dans le futur. Ceci est particulièrement vrai lorsque les anticipations privées prennent largement en compte ce qui se passe dans le passé et le présent.

Certains économistes proposent un changement de régime de politique monétaire en adoptant le ciblage du niveau général des prix. Ce régime est équivalent à un régime de ciblage d'inflation avec une cible variable qui s'ajuste en prenant en compte l'écart entre le prix réalisé et le prix cible. Une telle politique, si elle est crédible, a plus de chance de faire sortir l'économie de la déflation car une baisse de prix entraîne une hausse de la cible d'inflation et donc du taux d'inflation anticipée. Néanmoins, ce régime est soumis à la même difficulté

soulignée ci-dessus, à savoir que la banque centrale se fonde uniquement sur une annonce en vue d'influencer les anticipations inflationnistes, alors que cette annonce pourrait ne pas être crédible.

Dans le cas du Japon, la dévaluation du yen a été utilisée comme une solution de sortie de la trappe à liquidité dans laquelle l'économie s'est enfoncée depuis l'effondrement des prix des actifs au début des années 1990. Cependant, en l'absence de volonté de la Banque du Japon de s'engager dans une trajectoire d'inflation plus élevée ou de prix plus élevée, cette politique à elle seule ne peut pas lutter de manière efficace contre la déflation.

La politique budgétaire a été amplement utilisée par le gouvernement japonais avec une efficacité limitée, car elle ne permet que de compenser la baisse de la demande privée dans un contexte de crise de crédit et de liquidité. Elle a pour effet secondaire d'augmenter très fortement la dette publique japonaise, limitant ainsi la possibilité d'utiliser la politique budgétaire dans le futur.

Au début des années 2000, afin de lutter contre la déflation, la Banque du Japon a décidé de mener une stratégie appelée « politique d'assouplissement quantitatif », qui signifie en japonais « politique monétaire stimulante » et qui consiste à injecter plus de réserves dans le système bancaire que ce qui est nécessaire pour maintenir le taux d'intérêt à court terme à zéro. Cette stratégie a été très efficace pour stabiliser les marchés financiers. Elle avait cependant une efficacité limitée pour la relance de l'économie du Japon du fait que les banques ne prêtaient pas davantage et les entreprises ne désiraient pas emprunter plus pour investir.

Les politiques d'assouplissement quantitatif et de crédit

Le débat sur la politique monétaire japonaise a été fort utile pour guider la politique monétaire durant la crise financière 2007-2010. En réponse à la crise financière, les banques centrales les plus importantes du monde (la Fed, la BCE, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon) ont drastiquement abaissé leurs taux d'intérêt directeurs à un niveau proche de zéro.

Etant donné que la crise est globale, la dévaluation en tant que solution de crise ne peut être envisagée. La politique budgétaire est très sollicitée, ce qui conduit beaucoup de pays à connaître un déficit record en 2009.

Elle risque actuellement de buter sur la contrainte de solvabilité de l'Etat comme en témoigne la crise grecque en 2010 et elle ne peut pas venir de manière durable au secours de l'économie.

Le seul moyen efficace de ramener le calme sur les marchés financiers est d'injecter des liquidités sur les différents compartiments du marché financier afin d'assurer un fonctionnement normal de ces derniers en réorientant les épargnes liquidites vers les emprunteurs ultimes. L'apport de liquidité par la banque centrale sur les marchés d'actifs privés et publics est qualifié de « politique d'assouplissement quantitatif » par les observateurs de la politique monétaire.

Pour mieux communiquer avec le public sur les mesures de politique non-conventionnelles et pour faire la différence avec une politique monétaire consistant à injecter simplement de la monnaie centrale dans l'économie, le président de la Fed, Ben Bernanke, a préféré utiliser le terme d'« assouplissement de crédit » car la Fed est allée beaucoup plus loin sur la voie de l'assouplissement quantitatif en se focalisant notamment sur l'expansion du côté actif de son bilan, dont l'accroissement spectaculaire est voulu et destiné à faire baisser les taux d'intérêt sur les marchés de crédit. Dans une telle politique, par rapport à ce que la Fed fait traditionnellement dans le cadre des opérations d'open-market ou dans le cadre de réescompte, l'éventail des actifs acceptés est élargi, les échéances beaucoup plus longues et le nombre d'institutions financières qui ont accès à la liquidité centrale a été fortement augmenté suite à une modification des critères et/ou de statut. La pratique de la Fed a été suivie largement par la Banque d'Angleterre et dans une moindre mesure par la Banque centrale européenne. Fondamentalement, lorsque le taux d'intérêt tombe à un niveau proche de zéro, il n'y a rien de révolutionnaire en ce qui concerne les outils dont disposent les banquiers centraux. Leur outil principal est la communication de la politique au public (en priorité aux opérateurs des marchés financiers), suivie par des mesures de facilités de liquidité pour les banques et les grands groupes financiers sur certains marchés du crédit, et les achats de valeurs mobilières à long terme. Néanmoins, en faisant remonter les prix des actifs, ces mesures, lorsqu'elles sont utilisées de manière agressive et déterminée, sont très effectives pour stabiliser les marchés financiers.

L'utilisation du terme "d'assouplissement du crédit » par la Fed traduit un besoin de communication dans un contexte exceptionnel d'une grande crise globale. L'utilisation de ce terme nouveau pourrait permettre de mieux convaincre les opérateurs des marchés financiers de la volonté absolue de la banque centrale américaine de lutter contre la crise financière tout en les rassurant que la Fed ne pratique pas simplement une injection durable de liquidité. Ces mesures exceptionnelles ne devraient pas provoquer l'inflation en raison d'une croissance négative en 2009 et faible en 2010 dans la plupart des pays développés. Elles ne devraient donc pas provoquer des anticipations d'inflation future excessive car lorsque l'économie revient sur la trajectoire de croissance potentielle, les liquidités injectées pourraient être retirées grâce à une revente de ces actifs sur les marchés financiers redevenus normaux ou au remboursement à l'échéance de ces actifs.

Le mécanisme de transmission des effets de la politique d'assouplissement de crédit vers l'économie réelle pourrait être bloqué en raison des choix politiques concernant le sauvetage financier et du fait des frictions dans le fonctionnement du système bancaire et financier. Premièrement, cette politique s'oriente vers les grandes institutions financières dont la faillite présente un risque systémique, les petites et moyennes institutions pourraient continuer à subir les effets de la crise financière et économique. Dans ce contexte, le marché du crédit pourrait ne pas retrouver le rythme de croissance qui permet une croissance soutenue de l'économie. Deuxièmement, les grandes institutions financières renforcent leur position dominante grâce au soutien public et du fait de l'affaiblissement et/ou de la faillite des concurrentes plus petites. Elles pourraient donc se permettre d'augmenter le coût de crédits accordés et ne sont pas prêtes à augmenter de manière significative le montant des crédits. Par ailleurs, certaines d'entre elles doivent renforcer leurs capitaux propres afin de renflouer les pertes liées à la dépréciation des actifs dans leur bilan. Enfin, les liquidités injectées dans le système bancaire et financier pourraient être détournées vers la spéculation sur les marchés financiers et des matières premières. Il en résulte, d'une part, des effets positifs pour les bilans des institutions financières et bancaires dus à la hausse des prix des actifs et, d'autre part, un risque d'inflation dans la mesure où les prix des matières premières peuvent augmenter fortement avant que

l'économie mondiale ne retrouve le chemin de croissance. Ce risque d'inflation s'accompagnera d'un risque de rechute de la croissance mondiale car la hausse des prix des matières premières prive l'économie d'un moteur traditionnel et précieux de la reprise, à savoir les prix bas des matières premières.

La politique d'assouplissement de crédit présente plusieurs risques du point de vue macroéconomique. A part le risque d'inflation lié à la spéculation sur les matières premières, il y a celui d'une inflation liée au fait que les apports de liquidités pourraient être durables, soit parce que les actifs acquis par la banque centrale sont de mauvaise qualité, donc jamais remboursés, soit que les institutions financières ont un besoin durable du soutien financier de la banque centrale. En maintenant durant une période prolongée le taux d'intérêt directeur à zéro et la politique d'assouplissement de crédit, les économies telles que les USA, l'UE, et le Royaume Uni pourraient accumuler des excédents de liquidités. Ces liquidités se retrouveraient ensuite dans les caisses des banques centrales des pays émergents ou exportateurs de matières premières via les excédents commerciaux et les entrées des capitaux financiers. Cela risque d'entraîner les dévaluations de l'euro, de l'USD et de la livre sterling, ce qui déterminera des désordres financiers et monétaires et une hausse d'inflation au niveau mondial.

Stabilisation financière et émergence d'un nouveau consensus

Les mesures exceptionnelles pour sauver le système bancaire et financier ont incité les économistes et les banquiers centraux à se demander si la politique monétaire menée avant 2007 était en partie responsable de la grande crise financière 2007-2010. En luttant contre l'inflation de manière efficace, la politique monétaire aurait permis à l'économie mondiale de connaître une période de grande modération du taux d'inflation avec une fluctuation moindre de la production. A posteriori, on pourrait se demander si cette grande modération incite les banquiers et les opérateurs financiers à devenir insensibles à la perspective d'une éventuelle crise systémique de grande ampleur.

Les expériences de cette grande crise financière nous montrent que la stabilité des prix ne permet pas d'assurer une plus grande stabilité des marchés financiers. Au contraire, elle pourrait contribuer à amplifier les crises

financières en incitant les opérateurs financiers à croire que la stabilisation économique implique nécessairement moins de risque financier systémique.

Un consensus émerge actuellement parmi les banquiers centraux et les économistes monétaires : la stabilité des prix, en étant en fait souvent associée à une croissance excessive du crédit et au gonflement excessif des bulles sur les prix des actifs financiers et réels, ne garantit pas la stabilité financière.¹ Pour éviter une crise systémique importante, il faudrait en premier lieu une meilleure réglementation, comprenant notamment l'adoption de nouveaux outils macro-prudentiels.

Vers une nouvelle politique monétaire « normale »

La crise financière actuelle amène les économistes à s'interroger sur la manière dont la banque centrale doit conduire la politique monétaire lorsque l'économie revient à une situation normale. Les débats actuels portent sur plusieurs sujets d'importance. Le consensus qui émerge de ces débats déterminera dans une large mesure la manière de conduire la politique monétaire dans le futur. Certains débats ne sont pas totalement nouveaux, car l'éclatement des bulles internet en 2000 a déjà stimulé des discussions sur la prise en compte ou non des prix des actifs dans la conduite de la politique monétaire sous le régime de ciblage d'inflation flexible ainsi que sur le rôle de la politique monétaire dans la prévention d'un gonflement excessif des bulles spéculatives. La crise actuelle a suscité un renouveau dans ces débats.

Prévention des bulles spéculatives

Un premier débat concerne la relation entre la politique monétaire et les bulles spéculatives sur les prix des actifs financiers et réels. Les économistes partagent l'avis selon lequel les mesures réglementaires sont les outils adéquats pour lutter contre l'émergence des bulles importantes. Elles doivent être conçues pour améliorer le fonctionnement du système financier de manière générale, et pour lutter contre les comportements spéculatifs en particulier. Dans la perspective

¹ Voir Carney (2009). La stabilité financière est définie comme une situation où le système financier remplit ses fonctions principales de paiements, de canalisation de l'épargne vers l'investissement et de partage des risques sans provoquer des perturbations ayant des coûts sociaux élevés (Svensson, 2010).

d'une lutte contre la spéculation excessive, la nouvelle réglementation financière et bancaire pourrait prévoir par exemple de limiter la taille des banques afin d'éviter le problème de « la trop grande taille pour faire faillite (too big to fail) », de durcir l'exigence des fonds propres, de réduire les effets de levier, d'interdire la spéculation des banques pour compte propre, et de déconnecter les gains spéculatifs immédiats des rémunérations immédiates des traders et des dirigeants des établissements financiers et bancaires.

Certains économistes considèrent qu'il est possible et souhaitable d'utiliser la politique monétaire, en évitant de garder le taux d'intérêt directeur trop bas pendant trop longtemps et en remontant celui-ci de manière préventive, pour casser les bulles spéculatives à un stade précoce plutôt que de les laisser se développer avec des conséquences dues à leur éclatement ultérieur inévitable, beaucoup plus dramatiques pour l'économie. Il faut toutefois souligner la difficulté de détecter les bulles spéculatives sur les prix des actifs. Par ailleurs, ces bulles ont tendance à se développer malgré des hausses du taux d'intérêt. Une autre voie de réflexion pourrait nous amener à concevoir une stratégie monétaire permettant de modifier le comportement des agents économiques pour rendre l'économie dynamiquement plus stable et moins soumise à la formation des bulles spéculatives sur les prix des actifs.

Un objectif de stabilité financière pour la banque centrale

La plupart des économistes s'accordent à dire qu'une meilleure réglementation financière constitue la meilleure réponse pour prévenir l'instabilité financière. Cependant, il est pratiquement impossible d'interdire aux opérateurs financiers d'innover et de commercialiser de nouveaux produits financiers destinés à contourner les règles fixées par les autorités de régulation nationale ou internationale. Par conséquent, l'instabilité financière pourrait persister.

Par ailleurs, cette réponse réglementaire changera le mécanisme de transmission des effets de la politique monétaire. Elle a donc des implications pour la conduite de cette dernière. Les réflexions les plus courantes portent sur la conception de la politique du taux d'intérêt. La question est de savoir s'il faut ou non la concevoir à des fins de stabilité financière en modifiant l'objectif de stabilité

des prix des banques centrales pour y inclure un objectif de stabilité des marchés financiers ou des prix d'actifs. Dans l'affirmatif, Il convient de s'assurer que les banques centrales conservent leur crédibilité et soient en mesure d'ancrer les anticipations inflationnistes.

Walsh (2009) observe que les distorsions sur les marchés financiers et les chocs susceptibles de générer des effets réels pour la politique monétaire impliquent que la stabilité financière pourrait nécessiter des arbitrages avec les objectifs de stabilisation de l'inflation et de la production. Par contre, pour Svensson (2010), il n'est pas nécessaire d'introduire un nouvel objectif de stabilité financière pour la banque centrale. Il est cependant important d'intégrer les facteurs financiers dans les modèles standards de transmission de la politique monétaire utilisés par les banques centrales et de mieux prendre en compte les effets de ces facteurs sur la prévision de l'inflation en élargissant l'horizon considéré. Dans la pratique, bien que la plupart des banques centrales aient ajouté un objectif de stabilité financière ces dernières années, les décisions de la politique monétaire et de la stabilité financière sont souvent prises séparément (Carney, 2009).

Une meilleure prise en compte du mécanisme de transmission

Dans les cadres théoriques standards justifiant la supériorité de la politique du taux d'intérêt, du ciblage d'inflation ou du ciblage du niveau général des prix par rapport à une politique de contrôle des agrégats monétaires, le traitement des marchés financiers est très simplifié dans la mesure où on a ignoré non seulement l'accélérateur financier mais aussi les dynamiques pro-cycliques sur les marchés modernes de la monnaie et du crédit. En effet, dans ces cadres standards, les actifs financiers sont considérés comme des substituts parfaits et le fonctionnement des marchés financiers et monétaires est efficient de sorte que tous les taux d'intérêt de marché sont identiques aux taux d'intérêt (taux directeur et taux d'escompte) contrôlés par la banque centrale. En ce qui concerne le marché monétaire, on suppose que les banques commerciales et la banque centrale fournissent autant de monnaie que ce dont l'économie a besoin. Ces hypothèses semblent pertinentes lorsque l'économie fonctionne normalement ou en expansion. Elles s'avèrent problématique lorsque l'économie est entrée en crise. Par ailleurs,

l'ignorance de l'existence de ces marchés pourrait induire les économistes à biaiser l'évaluation de l'efficacité respective du contrôle d'un agrégat monétaire et du taux d'intérêt par la banque centrale.

Une prise en compte de toute la chaîne de transmission qui comprend le marché de réserve, le marché monétaire, les marchés des actifs financiers et du crédit, permet de revoir dans quelle mesure la stratégie du ciblage d'inflation, celle du ciblage du niveau général des prix ou la règle de Taylor pourraient intégrer les variables financières et monétaires ainsi que les paramètres caractérisant les marchés financiers et monétaires. Les recherches sur la stratégie de politique monétaire intégrant les frictions sur les marchés des actifs, du crédit, de la monnaie et des réserves bancaires devraient contribuer à accroître notre compréhension des effets de la politique monétaire ainsi qu'à améliorer sa conduite dans la pratique. On peut toutefois s'attendre à ce qu'il soit difficile d'établir une relation stable entre la stabilité des prix et la stabilité financière du fait de la complexité croissante du mécanisme de transmission des effets des chocs réels et financiers, et de la politique monétaire.

La stratégie à deux piliers de la BCE

Au cours de la dernière décennie, les banques centrales à travers le monde ont adopté de plus en plus le régime de ciblage d'inflation pour conduire la politique monétaire. Celui-ci est présenté comme étant plus efficace dans la lutte contre l'inflation que le régime de ciblage des agrégats monétaires. Dans ce contexte, la stratégie de politique monétaire à deux piliers de la BCE, annoncée à l'automne de 1998, semble tout à fait singulière et devient rapidement controversée.

L'attention particulière que porte la BCE aux agrégats monétaires témoigne du besoin de continuité par rapport à la politique monétaire de la Bundesbank. Certains économistes soulignent que la Bundesbank, en annonçant une cible d'inflation et en communiquant de manière transparente avec le public, pratique en réalité une stratégie de politique monétaire proche de celle de ciblage d'inflation. D'autres économistes montrent que la Bundesbank porte à la fois une attention à la cible d'inflation et aux agrégats monétaires et qu'elle adopte de ce fait une stratégie monétaire mélangeant le ciblage d'inflation et le ciblage monétaire, ce qui est le cas pour la BCE. Dans la pratique,

en respectant le traité de Maastricht, la BCE accorde un poids beaucoup plus important à l'objectif de la stabilité des prix qu'à celui de la stabilité de la production dans la zone euro. Le choix de deux piliers était vu comme un moyen de structurer les informations fournies par une quantité importante de données, qui serait utile à la fois pour la discussion interne au sein de la BCE et pour communiquer avec le public (Issing, 2006). Cependant, la BCE n'a pas fourni un cadre théorique clair justifiant une telle stratégie.

Plusieurs voies de recherche ont été explorées afin de donner un cadre théorique à la stratégie des deux piliers. Une des approches consiste à formuler les courbes de Phillips et IS de la zone euro dépendant des encaisses réelles. Une autre approche consiste à fournir des modèles empiriques de courbe de Phillips à deux piliers, en testant l'hypothèse que l'inflation peut être décomposée en une « tendance » expliquée par la croissance monétaire passée lissée et une déviation par rapport à la tendance expliquée par l'écart de production. D'autres recherches n'attribuent pas un rôle à la monnaie dans les courbes de Phillips et/ou IS. Dans cette perspective, la nécessité d'annoncer un objectif de croissance monétaire (valeur de référence) est justifiée par le fait que la banque centrale peut influencer le taux d'intérêt réel à travers l'effet de liquidité à court terme mais pas à moyen et long terme. Afin de réduire l'incertitude à long terme du niveau des prix et d'assurer la cohérence entre les attentes d'inflation à court terme et à long terme, le seul moyen d'action de la banque centrale est d'influencer les anticipations d'inflation à travers l'annonce d'un objectif de croissance monétaire. Par ailleurs, en cas de perceptions erronées persistantes quant à la production potentielle, la méthode de recoupement (cross-checking) suivie par la BCE dans le cadre de la stratégie à deux piliers et l'évolution des taux d'intérêt en réponse à des écarts persistants de la croissance monétaire à long terme peut avoir des propriétés de stabilisation. En effet, dans la mesure où la croissance monétaire est utile comme indicateur, il n'y a aucune raison a priori d'exclure les variables monétaires de l'ensemble des indicateurs qui sont pris en compte par la banque centrale.

Compte tenu des réflexions récentes sur la politique monétaire, il semble que les voies de recherche sur la stratégie à deux piliers suggérées par Papademos (2006) sont prometteuses. A part l'effet d'encaisses réelles

sur la demande agrégée déjà exploré, l'intégration dans un modèle macroéconomique dynamique de l'asymétrie des informations et des contraintes de liquidité ou de crédit susceptibles d'affecter considérablement le comportement des agents économiques ainsi que la prise en compte des effets de richesse liés aux mouvements des prix des actifs réels et financiers restent à explorer et pourraient donner lieu à des résultats originaux.

Dans cette nouvelle perspective, l'arbitrage entre la stabilité financière et la stabilité des prix pourrait justifier que la BCE utilise deux instruments à la fois, le contrôle du taux d'intérêt et le contrôle du ratio de réserves obligatoires des banques (qui peut être remplacé par des mesures macro-prudentielles). La prise en compte du fonctionnement imparfait des marchés du crédit, de la monnaie et des réserves ainsi que la distinction entre différents taux d'intérêt du marché et le taux d'intérêt politique peuvent également justifier une stratégie à deux piliers dans le sens que la banque centrale contrôle à la fois le taux d'intérêt directeur et la croissance d'un agrégat monétaire étroit tel que la base monétaire pour davantage ancrer les anticipations d'inflation afin de mieux assurer la stabilité dynamique de l'économie.

Conclusion

La grande crise financière 2007-2010 constitue une occasion de réflexions privilégiée pour rénover les cadres théoriques de la politique monétaire et les pratiques des banquiers centrales. Cette crise soulève des questions concernant aussi bien les mesures de politique monétaire non-conventionnelles (assouplissement quantitatif et de crédit), qui sont nécessaires pour sortir l'économie mondiale de la trappe à liquidité lorsque le taux d'intérêt directeur tombe à zéro, que la stratégie d'abandon des mesures exceptionnelles. De plus, elle met en évidence l'importance de la prise en compte du fonctionnement des marchés financiers, monétaire et des réserves bancaires dans la

définition de la stratégie de politique monétaire lorsque l'économie revient à une situation normale. Il reste à s'interroger sur la capacité d'une stratégie de politique monétaire à prévenir les grandes crises, et ainsi de renforcer la stabilité des prix et de mieux stabiliser la production autour de son potentiel. Par ailleurs, la prise en compte de ces différents marchés pourrait permettre de donner un fondement théorique à la stratégie à deux piliers de la BCE.

Bibliographie

Carney, Mark (2009), "Some considerations on using monetary policy to stabilize economic activity," Remarks by Mr Mark Carney, Governor of the Bank of Canada, to a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 22 August.

Issing, Otmar (2006), "The ECB's Monetary Policy Strategy : Why did we choose a two Pillar Approach ?" Speech at the Fourth ECB Central Banking Conference "The role of money : money and monetary policy in the twenty-first century" Frankfurt am Main, 10 November.

Papademos, Lucas (2006), "The role of money in the conduct of monetary policy," Speech at the Fourth ECB Central Banking Conference "The role of money : money and monetary policy in the twenty-first century" Frankfurt am Main, 9 November.

Svensson, Lars E O (2010), "Inflation targeting after the financial crisis," Speech by Prof Lars E O Svensson, Deputy Governor of the Sveriges Riksbank, at the International Research Conference "Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis", Mumbai, 12 February.

Walsh, Carl (2009), "Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity," Paper prepared for the symposium "Financial Stability and Macroeconomic Policy." Jackson Hole, Wyoming, August.

Sabine Saurugger, "Théories et concepts de l'intégration européenne", Presses de Science-Po, 2009

Eric Maulin *

Les ouvrages sur la théorie générale de l'intégration en français sont assez rares. C'est donc avec plaisir qu'on accueille ce fort volume de 483 p. lequel présente la mosaïque des théories de l'intégration, retrace leur genèse et leur généalogie et soulève des questions fondamentales quant à la valeur d'exportation du modèle européen d'intégration dans la mondialisation.

La théorie générale de l'intégration n'est guère prisée en France alors qu'elle est incontournable dans le monde anglo-saxon. La littérature sur le sujet est principalement de langue anglaise et reste ignorée. C'est pourtant un bon moyen d'entrer dans les systèmes d'explication de la construction européenne et revenir ainsi, par delà la complexité et l'abstraction première des formules, à quelques idées élémentaires qui, une fois comprises, guident le classement des faits et l'interprétation qu'on leur donne. Car c'est bien la vertu des systèmes que de tout simplifier et dégager des schémas, des arborescences qui formeront l'ossature de notre compréhension des structures économique-politiques intégrées. En ce sens la théorie générale a une valeur clairement propédeutique.

Une autre vertu de la théorie générale est d'inciter à une approche interdisciplinaire. La construction européenne n'est ni l'affaire des juristes, ni des économistes ni des politistes ou des sociologues exclusivement. Mais parce que ces disciplines s'ignorent trop souvent, en France, et que les lieux d'interdisciplinarité restent rares, les approches disciplinaires de l'intégration européenne s'ignorent dédaigneusement et ne génèrent que des savoirs partiels aux prétentions hégémoniques ou réductrices. La théorie générale de l'intégration est un bon moyen de franchir ces frontières. Certes, l'ouvrage de Sabine Saurugger est d'abord l'œuvre d'un politiste, mais la nature même de son interrogation l'oblige à multiplier les points de vue et à se confronter aux points de vue disciplinaires.

En outre, la théorie générale de l'intégration invite à la comparaison des intégrations

régionales et des théories des intégrations régionales. De ce point de vue, le titre de l'ouvrage de Sabine Saurugger pourrait être corrigé en *théories et concepts de l'intégration régionale et notamment européenne*. Si les théories de l'intégration européenne occupent en effet l'essentiel de l'ouvrage, des développements substantiels, stratégiquement placés aux premier et dernier chapitres, sont consacrés aux théories des intégrations régionales comparées, à l'origine et aujourd'hui. Cette comparaison est particulièrement bienvenue à l'heure où ce qu'on présente parfois comme le modèle européen d'intégration régionale, le redoublement politique d'une intégration économique, est soumis à des tensions qui menacent non seulement l'exemplarité du modèle mais l'existence de la structure. Le dernier chapitre, tout particulièrement, offre un cadre d'analyse particulièrement saisissant pour comprendre le déclin du modèle européen d'intégration qui accompagne l'irrésistible déplacement de l'axe du monde un peu plus à l'Ouest. Le sentiment, au bout du dernier chapitre, d'avoir accompli comme un cycle du développement des théories des intégrations régionales confère en effet à l'ouvrage sa précieuse dimension encyclopédique.

En présentant la mosaïque des théories, en abordant des problématiques transdisciplinaires, en réintroduisant la méthode comparative entre les intégrations régionales, l'ouvrage oblige le lecteur à un constant effort de décentrement critique par rapport aux interprétations paresseuses des processus de l'intégration.

* Université de Strasbourg (IHEE)

But et manière de l'auteur

Il est de présenter les différentes théories de l'intégration européenne en soulignant les lignes de partage entre les approches conceptuelles. Ce ne sont donc pas les processus d'intégration mais les manières de les comprendre et les explications mobilisées pour les rendre intelligibles qui sont l'objet du livre.

L'ouvrage est structuré en trois grandes parties qui présentent de manière critique les théories en ce qu'elles répondent à deux problèmes fondamentaux : pourquoi construire un système politique intégré ?, comment analyser un système politique intégré ?, puis, dans une troisième partie, propose de montrer comment la théorie des relations internationales, dont la théorie générale de l'intégration est issue mais qui semblait s'en être émancipée, redevient pertinente pour comprendre l'évolution du modèle européen dans la mondialisation.

La première partie, après avoir rappelé les origines du régionalisme, après la Seconde guerre mondiale, et montré qu'à l'ancien système international euro-centré succédait déjà un système polycentré autour de solidarités régionales en construction, présente de manière critique trois grandes théories de l'intégration : le néofonctionnalisme, l'intergouvernementalisme et le fédéralisme.

L'approche néofonctionnaliste, initiée par Ernst B. Haas à la fin des années cinquante, marque un tournant qui est à l'origine d'une certaine émancipation de la théorie générale de l'intégration de la théorie des relations internationales. C'est dans les premiers ouvrages de Haas que l'on trouve la théorie de la méthode appliquée par Monnet et Schuman. Elle repose sur l'idée que les idéologies et les conflits politiques ne jouent qu'un rôle secondaire dans les processus d'intégration, qui résultent de la compétition entre d'autres acteurs, économiques principalement.

Ce qu'on qualifie un peu rapidement de mondialisation a d'abord et surtout consisté en une régionalisation, phénomène qui après 1945 ne touche pas seulement l'Europe mais l'ensemble du monde et permet, du moins dans les années 1950 et 1960 des études comparatives. Le retour aux origines des approches théoriques sur les intégrations régionales permet de mettre en évidence les premières fonctions des intégrations régionales : résoudre les crises économiques

et assurer la sécurité des Etats se regroupant autour d'un système de libre échange. L'auteur montre bien comment l'approfondissement du projet européen révélant sa spécificité marque à la fois la fin des études comparatives et du recours à la méthode néofonctionnaliste. Le paradigme néofonctionnaliste, auquel les juristes continuent de se référer, souvent un peu superficiellement, apparaît ainsi nettement délimité à une époque, c'est-à-dire au développement d'une problématique dans un certain contexte international.

L'intergouvernementalisme et le fédéralisme sont ensuite étudiés comme des théories critiques des premières tentatives, construites à partir des échecs ou des limites de la tentative néofonctionnaliste.

La deuxième partie de l'ouvrage, *Comment analyser un système politique intégré ?*, porte plutôt sur la méthode. Après avoir soigneusement distingué deux grandes catégories d'approches des phénomènes d'intégration, par le haut (théorie des relations internationales) et par le bas (théorie de l'Etat), Sabine Saurugger s'attache particulièrement à montrer comment des méthodes conçues pour l'analyse des phénomènes intraétatiques, politiques publiques, sociologie des acteurs, processus d'europanisation, se sont imposées à partir du milieu des années 90 pour en expliquer les principaux aspects de l'intégration européenne. La synthèse, ample, complète, présente ainsi l'essentiel des grands travaux de langue anglaise et française qui ont profondément renouvelé la compréhension des mécanismes de l'intégration en les affranchissant de leurs premiers et longtemps exclusifs référents juridiques.

Enfin, la troisième partie de l'ouvrage, *Un système intégré dans le monde*, s'attache à montrer comment les Relations internationales retrouvent l'Union européenne. Sous ce titre un peu alambiqué l'auteur aborde la question de la pertinence des concepts issus de la théorie de l'Etat pour l'étude et la théorisation de l'intégration européenne. Les outils développés par les approches des politiques publiques, de la politique comparée, de la sociologie, etc, ont relativisé l'originalité prétendue de la construction européenne et permis de réintroduire une dimension d'études comparées entre la construction européenne et les autres constructions régionales. Cette étude comparative est favorisée par le processus de la mondialisation qui conduit de

nombreuses régions du monde à rechercher une certaine forme d'intégration ou de coopération renforcée. Le renouveau du régionalisme, depuis les années 90, est un facteur de renouvellement de la théorie des relations internationales lequel favorise naturellement la comparaison entre les organisations régionales.

Au terme de cet ouvrage on reste saisi par l'impressionnante synthèse réalisée par l'auteur, qui couvre, dans le temps et l'espace, l'essentiel de la littérature sur le régionalisme. Une ample bibliographie de plus de 70 pages atteste de l'étendue de l'information en même temps qu'elle offre un précieux compendium sur le sujet.

OBSERVATOIRE DES POLITIQUES ECONOMIQUES EN EUROPE

Pôle européen de gestion et d'économie (PEGE), 61, avenue de la Forêt Noire - 67085 Strasbourg Cedex

Site Internet : <http://opee.unistra.fr> Courriel : thierry.stolle@unistra.fr

Directeur de la publication : Michel Dévoluy, Chaire Jean Monnet

Imprimé dans le cadre de l'Université de Strasbourg

Numéro ISSN. 1298-1184

Co-responsabilité de l'OPEE : Michel Dévoluy et Gilbert Koenig

Ont participé à la rédaction de ce bulletin :

Meixing Daï, Maître de Conférences, Université de Strasbourg, BETA - Michel Dévoluy, Professeur, Université de Strasbourg, BETA - Gilbert Koenig, Professeur, Université de Strasbourg, BETA - Eric Maulin, Professeur Université de Strasbourg, IHEE - Jean-Paul Pollin, Professeur, Université d'Orléans, LEO - Eric Rugraff, Maître de Conférences Université de Strasbourg, BETA - Jamel Trabelsi, Maître de Conférences, Université de Strasbourg, BETA

Conception graphique : Pierre Roesch, Strasbourg

Mise en page : Thierry Stollé François Mauviard

UNIVERSITÉ DE STRASBOURG

