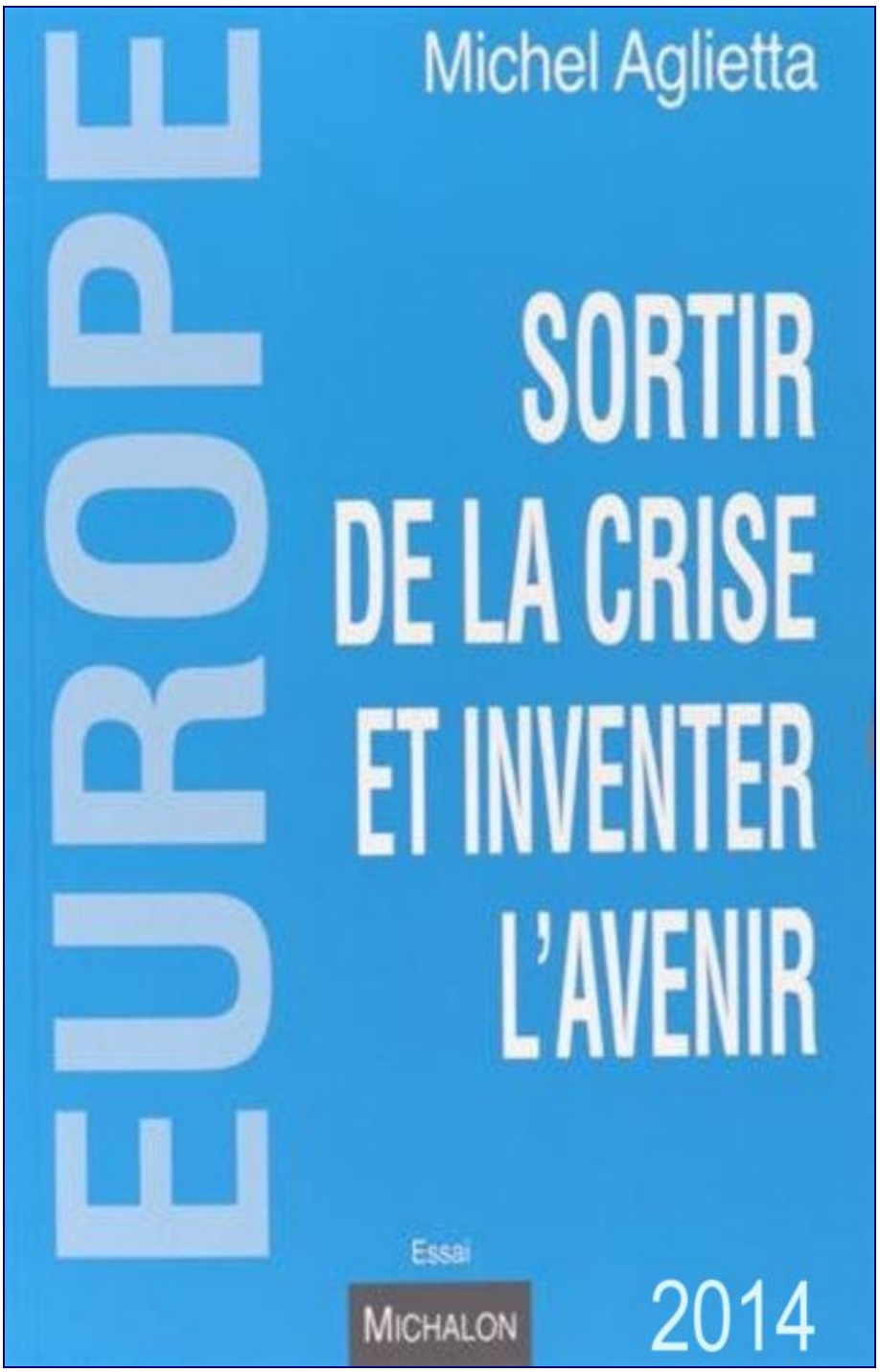

EUROPE
Michel Aglietta
SORTIR DE LA CRISE ET INVENTER L'AVENIR
Essai
MICHALON
2014

SORTIR DE LA CRISE ET INVENTER L'AVENIR

INTRODUCTION

1. Quelles politiques économiques a-t-on menées depuis la crise grecque et pour quels résultats ?

États-Unis et zone euro : la grande divergence

• *Dettes privées et publiques dans le cycle financier*

Les erreurs cardinales de politique économique en zone euro

• *L'assainissement trop timoré des bilans bancaires*

• *L'incapacité à empêcher la propagation de la crise grecque*

• *L'inversion précipitée des politiques budgétaires : de la relance conjointe à l'austérité simultanée*

Le piège de la stagnation séculaire

2. Quelles initiatives institutionnelles a-t-on prises depuis la crise ?

L'incomplétude de l'euro

Les initiatives dans le domaine monétaire et bancaire

• *Provisions de liquidités et assouplissement du collatéral*

• *Juin-septembre 2012 :les décisions cruciales et leurs prolongements*

Les initiatives dans le domaine budgétaire

• *Les pare-feux pour les finances publiques : FESF et MES.*

• *Le Traité européen d'union budgétaire*

3. Quels handicaps se sont aggravés dans la zone euro ?

Divergences dans la zone euro : les coûts et les prix

• *Le prix de l'immobilier : principal facteur de divergence entre les économies.*

• *La divergence des coûts du travail*

• *L'énigme du prix des services aux entreprises*

Divergences dans la zone euro :compétitivité et dynamique industrielle

• *Conséquences : divergences dans les balances de paiements et polarisation industrielle*

L'impact délétère des divergences structurelles sur la cohésion de la zone euro et les risques politiques.

4. Y a-t-il un affaiblissement spécifique de la France ?

Rentabilité et financiarisation des entreprises :la fragilité des PME

• *Le problème particulier des PME*

La financiarisation et les méfaits de la gouvernance actionnariale

• *Gouvernance actionnariale et négation du contrat social*

• *Le gaspillage des ressources humaines et le déficit français en emploi*

Système d'innovation et compétitivité : le désert français

• *L'absence de système d'innovation affirmé en France face au Mittelstand allemand*

• *Les leçons de l'expérience allemande*

5. Comment remettre sur pied la finance européenne ?

Achever l'union bancaire et faire évoluer le modèle bancaire

• *La réalisation de l'union bancaire : un processus laborieux*

• *Union bancaire et rôle des banques dans le financement de l'économie*

Le nécessaire aggiornamento de la politique monétaire

• *Une nouvelle dimension pour la politique monétaire :la finalité macroprudentielle*

• *Stabilité financière et dette publique : une politique monétaire multi objectifs*

Financer le long terme
• *Adapter réglementation prudentielle et normes comptables aux investisseurs de long terme*
• *Créer de nouveaux canaux et de nouveaux instruments de financement adaptés au cycle de vie des entreprises*
• *Une nouvelle intermédiation à l'échelle de l'Europe pour promouvoir les investissements structurants*
• *Vertus d'un programme d'investissement public européen*
• *Une intermédiation financière mobilisant l'épargne oisive*

6. Comment rendre les finances publiques viables sans étouffer les économies ?
Les leçons de l'histoire : comment conduire des politiques de consolidation ?
• *Consolidations par changements de politique hors crise*
• *Consolidations après des guerres ou des crises financières*
• *Les consolidations budgétaires dépendent de l'environnement économique et financier*
Soutenabilité de la dette publique face au désendettement privé
Les trajectoires de dette publique selon les scénarios de croissance et de taux d'intérêt pour la France

7. Comment faire évoluer l'union budgétaire ?
De la coordination par les règles à l'action collective : l'épineux problème de la stabilisation
• *Les Hauts Conseils des Finances Publiques et leur mise en réseau*
• *Un mécanisme de stabilisation cyclique dans la zone euro*
Le budget et le financement de la croissance européenne
• *Doter l'Europe d'un budget européen digne de ce nom*
• *Émettre des euro-obligations pour financer la croissance européenne*
L'horizon de l'union politique :quelle légitimité démocratique ?

8. Peut-on établir un nouveau contrat social ?
Gouvernance partenariale et investisseurs financiers responsables
• *Le contrat social de la société salariale et sa destruction par la financiarisation*
• *Le besoin d'un contrat social de participation*
• *Quel actionnariat pour la gouvernance partenariale ?*
Principes de justice et choix social
• *La protection sociale pour renforcer l'appartenance*
• *La discrimination persistante à l'égard des femmes : un énorme coût social*
• *Quels principes de justice pour une société de participation ?*

9. Quel régime de croissance soutenable pour l'Europe dans la perspective de la transition écologique ?
Bien-être social et qualité de la croissance
La transition énergétique au risque du changement climatique
• *Les déboires de la transition énergétique allemande et ses conséquences pour l'Europe*
• *Financer la transition énergétique pour une croissance soutenable en Europe*
• *Proposition pour le financement monétaire d'actifs carbone*
Décentralisation : vers une économie circulaire et territoriale

10. Quelle place pour l'Europe dans la nouvelle époque de la mondialisation ?
La négociation climatique internationale
À la recherche d'une gouvernance monétaire internationale

INTRODUCTION

À l'été 2014, la zone euro ne laisse pas d'inquiéter. En moyenne, dans l'ensemble des pays membres, le PIB par habitant n'a toujours pas retrouvé son niveau de la fin 2007. Quant à l'investissement productif, il a baissé quasi continuellement et se retrouve environ 20 % en dessous du niveau de l'avant-crise. Cette situation déplorable contraste avec les États-Unis. Ceux-ci ont connu une récession plus profonde que l'Europe après le paroxysme de la crise financière. Mais ils ont su rebondir et dépasser largement les niveaux d'activité d'avant-crise par un retour de la productivité sur des rythmes de progression proches du passé, hors la perte définitive due à la crise. Par contraste, la productivité totale de l'ensemble des facteurs de production a baissé en Europe depuis 2007. Notre continent est donc sans conteste le malade de l'économie mondiale.

S'agit-il du déclin inéluctable du « vieux monde » relativement aux forces nouvelles qui se lèvent sur la planète ? Ou bien du vieillissement général de la population, d'une démocratie formelle à bout de souffle et donc incapable de mobiliser les citoyens, d'un modèle social qui ne s'adapte pas aux transformations du monde ? Ou bien s'agit-il plus prosaïquement de la pusillanimité des dirigeants politiques de l'Europe, héritiers d'un beau projet, mais qui n'ont pas l'envergure pour oser lui donner un nouvel élan ? Sans doute un peu de tout cela. C'est en tout cas ce que nous cherchons à découvrir dans ce livre.

Dans un précédent ouvrage, écrit à l'automne 2011 et publié chez le même éditeur[1], nous avions déjà exploré ces interrogations. La crise de la zone euro était à son paroxysme et la question que nous avions posée était brutale : éclatement ou fédération ? La crise financière de 2007-2008 n'avait pas épargné l'Europe. Ses banques étaient lourdement impliquées dans le lobby international dont les excès et les malversations ont provoqué la crise. Mais le plus important est que ce choc a révélé des failles structurelles beaucoup plus profondes et plus anciennes, qui rendent largement compte de l'impuissance de l'Europe à s'arracher à son marasme. Cette malédiction tient en deux mots : l'incomplétude de l'euro. En effet, l'euro n'est pas seulement la monnaie de la zone qui porte son nom. Il est devenu le socle de toute la construction européenne. Car l'euro est intimement lié à l'unification financière ou marché unique des services financiers. Le retrait d'un pays important de l'euro, ou pire la disparition de l'euro, – provoquerait – immanquablement des contrôles de capitaux, comme l'a montré le cas chypriote, et donc une régression de la construction européenne.

Dans ces journées cruciales de novembre-décembre 2011, alors que la BCE venait de changer de tête, la question était limpide : les responsables politiques des États membres auraient-ils la conviction et la lucidité nécessaires pour sauver l'euro ? La réponse est venue au premier semestre 2012. Deux décisions majeures ont été prises : la signature d'un traité d'union budgétaire en mars d'une part, le projet d'établir une union bancaire en juin de l'autre. Ce sont des événements considérables, car ils témoignent de ce que les États membres reconnaissent dans l'euro un bien commun qui est le socle de la construction européenne dans son ensemble. Il doit donc être défendu coûte que coûte. Cependant, deux ans plus tard, on constate que ces décisions, pourtant cruciales, n'ont amélioré jusqu'ici ni l'efficacité de la gouvernance politique de la zone euro, ni le cours des économies qui, au contraire, se sont enfoncées dans la crise. Il est nécessaire de comprendre ce qui se passe. C'est pourquoi il était opportun d'écrire ce nouveau livre.

Il cherche à répondre à dix questions. Ce sont celles que se posent ou pourraient se poser les citoyens soucieux de leur avenir et de celui de leurs enfants. Les deux premiers chapitres analysent d'abord ce qui s'est passé depuis 2010 : la crise spécifique de la zone euro. On montre pourquoi et comment l'Europe en est arrivée à être menacée d'une stagnation de longue durée. On étudie aussi les changements institutionnels qui ont résulté des décisions

de 2012 et on montre pourquoi ils n'ont pas changé la gouvernance de la zone euro, toujours paralysée par les querelles, les suspicions et les compromis fragiles. Le pire se trouve dans des objectifs budgétaires que les gouvernements et la Commission ne cessent d'affirmer, alors qu'on les sait irréalistes : ils ne sont pas conformes à ce que peut être une consolidation budgétaire après une crise financière, et ne sont pas soutenus par une politique de croissance commune.

Le chapitre 3 approfondit cette analyse globale en montrant le handicap que représente l'hétérogénéité des pays membres de la zone euro. La création de l'euro n'a pas fait avancer la coopération des pays membres dans les politiques macroéconomiques ni suscité des instances de décision politique communes. C'est pourquoi l'euro est une monnaie incomplète. Parce qu'il en est ainsi, l'union monétaire a provoqué le contraire de ce qui était espéré par ses promoteurs. Ils attendaient un rapprochement des structures productives des pays membres grâce à l'unification financière qui devait financer l'investissement productif dans les pays les moins avancés de la nouvelle zone monétaire. Il s'est produit une divergence croissante : loin de soutenir la mise à niveau de l'appareil de production, la convergence des taux d'intérêts a nourri des investissements spéculatifs dans l'immobilier. Après la crise financière, ces divergences ont entraîné une polarisation entre pays créanciers et pays débiteurs qui a exaspéré les oppositions politiques, repoussé les décisions urgentes et les a transformées en demi-mesures. Les oppositions politiques fortes et persistantes entre l'Allemagne d'un côté, la France et l'Italie de l'autre, quant à la conduite à tenir pour sortir du marasme qui mine la zone euro tout en améliorant les finances publiques de tous les pays, sont lourdes de menaces. La situation économique de l'Allemagne est moins solide qu'il n'y parait. Le danger est un durcissement du débat politique, conduisant dans toute l'Europe à la poursuite de politiques restrictives dont les conséquences sociales en France et dans d'autres pays pourraient renforcer l'influence de mouvements populistes conduisant à un recul dramatique de la Communauté européenne.

Le chapitre 4 est un focus sur la France. Qu'est-ce qui fait que notre pays perd lentement, mais sûrement, sa substance productive ? Un diagnostic erroné impute le problème au marché du travail en accusant faussement un coût du travail particulièrement élevé. Cette vue unilatérale laisse de côté la responsabilité de la hausse des prix immobiliers depuis 1995, des prix des services aux entreprises, de l'insuffisance des investissements innovants depuis fort longtemps, du mauvais climat social et d'une gouvernance d'entreprise dominée par un contrôle financier qui incite à l'abandon du territoire national. Bien qu'il en soit averti, le rapport Gallois étant un exemple éloquent d'avertissement concernant les multiples raisons de l'effritement de la compétitivité industrielle, le gouvernement n'a voulu en retenir qu'une, et pas celle qui singularise la France : l'écart de coûts salariaux qui s'est creusé avec l'Allemagne. Les pouvoirs publics ont établi le crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE) sans cibler les entreprises qui ont des problèmes de compétitivité et le pacte de responsabilité qui est essentiellement une baisse des coûts salariaux sur les bas salaires. Rien n'est fait sur les facteurs essentiels de l'érosion de la compétitivité que sont le manque d'investissement et l'insuffisance d'innovation des entreprises françaises.

Le chapitre 5 ouvre une séquence d'analyse prospective. Les chapitres 5 à 7 concernent les questions de gouvernance politique de la zone euro. Est-il possible de trouver des stratégies raisonnables pour débloquer la gouvernance paralysante qui empêche la complétude de l'euro ? Ces problèmes épineux seront traités en trois chapitres. Le chapitre 5 aborde la reconstruction d'un système financier capable de garantir la stabilité financière et de financer le long terme. Cela requiert de réaliser complètement l'union bancaire, mais aussi d'élargir les missions de la banque centrale et de faire jouer un rôle bien plus important aux investisseurs non bancaires en créant de nouveaux instruments de financement pour les

entreprises et en établissant un fonds public d'investissement européen. Le chapitre 6 traite de la stratégie de consolidation budgétaire. Les leçons des expériences historiques permettent de définir rigoureusement ce qu'est une dette publique soutenable et de montrer qu'elle est étroitement liée à la croissance et à la politique monétaire. Ces considérations théorico-politiques conduisent à la question la plus décisive pour la complétude de l'euro, qui occupe le chapitre 7 : peut-on passer d'une pseudo union budgétaire définie par un carcan de règles non crédibles à un système d'actions coopératives sur les politiques budgétaires des États membres grâce à la poursuite du processus institutionnel amorcé par le traité de 2012 ? Il est possible de définir une démarche progressive de changements institutionnels s'appuyant sur les acquis et aboutissant à moyen terme à une politique budgétaire intégrée de la zone euro.

Mais la démarche politico-institutionnelle ne suffit pas. Il faut encore et surtout redonner un sens à la construction européenne. L'Europe doit retrouver ce qui a fait sa spécificité après la Seconde Guerre mondiale si elle veut recouvrer son âme perdue dans la financiarisation depuis les années 1980. C'était le modèle de progrès social le plus avancé du monde. Face aux défis planétaires de ce siècle, la finalité ne peut être que la croissance inclusive et soutenable. Le chapitre 8 montre que pour contenir, puis réduire les discriminations qui fragmentent les sociétés, un nouveau contrat social est indispensable dont le fondement se trouve dans les entreprises. L'économie de la connaissance qui est la source de l'innovation implique un énorme investissement dans les compétences passant par une collaboration étroite des entreprises et de la puissance publique, de manière à s'attaquer à toutes les discriminations qui étouffent les progrès de productivité, dont la moindre n'est pas la discrimination de genre. Ces compétences doivent pouvoir être associées aux stratégies des entreprises par l'instauration d'une gouvernance partenariale. L'actionnariat compatible avec cette gouvernance est celui qui donne la position haute aux investisseurs institutionnels responsables.

Le chapitre 9 s'attache à montrer que la croissance soutenable est celle qui fait de la transition écologique le pôle d'attraction des investissements innovants pour un régime de croissance capable d'arracher l'Europe à la stagnation. Les déboires actuels de la transition énergétique allemande prouvent qu'une politique commune de l'énergie en est le socle indispensable. L'opportunité d'investissements innovants dans les technologies bas carbone mérite réflexion : on proposera ici un schéma de financement pour une collaboration public-privé destinée à contourner les obstacles des doubles risques, technologiques et écologiques, qui obèrent l'essor de ces investissements.

Le chapitre 10 conclut cet ouvrage en montrant que si l'Europe poursuit ces objectifs pour un modèle de développement durable, elle peut retrouver une autonomie politique qui lui redonnera une position médiatrice dans la négociation climatique. En outre, si les pays membres de la zone euro parviennent à se doter des institutions d'une gouvernance commune, l'euro pourra acquérir le statut d'une monnaie internationale à part entière. L'Europe pourrait alors retrouver une voix monétaire dans les instances internationales. Les relations monétaires internationales deviendraient plus polycentriques, ce qui exigerait une gouvernance monétaire concertée. En unifiant leurs droits de vote au Fonds monétaire international, les pays de la zone euro mettraient leur politique monétaire extérieure en conformité avec l'existence d'un euro monnaie complète et ils feraient faire un pas à la nécessaire réforme du FMI. Sur le double plan climatique et monétaire, l'Europe peut jouer un rôle utile dans la production des biens publics globaux pour une régulation non conflictuelle de l'économie mondiale.

1. M. Aglietta, *Zone euro : éclatement ou fédération*, Michalon, 2012.

CHAPITRE 1
QUELLES POLITIQUES ÉCONOMIQUES A-T-ON MENÉES DEPUIS LA CRISE GRECQUE ET POUR QUELS RÉSULTATS ?

À l'été 2014, la zone euro ne laisse pas d'inquiéter, tant est patente l'impuissance politique à réanimer la vigueur des économies et à redonner de l'espoir aux opinions publiques désabusées. Si, comme l'ensemble des pays occidentaux, la zone euro a subi la crise financière globale à partir du dernier trimestre 2007, c'est la rechute dans la récession au second semestre 2011 qui la singularise et la plonge dans une grande faiblesse. Ainsi, le PIB par habitant est environ 2 % en dessous de son niveau de fin 2007, reflétant un appauvrissement moyen absolu sur plus de six ans. Jamais depuis 1945 l'Europe n'avait subi une telle interruption de croissance. Pourtant, les responsables gouvernementaux et les bureaucrates bruxellois répètent inlassablement depuis des années que tout va s'arranger, que la reprise est déjà là, comme le président américain Hoover le disait au cours des années 1930-31. Manifestement, la zone euro n'a pas trouvé son Franklin Roosevelt.

Or la zone euro est le pivot de l'Europe. Un enlisement de cet espace dans une stagnation prolongée, que l'on pourrait définir comme la perpétuation d'une croissance inférieure à 1,5 % qui ne permettrait pas de faire reculer le chômage, rendrait la poursuite de la construction européenne fort problématique.

La situation de la France au sein de la zone euro est particulièrement préoccupante. Longtemps relativement résistante à la crise grâce à la consommation des ménages, l'économie française a glissé vers le bas à partir de 2012. L'indicateur le plus significatif est l'évolution du pouvoir d'achat moyen du revenu de l'ensemble de la population. Alors qu'il avait progressé à un rythme de 1,8 % par an de 2001 à 2011, il est tombé à - 0,4 % en 2012 et ne s'est redressé que très imparfaitement en 2013 (0,6 %), puis a stagné en moyenne au premier semestre 2014. Le décrochage va bien au-delà de la récession de 2012. La lente décélération des salaires et de l'inflation d'un côté, la montée inexorable du chômage structurel de l'autre sont les symptômes d'un malaise bien plus profond et bien plus durable. Alors que la hausse tendancielle moyenne du salaire nominal a été de 2,4 % par an sur la période 2000-2013, c'est encore l'année 2012 qui amorce le décrochage : 2,1 % puis 1,7 % en 2013. Cette décélération est accompagnée par celle de l'inflation sous-jacente. Pour une évolution moyenne de 1,4 % depuis 2000, déjà très inférieure à la norme de 2 %, l'inflation sous-jacente (qui exclut les composantes volatiles et donc réversibles des fluctuations des prix) est tombée à 0,6 % en 2013, puis 0,3 % au premier semestre 2014.

La forte désinflation ne serait pas un problème, mais un signe de bonne santé si elle résultait d'une économie vigoureuse dans laquelle les progrès de productivité surcompensent la hausse des coûts salariaux. Or il n'en est rien. Car la productivité du travail, qui a plongé dans la récession globale de 2009 et rebondi vivement en 2010, a décéléré depuis lors pour cesser de progresser en 2013. En niveau, la productivité moyenne se retrouve à la hauteur de 2007, soit 0 % de hausse sur six ans. L'évolution du chômage confirme l'ensemble de tous les indicateurs qui font état de l'épuisement des ressorts de croissance. Le taux de chômage, qui a fortement monté en 2012, dépasse 11 % dans la zone euro et se maintient au-dessus de 10 % depuis le début de l'année 2014 en France.

Pour comprendre la signification de ces évolutions désastreuses, il faut d'abord prendre la mesure des divergences entre les évolutions de la zone euro et celles des autres pays développés, les États-Unis au premier chef. Ces divergences concernent les grandes variables macroéconomiques, mais aussi les stocks de dettes publiques et privées et leurs

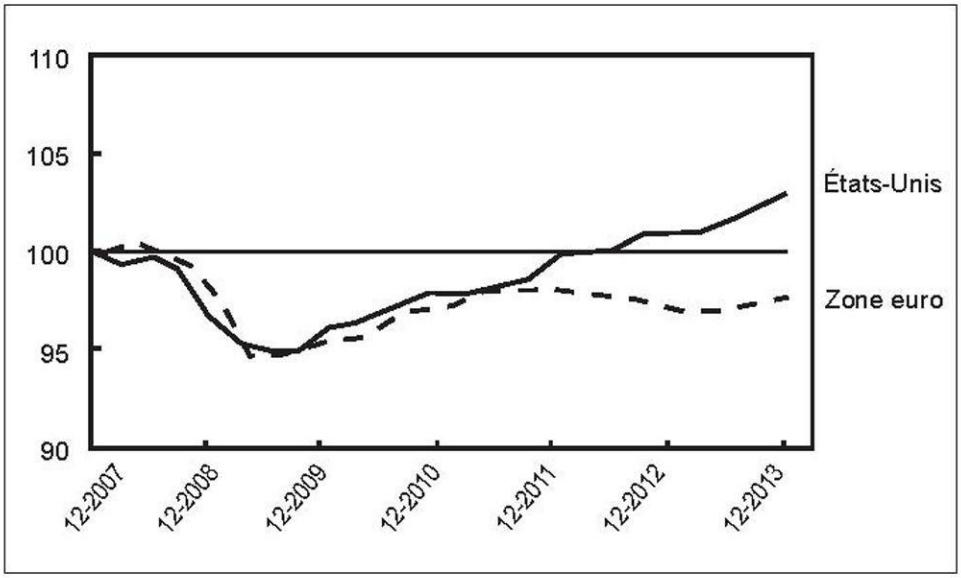
variations dans la crise. Il faut ensuite s'interroger sur les erreurs majeures de politique économique qui ont largement contribué à produire ces effets. Il faut enfin commencer à amorcer la réflexion sur les incidences que la poursuite des errements passés et présents pourrait avoir sur notre avenir. Ces répercussions possibles se résument en deux mots : une *stagnation séculaire.*

ÉTATS-UNIS ET ZONE EURO : LA GRANDE DIVERGENCE

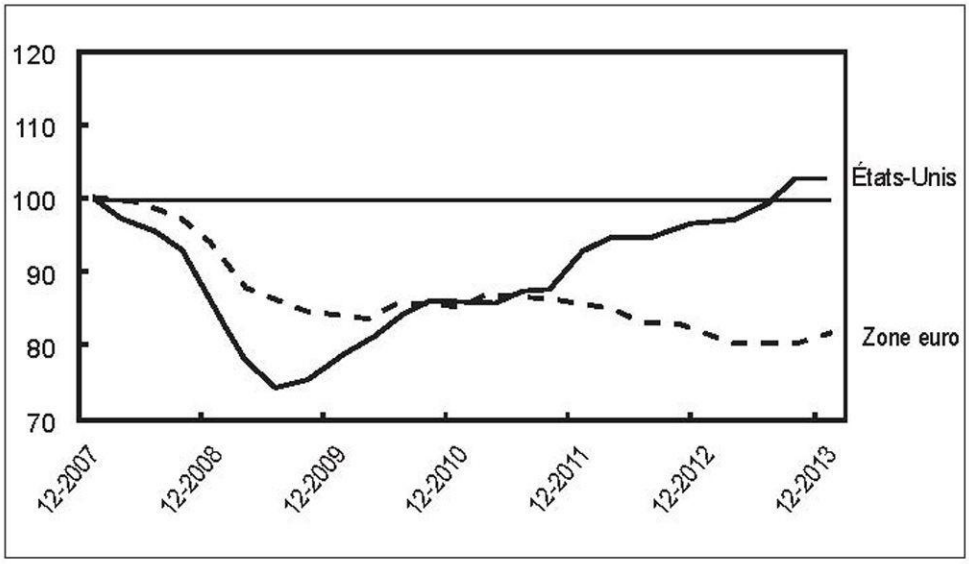
Le graphique ci-dessous présente les évolutions comparées de trois variables macroéconomiques cruciales : le PIB réel, l'investissement réel et le crédit réel, tous mesurés par habitant.

Graphique 1. Évolutions comparées aux États-Unis et en zone euro
En niveau : indice 100 en décembre 2007

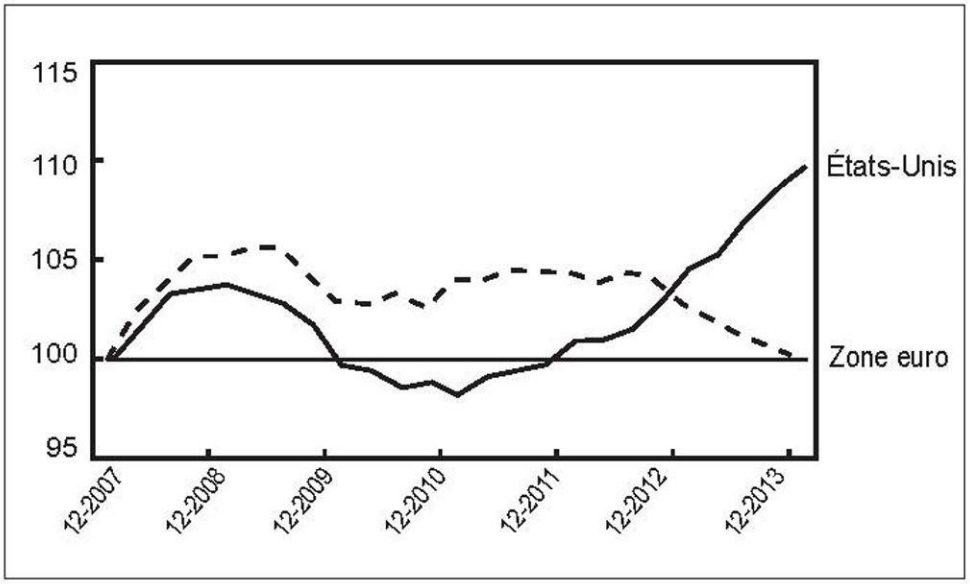
1a. PIB réel par habitant



1b. Investissement réel par habitant



1c. Crédit réel par habitant



Source : Fed et Eurostat, in N. Valla, T. Brand et S. Doisy,
« A new architecture for public investment in Europe », *CEPII Policy Brief*, n° 4, juillet 2014.

Les évolutions du PIB et de l'investissement ne laissent aucun doute. Les États-Unis et la zone euro ont subi de la même manière la crise financière découlant de l'effondrement du marché immobilier aux États-Unis et dans plusieurs pays européens et de l'onde de choc qu'il a entraînée dans la finance. Les évolutions des PIB sont étroitement corrélées jusqu'en septembre 2011. Elles divergent totalement ensuite. Les États-Unis affirment leur reprise, la zone euro replonge en récession.

Les profils sont beaucoup plus accusés pour l'investissement par tête. Aux États-Unis, il a chuté de 25 % entre le déclenchement de la récession en décembre 2007 et le point bas de septembre 2009. Puis il se redresse et progresse continuellement, parvenant en décembre 2013 à un niveau 3 % plus élevé que celui de décembre 2007. Cette progression de 3 % sur six ans (environ 0,5 % en moyenne par an) rappelle les effets persistants de la crise. Elle a brisé le rythme tendanciel de croissance d'avant-crise (ce que l'on appelle la croissance potentielle). Mais cela n'est rien par rapport aux effets de la double crise subie par la zone euro. Initialement, elle a mieux résisté, puisque le premier point bas, atteint en mars 2010, représente une baisse de 16 % depuis décembre 2007. Mais la reprise fut lente jusqu'en mars 2011 (3,9 %). Et à partir de cette époque, l'investissement a lourdement replongé. Au total, en décembre 2013 il était de 18 % en dessous de son niveau de décembre 2007 ! À la même date, le PIB de la zone était toujours 2 % en dessous de son niveau de 2007. Un investissement qui baisse pendant si longtemps signifie une attrition du stock de capital productif avec, comme on va le voir, un ensemble de conséquences négatives sur les facteurs de la croissance.

Observons toutefois dès maintenant que ces évolutions inquiétantes ne sont pas indépendantes de la finance. Un premier indicateur très global du crédit est le flux de crédit réel par habitant, qui regroupe le crédit aux ménages et aux entreprises. Que montre-t-il ? Tout d'abord, le crédit a mieux résisté en zone euro qu'aux États-Unis au retournement provoqué par le paroxysme de la crise financière en septembre 2008. Une longue contraction du crédit s'est produite aux États-Unis. De décembre 2008 à décembre 2010, le crédit par tête au secteur privé non financier a baissé de 5,4 % ; puis il n'a cessé de se reprendre pour se trouver en décembre 2013 à un niveau 10 % au-dessus de celui de décembre 2007. En

zone euro, au contraire, le crédit privé par tête était encore 4 % plus élevé en décembre 2010 qu'en décembre 2007 et il est retombé à ce niveau en décembre 2013 : on n'observe ainsi aucune progression du crédit réel par habitant sur six ans !

Ces évolutions constituent des ruptures significatives par rapport aux rythmes du crédit avant la crise financière. Cela ne veut pas dire que tout allait bien avant. La croissance du crédit était excessive dans de nombreux pays qui ont connu un gonflement des prix et des transactions immobilières[1]. Il s'est accumulé un surendettement des ménages et des entreprises qui s'est révélé insupportable lorsque la valeur des actifs supposés garantir les dettes s'est effondrée. Le besoin de se désendetter a été la cause première de la récession, puis des difficultés à rétablir la dépense du secteur privé (consommation des ménages, investissements des entreprises). Comme nous allons le voir, États-Unis et Europe ont divergé dans le traitement des séquelles de la crise financière.

Dettes privées et publiques dans le cycle financier

Dans les pays de l'OCDE, le poids de l'endettement sur l'économie réelle a continuellement augmenté pendant le quart de siècle qui a précédé la crise financière de 2007-2008. Il y a eu chaque année en moyenne 1,15 % d'augmentation de la dette des agents non financiers (publics et privés) pour financer une hausse de 1 % du PIB nominal. Parce que le service de la dette devient une part croissante du revenu national, cette rente financière ne peut pas augmenter indéfiniment.

Puisque la hausse du ratio dette/PIB n'est pas perpétuelle, l'interaction dette-croissance joue dans les deux sens : une augmentation de la dette stimule la croissance, mais un niveau élevé de dette pèse sur la croissance parce qu'il implique la nécessité du désendettement. Le changement de phase, de l'endettement croissant au désendettement, passe par un point de bifurcation que l'on appelle une crise financière. L'enchaînement des phases jusqu'au retour de l'endettement, une fois que les pertes de la crise sont apurées, constitue un cycle financier[2]. L'énorme transformation de la finance provoquée par la déréglementation et la globalisation à partir des années 1980 a exacerbé le cycle financier. L'expansion de l'endettement entraîne la croissance de la demande intérieure, puis la surévaluation des prix des actifs dont le retournement fait apparaître le surendettement. Celui-ci provoque la diminution de la demande et déclenche la récession, puis la lente et difficile réduction de la dette qui assainit les bilans. Les cycles financiers ont une amplitude et une périodicité (15 à 20 ans) bien supérieures à celles des cycles conjoncturels du PIB (5 à 8 ans).

Dans le cycle financier, la récession peut être plus longue et plus profonde que dans un cycle conjoncturel « normal ». Elle est suivie d'une phase de marasme parce que la reprise de conditions saines de croissance requiert au préalable l'absorption des pertes financières et la consolidation des bilans des emprunteurs et des prêteurs. C'est ce qu'on appelle une déflation de bilan.

C'est toujours l'endettement privé qui engendre le cycle financier. Pourquoi, alors, les gouvernements européens ne sont-ils obsédés que par les dettes publiques ? C'est que les dettes publiques bondissent pour sauver les banques lorsque la crise devient systémique, quand les États injectent de l'argent dans l'économie pour éviter que la récession ne se transforme en spirale dépressive. En somme, les États sont les emprunteurs en dernier ressort lorsque les acteurs privés coupent simultanément leurs dépenses. C'est pourquoi l'endettement public est contra cyclique. Pour compenser les effets du désendettement privé, il faut mener une politique d'expansion budgétaire. Or celle-ci est entravée si le niveau de dette publique est déjà élevé avant le retournement du cycle financier.

On le voit, le problème n'est pas le niveau de dette publique en soi, mais la capacité du secteur public d'amortir les conséquences dépressives du désendettement du secteur privé. À cet égard, si l'on étudie l'interdépendance entre dettes privées et dettes publiques, on observe un double contraste entre, d'un côté les pays anglo-saxons et la zone euro, et d'un autre côté les grands pays de la zone euro entre eux (tableau 1).

Tableau 1. Dettes publiques et privées
niveau 2013 et variation 2008-13 en % du PIB

1a. Zone euro dans l'OCDE

	Niveau 2013		Variation 2008-2013 (%)	
	Dette du secteur privé non financier (ménages et entreprises)	Dette publique brute	Dette du secteur privé non financier (ménages et entreprises)	Dette publique brute
États-Unis	156	85	- 19	+ 22
Zone euro	164	96	0	+ 26
Royaume-Uni	187	89	- 16	+ 34
Japon	167	238	- 3	+ 46

Source : comptes nationaux, base AMECO, Groupama-AM.

1b. Dettes nationales en zone euro

	Niveau 2013		Variation 2008-2013 (%)	
	Dette du secteur privé non financier (ménages et entreprises)	Dette publique brute	Dette du secteur privé non financier (ménages et entreprises)	Dette publique brute
Allemagne	107	80	- 7	+ 13
France	123	92	+ 13	+ 24
Italie	128	127	+ 6	+ 21
Espagne	209	94	- 11	+ 54

Source : comptes nationaux, base AMECO, Groupama-AM

Relions les enseignements du tableau 1 aux évolutions du graphique 1. La dette privée a baissé de manière substantielle dans les pays anglo-saxons parce que la croissance y est repartie grâce notamment aux politiques budgétaires expansives. Le poids de la dette publique a donc logiquement progressé. L'anomalie du Japon tient au cumul des répercussions de la crise financière actuelle et de celle subie au début des années 1990 et non apurée. C'est le cas typique du pays où la dette était déjà très élevée en 2008. À ce niveau de dette, l'efficacité contracyclique est faible : la dette publique a beaucoup progressé pour une modeste diminution de la dette privée. Quant à la zone euro, la dette publique y a beaucoup progressé sans aucune baisse de la dette privée. Pour comprendre ce qui s'est passé, rapprochons la variation de la dette privée de la croissance cumulée sur la même période (tableau 2).

La zone euro présente une forte hétérogénéité. Grâce à sa croissance, même modeste, l'Allemagne a pu faire baisser le poids de la dette privée avec une augmentation limitée de sa dette publique. En Espagne, la dette privée avait atteint des niveaux absurdes par l'explosion du secteur immobilier. Son effondrement a fait baisser mécaniquement la dette privée au prix d'une récession sévère et prolongée qui a fait bondir la dette publique. « L'ajustement » espagnol, dont on fait des gorges chaudes, a laissé un champ de ruines : 25 % de chômage, 50 % pour les jeunes, l'hémorragie du capital humain que l'Allemagne récupère gratuitement. L'Italie est le cas typique d'une économie qui se rapproche du Japon. Une

dette publique déjà très élevée avant la crise a paralysé la politique contracyclique. En cherchant à mener une politique d'austérité, le pays s'est auto-infligé une longue récession qui a fait monter à la fois le poids des dettes publiques et privées. La France est le cas typique du pays qui s'est installé dans la stagnation et où, par conséquent, toutes les dettes progressent inexorablement.

Tableau 2. Croissance et évolution de la dette privée 2008-2013 (%)

	Croissance cumulée	Variation dette du secteur privé non financier
Allemagne	+ 3,0	- 7
France	+ 0,5	+ 13
Italie	- 8,4	+ 6
Espagne	- 7,4	- 11
Zone euro	- 2,1	0

Source : id. tableau 1.

La question qui se pose est alors la suivante : comment se fait-il que des pays liés par une union monétaire aient été incapables à ce point de coopérer pour gérer le cycle financier ?

LES ERREURS CARDINALES DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE EN ZONE EURO

La crise financière globale a atteint son paroxysme en septembre-octobre 2008. À cette époque, la coopération a fonctionné. Les banques centrales ont pris en charge le marché international de la liquidité, complètement gelé par l'incapacité des banques commerciales à renouveler leurs emprunts croisés. Le G20 a décidé une relance budgétaire conjointe qui a été de très grande ampleur aux États-Unis et en Chine. Très rapidement, les taux d'intérêt du marché monétaire sont tombés à des niveaux proches de zéro aux États-Unis et au Royaume-Uni. Dès novembre 2008, les banques centrales de ces pays ont lancé la première phase de la politique quantitative en achetant à la fois des titres hypothécaires complètement sinistrés[3] et des titres de la dette publique. Pour bien faire savoir que la liquidité allait rester abondante, les deux banques centrales ont annoncé que les taux d'intérêt allaient demeurer au voisinage de zéro longtemps après que les économies sortiraient de la récession. Surtout, la Réserve fédérale américaine a entrepris dès février 2009 un audit de l'état des bilans bancaires pour reconnaître l'ampleur des pertes latentes, suivi d'un test de stress pour évaluer le montant des injections de capital requises pour assainir la situation financière des banques. En avril 2009, une recapitalisation sans condition sur fonds publics d'un montant de 700 milliards de dollars fut effectuée. Le résultat se trouve sur le graphique 1c p. 29. Six mois plus tard, la dégringolade du crédit au secteur privé était stoppée et au cours de l'année 2010 il repartait à la hausse.

La crise a donc été affrontée par une étroite coordination d'une politique budgétaire expansive, d'une politique monétaire ultra-accommodante avec l'engagement qu'il en serait ainsi pendant plusieurs années, et d'une politique bancaire de consolidation engageant des fonds publics très importants. Que s'est-il passé en Europe pendant ce temps ? Un mélange de doctrine économique conservatrice, totalement inadaptée à la situation dite de « trappe à liquidité » dans laquelle tous les acteurs privés sont réticents à dépenser, d'incapacité ou de mauvaise volonté à nettoyer les bilans bancaires et une extraordinaire paralysie devant l'insolvabilité de l'État grec, a provoqué la cassure entre l'économie de la zone euro et le reste du monde. Ce n'est pas que rien n'a été fait, mais toujours trop peu, trop tard.

L'assainissement trop timoré des bilans bancaires

Dans une crise financière mettant un point final à des années d'excès de crédit – excès motivé par une bulle gigantesque sur les prix des actifs et non par l'anticipation de la progression tendancielle des revenus de l'activité économique – les pertes sur les actifs sont énormes. De nombreux emprunteurs ont une richesse nette négative parce que la valeur de leurs dettes devient supérieure à celle de leurs avoirs. Ils sont incapables de rembourser leurs prêts. Leur insolvabilité se répercute sur les banques. Si celles-ci ne veulent pas reconnaître leurs prêts non performants, elles renouvellent artificiellement les crédits de leurs débiteurs. Si les autorités ne forcent pas les banques à reconnaître leurs pertes, ce qui fut notamment le cas des autorités allemandes, les bilans deviennent trompeurs. Cela veut dire que de nombreux agents économiques, les banques au premier chef, affichent des rentabilités qui restent positives, alors qu'en réalité elles sont négatives. Mais la réalité se reflète au niveau macroéconomique. Ce qu'on appelle le taux d'intérêt « naturel », c'est-à-dire le taux d'intérêt nominal d'équilibre d'une économie sur sa croissance potentielle, sans tensions inflationnistes ni chômage au-dessus de son niveau structurel[4], devient négatif[5]. Or, la banque centrale peut faire baisser le taux d'intérêt de marché, au mieux, à la barrière de taux zéro[6]. L'économie ne peut donc pas se rétablir complètement. Il s'accumule des capacités de production inemployées. Elles conduisent à la stagnation prolongée, comme on le verra dans la troisième section de ce chapitre.

On comprend le lien étroit qu'il doit y avoir entre la politique monétaire ultra-accommodante et la politique bancaire d'assainissement des bilans. La première doit faire en sorte que les taux d'intérêt de marché restent très bas après le début de la reprise pour favoriser l'investissement nouveau, résorber les capacités de production inemployées et permettre de remplacer celles qui sont devenues obsolètes. La seconde fait remonter le taux naturel après avoir reconnu et absorbé les pertes. Car le taux naturel doit redevenir durablement supérieur au taux de marché pour qu'une croissance robuste s'auto-entretienne et que le chômage reflue[7].

En Europe, la Banque centrale européenne (BCE) n'a sérieusement commencé la politique « non conventionnelle » qu'à partir de 2010 et au compte-gouttes, car elle était entravée par son statut gravé dans le traité de Maastricht qui l'empêche d'acheter des titres publics et par l'hostilité allemande à toute mesure non-orthodoxe. Une politique orthodoxe dans un contexte qui ne l'était pas était en porte-à-faux. La BCE a pleinement joué son rôle de prêteur en dernier ressort dès le début de la crise. Mais elle a longtemps prétendu séparer cette fonction de la politique monétaire, qui était trop restrictive relativement aux circonstances parce que la réticence de la BCE à baisser son taux directeur a fait passer le taux de marché au-dessus d'un taux naturel très affecté par les pertes dues à la crise. Néanmoins, comme on le verra au chapitre 2, elle a acheté des titres privés sécurisés (*covered bonds*) et des titres publics de pays placés sous programmes d'assistance (Grèce, Portugal, Irlande).

Mais le rôle des gouvernements a été bien plus néfaste. Les banques dépendaient d'autorités de régulation nationales bien plus enclines à préserver les situations établies qu'à réparer les bilans. Chaque autorité nationale était jalouse de ses prérogatives, alors que les banques se trouvent dans un maillage d'engagements croisés sur toute l'Europe par leurs réseaux de branches et de filiales. Elles sont donc transnationales. Il a pourtant fallu attendre juin 2012 pour reconnaître qu'une union bancaire était indispensable si l'euro devait survivre, et la fin de l'année 2014 pour connaître l'évaluation des bilans bancaires préalable aux recapitalisations indispensables, cinq ans et demi après les États-Unis.

L'incapacité à empêcher la propagation de la crise grecque

C'est la crise grecque qui a fait retomber la zone euro dans une récession prolongée, la crise d'un pays qui ne fait pas plus de 5 % du PIB de la zone ! Le canal de propagation par les banques a été rapide. Car l'État et les banques grecques étaient simultanément insolvables dans un cercle vicieux où chacun des partenaires enfonce l'autre. Or, les banques grecques font partie intégrante du système interbancaire de la zone euro. D'autre pays méditerranéens affectés par la crise globale (Espagne et Portugal) ou souffrant de dettes publiques très élevées et de banques fragiles antérieurement (Italie) ont été pris dans une spirale entre détérioration de la dette publique et dégradation de la situation des banques portant les titres publics. Les fonds communs de placement anglo-saxons qui détenaient des titres publics de ces pays et qui étaient aussi de gros déposants se sont retirés précipitamment, faisant flamber les taux sur les dettes publiques et donc baisser leurs valeurs en Espagne, en Italie et au Portugal ; ce qui a encore fortement détérioré les bilans bancaires.

Qu'ont fait les gouvernements pour enrayer cette course aux abîmes ? Ils ont tout fait pour nier que la crise de la dette souveraine grecque était une crise de solvabilité. Ils l'ont traité le plus longtemps possible comme une crise temporaire de liquidité. Au contraire, il fallait tout de suite organiser un plan de défaut partiel pour circonscrire la crise de la dette souveraine. Cela aurait pu se faire par reconversion des dettes existantes en obligations de longue durée avec taux d'intérêt réduits et garantie conjointe des gouvernements de la zone euro. Mais il fallait que les gouvernements et la BCE reconnaissent les pertes de leurs créances sur la Grèce pour parvenir à une réduction suffisante de la dette publique qui aurait permis de relancer l'activité du pays. La reconnaissance franche et précoce d'un défaut aurait allégé substantiellement les contraintes financières de la Grèce et lui aurait permis de retrouver le chemin de la croissance, au lieu de quoi la Grèce a subi une dépression du PIB de 19,5 % de la mi-2008 à la fin 2013. Est-il possible de faire pire ?

La voie suivie par le Conseil européen et par la Commission a été d'autant plus une politique de gribouille qu'il a fallu concocter des plans de sauvetage à répétition pour conserver la Grèce dans la zone euro : 109 milliards d'euros initialement à l'été 2010 suivis de 110 milliards à l'été 2011 contre 37 milliards de contribution par les créanciers privés pour une décote de 50 % des titres grecs qu'ils détenaient. Le soi-disant sauvetage a donc eu pour résultat net un énorme transfert des créanciers privés aux contribuables de la zone euro. C'est aussi une augmentation de l'endettement de la Grèce, alors qu'un pays insolvable a avant tout besoin d'une réduction de dette. Bien entendu, les principaux créanciers privés sont les banques de la zone euro, soit directement, soit indirectement par leurs créances sur les banques grecques. La capacité de diktat du lobby bancaire sur les gouvernements aux dépens de toute règle démocratique atteint ici son comble. La fragmentation du pouvoir politique en Europe face à un lobby bancaire unifié explique largement l'incapacité des autorités publiques à prendre une position ferme dans les négociations avec les créanciers privés.

L'inversion précipitée des politiques budgétaires :de la relance conjointe à l'austérité simultanée

On pourrait dire qu'il s'agit d'une erreur grossière de macroéconomie motivée par l'idéologie. Elle fut sans doute mêlée à un sentiment de panique devant la crise grecque. Le gouvernement allemand voyait la crise grecque comme le comble des politiques irresponsables qu'il suspectait chez tous ses partenaires de l'Europe du « Sud ». Il fallait donc soigner la crise par l'expiation des coupables qui devaient se réformer pour rétablir leur compétitivité. Le problème est que cette attitude moralisante était certes conforme à l'idéologie économique de la Commission européenne, mais incompatible avec la rationalité

économique dans le contexte du cycle financier caractérisé par le besoin généralisé du secteur privé de se désendetter. Voyons de plus près cette question cruciale.

Le slogan qui a motivé l'inversion des politiques budgétaires est : austérité et croissance ! Il peut paraître aberrant au profane que l'on puisse obtenir une croissance plus forte en réduisant les dépenses de l'État. Mais cela n'est pas impossible. Considérons le cas d'un petit pays placé dans un environnement économique extérieur qu'il peut tenir pour stable parce que ce pays est trop petit pour que sa politique économique ait une influence sur le reste du monde. Pour des raisons de conflit de répartition, un nouveau gouvernement arrive au pouvoir avec la mission de réduire le train de vie de l'État, parce qu'il a promis d'augmenter la production de richesse privée plus rapidement qu'auparavant. Ce n'est pas nécessairement de la pure démagogie si la réduction du poids économique de l'État change les conditions dans lesquelles les acteurs privés prennent leurs décisions.

Dans le cas considéré, moins de dépenses de l'État veut dire moins d'emprunts publics sur les marchés de capitaux, donc des taux d'intérêt plus bas sur les obligations d'État. La banque centrale peut amplifier ce mouvement à toute l'économie en abaissant son taux directeur. Le coût du capital est donc réduit ; ce qui peut inciter les entreprises à investir. Elles le feront d'autant plus que la baisse des taux d'intérêt domestiques va déprécier le taux de change de la monnaie nationale et donc améliorer la compétitivité des entreprises domestiques, élargissant leurs parts de marché. En outre, si l'on croit vraiment que la rationalité économique s'étend aux décisions sur l'avenir et si le gouvernement est crédible, les ménages vont anticiper une baisse des impôts dans l'avenir. Cela doit les conduire à réduire leur épargne et donc à consommer dès aujourd'hui. Au total, il est possible que le ratio (variation du PIB)/(impulsion budgétaire) que l'on appelle le multiplicateur soit négatif, donc que le PIB augmente pour une baisse de la dépense publique. Tout au moins, si le PIB baisse, il le fera moins que l'impulsion à la baisse de la dépense budgétaire. On dit que le multiplicateur est inférieur à un. Le choc d'austérité est amorti.

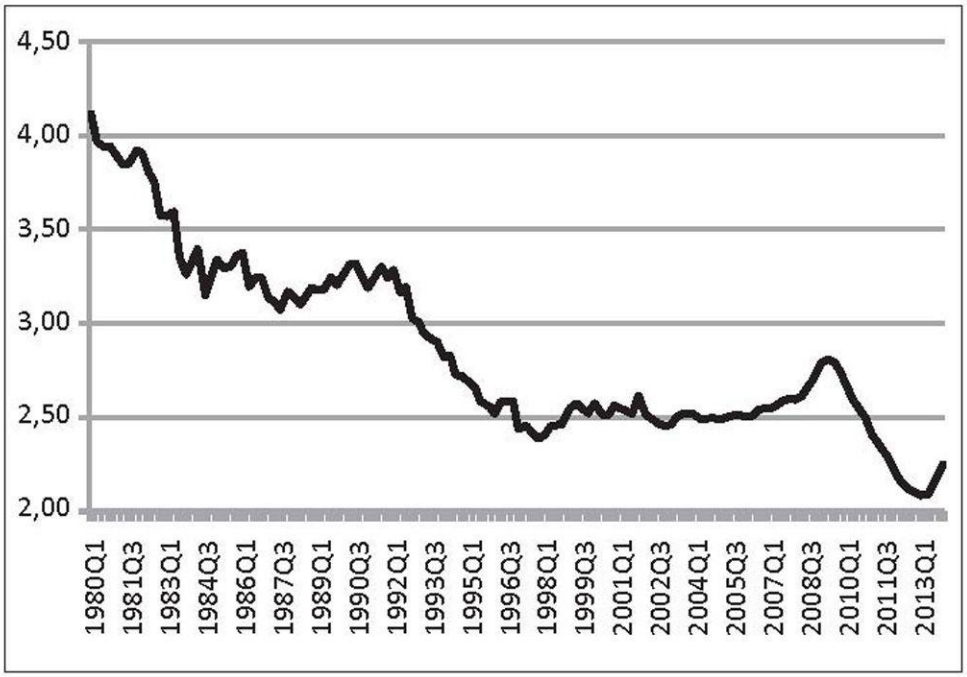
Il est intéressant d'analyser ce cas, non pas seulement parce qu'il peut donner des arguments aux politiques d'austérité, mais surtout parce que les hypothèses qui le sous-tendent sont à l'exact opposé de la situation de la zone euro dans le cycle financier global. Les gouvernements et la Commission ne pouvaient pas l'ignorer. Ils sont donc responsables d'une action délibérée d'augmentation du chômage sous le prétexte de consolider rapidement la dette publique. Le résultat peut s'observer sur les tableaux 1b et 2 que nous présentions ci-dessus : le PIB a baissé, le chômage a bondi et les dettes publiques ont fortement augmenté au lieu de diminuer. Si l'Allemagne a tiré son épingle du jeu, c'est parce qu'elle a pu éviter la récession grâce à sa capacité à exporter dans le reste du monde, elle-même fruit d'avantages comparatifs anciens.

Pour démontrer qu'il ne pouvait pas en être autrement, reprenons une à une les hypothèses du cas d'école analysé ci-dessus. Nous avons parlé d'un petit pays qui mène seul une politique d'austérité. Or, dans le cas de la zone euro, il ne s'agit pas d'une politique d'austérité dans un seul pays, mais simultanément dans plusieurs pays. La zone euro est un ensemble de pays qui forment une très grosse économie, laquelle a un impact sur le reste du monde. Cela veut dire qu'une politique générale d'austérité dans la zone euro réduit la croissance mondiale et donc les exportations de l'Europe vers le reste du monde. Le choc récessif a donc été terrible. Il s'est produit dans les pires conditions, puisque l'économie mondiale n'avait pas récupéré de la crise financière, le chômage en zone euro était déjà très élevé et les acteurs privés cherchaient désespérément à se désendetter lorsque le choc budgétaire récessif est survenu à partir de la fin 2010. Il n'y avait donc aucune possibilité pour que la demande privée des ménages prenne le relais de la dépense publique, même si

les impôts futurs étaient perçus comme devant baisser ; ce qui est douteux. Les contraintes financières subies par les ménages empêchaient ce type d'arbitrage entre dépenses aujourd'hui et dépenses dans l'avenir.

Quant à l'autre mécanisme compensateur, la baisse des taux d'intérêt, elle était impossible puisque les taux étaient déjà à zéro ! C'est donc l'inflation qui s'est mise à baisser avec une demande encore affaiblie et des surcapacités de production inemployées déjà importantes[8]. Il s'ensuit que les taux d'intérêt réels ont monté au lieu de diminuer et l'euro s'est apprécié au lieu de se déprécier. Le résultat constaté a été celui qui était prévu empiriquement. Le multiplicateur = (variation du PIB) / (variation de l'impulsion budgétaire) est supérieur à un, de fait, de l'ordre de 1,5. Le multiplicateur est d'autant plus élevé que les pays de la zone euro font tous des restrictions budgétaires en même temps. Pour une impulsion budgétaire négative de 1 %, le PIB baisse de 1,5 %. Cela a suffi pour faire plonger la zone euro en récession pendant deux ans.

Graphique 2. Investissement public en zone euro
% du PIB



Source : Fed, Eurostat, Paredes *et alii*(2009), Giannone *et alii*(2012).

Le multiplicateur a été d'autant plus élevé que les dépenses qui ont été sacrifiées ont été surtout les investissements publics, dépenses qui ont le plus grand pouvoir d'entraînement sur l'économie. Le graphique 2 montre d'ailleurs que l'attrition de l'investissement public en zone euro ne date pas d'hier. La baisse de l'investissement public est un phénomène de long terme. En pourcentage du PIB, il a diminué par paliers depuis le début des années 1980. On remarque l'effet du plan de stimulation à partir de l'automne 2008 qui a fait rebondir les dépenses d'investissement jusqu'à l'automne 2009, puis la chute profonde pendant plus de trois ans jusqu'au premier trimestre 2013.

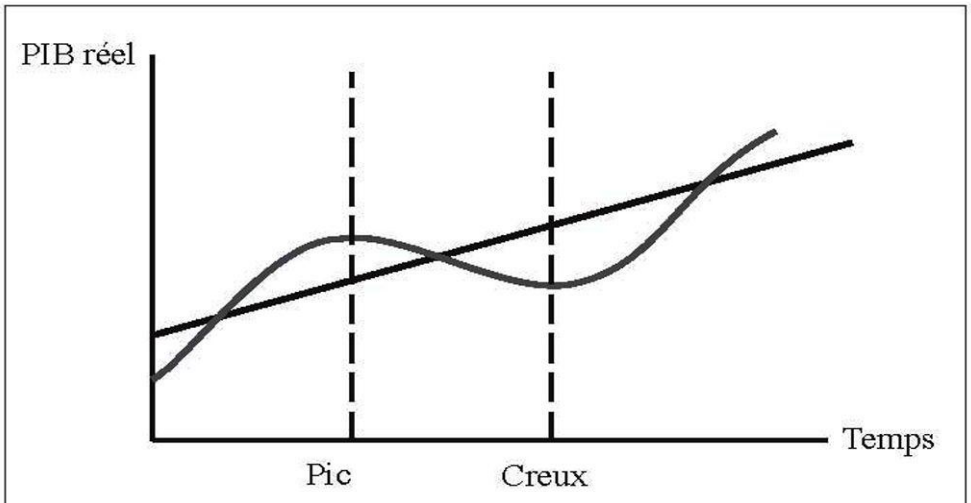
La question essentielle se trouve dans les conséquences à long terme de cette politique. On aura l'occasion d'étudier les implications sur les faiblesses structurelles de la zone euro dans les chapitres 3 et 4. Concluons le présent chapitre par l'interrogation macroéconomique sur le potentiel de croissance.

LE PIÈGE DE LA STAGNATION SÉCULAIRE

La stagnation séculaire se définit comme un fléchissement persistant de la croissance potentielle d'une économie à un rythme insuffisant pour ramener le chômage structurel à un niveau compatible avec le financement des biens publics fondamentaux dont dépend la stabilité de la société. En France, compte tenu du dynamisme démographique, cette croissance minimale à long terme est de l'ordre de 1,3 à 1,5 % par an en moyenne. Elle n'est pas compatible avec les politiques qui ont été suivies dans les cinq dernières années. La croissance cumulée de la zone euro de 2008 à 2013 a été de - 2 %, celle de la France + 0,5 %. Pour récupérer une croissance potentielle de 1,3 %, il faudrait une accélération à court terme bien au-dessus de ce rythme tendanciel, soit 1,8 à 2 % sur plusieurs années. Or, aucun dynamisme ne se manifeste. La croissance de 2014 est maintenant prévue à 0,4 % et celle de 2015 ne devrait pas dépasser 1 %.

L'hypothèse de la stagnation séculaire dépasse la zone euro. Cette question a hanté la conférence annuelle sur la recherche tenue par le FMI en novembre 2013[9]. Les explications présentées dans ce chapitre permettent de la formuler. On peut le faire si on lève l'hypothèse dominante de la théorie néo-classique de la croissance. Cette représentation postule que l'offre à long terme est indépendante de la demande ; elle suit une tendance qui ne dépend que de la démographie et du progrès technique, lequel est supposé exogène comme une manne qui tombe du ciel ; de son côté, la finance n'a aucune influence sur la croissance de long terme dans cette représentation de l'économie. La technique, dans cette théorie, est vue comme un *deus ex machina*, indépendant de toutes caractéristiques concernant les vues sur l'avenir que la finance exprime (graphique 3).

Graphique 3. Conception naïve du cycle et de la croissance de long terme



Le PIB potentiel est indépendant des fluctuations conjoncturelles, donc de la demande. Le PIB observé s'enroule autour et constitue le cycle des affaires.
Output gap = (PIB observé - PIB potentiel) / (PIB potentiel)

Or, les données historiques rassemblées par les organisations internationales, au premier chef par la Banque des Règlements Internationaux (BRI), montrent qu'il n'en est pas ainsi. Le développement du crédit et du prix des actifs, c'est-à-dire des évaluations de la rentabilité du

capital, fait apparaître des cycles financiers de longue durée. Il s'ensuit que les interactions entre le cycle financier et les tendances de l'économie réelle sont étroites.

Dans la phase déclinante du cycle financier qui suit la crise, les faiblesses de l'économie réelle sont persistantes. Le rétablissement de la productivité est très lent et fait baisser la tendance de longue période. L'inflation est basse, systématiquement en dessous des objectifs de la politique monétaire. L'incertitude sur la qualité des actifs financiers freine l'innovation. L'hypothèse théorique la plus efficace pour expliquer ces phénomènes est la déflation de bilan. Elle met la finance dans la position dominante pour comprendre les grandes fluctuations de la croissance à long terme. Car le développement du cycle financier dans sa phase expansive n'est pas un processus efficace. Il entraîne le surendettement, la surévaluation des actifs qui provoque des investissements de mauvaise qualité, les distorsions dans l'allocation des ressources réelles et l'accumulation de vulnérabilités dans la finance elle-même. C'est l'interaction de ces distorsions qui explique la gravité de la crise financière. Elle provoque la récession de bilan, c'est-à-dire le processus périlleux de dévalorisation des actifs indûment survalorisés et du désendettement. Cette logique s'impose à toute l'économie en entravant à la fois la demande et les progrès de productivité. Les graphiques 4a et 4b décrivent ces enchaînements.

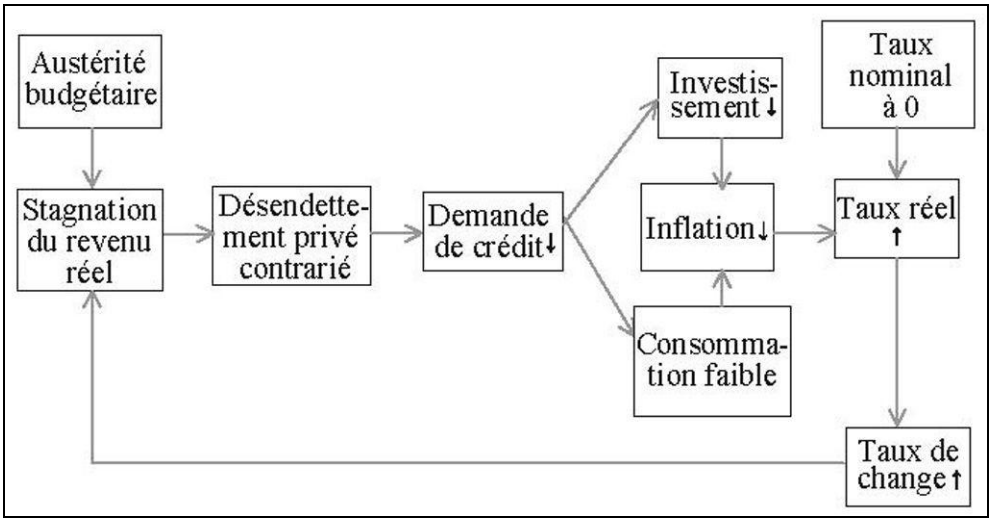
Ces graphiques désignent une tout autre conception de la croissance que le graphique 3. L'offre et la demande globales interagissent à long terme, car toutes deux dépendent des évaluations et des choix de la finance, lesquelles conditionnent les décisions d'investissement des entreprises et les arbitrages des ménages entre épargne et consommation. Dans la phase expansive du cycle financier, les choix sont emportés par l'euphorie où chacun cherche à profiter de la hausse des prix des actifs (par exemple de l'immobilier) et renforce la conviction des autres dans le même sens. Parce que la hausse attendue des prix des actifs élève le rendement espéré de leur acquisition, chacun a intérêt à s'endetter pour les acheter. Les prêteurs font les mêmes calculs parce que les actifs achetés par leurs emprunteurs sont aussi les collatéraux qui garantissent les prêts. Cette logique auto-renforçante s'appelle le *momentum*. Elle provoque les bulles spéculatives, c'est-à-dire des hausses dans les valeurs qui sont imaginaires en ce sens qu'elles ne peuvent pas livrer les revenus futurs qu'elles promettent. C'est pourquoi toute bulle spéculative finit par éclater, à un moment qu'il est impossible de prévoir. Lorsque cela se produit, la crise financière se déclenche. Le *momentum* s'inverse et entraîne une baisse catastrophique des prix des actifs qui avaient été emportés par la bulle. Les pertes de valeur des actifs se répercutent en pertes sur les crédits que les emprunteurs ne peuvent pas rembourser ; ce qui se transmet aux prêteurs. Mais ceux-ci forment un réseau de contreparties, de sorte que les défauts des uns font les pertes des autres. La course à l'endettement de la phase euphorique se mue en course au désendettement dans la phase du stress et de la peur. Mais pour se désendetter de manière ordonnée, c'est-à-dire en absorbant les pertes sans que son activité soit remise en cause, il faut pouvoir affecter assez de revenu à la provision sur pertes. Cela est impossible lorsque beaucoup de monde veut se désendetter, et donc dépense moins. La transmission de la contrainte financière à l'économie déprime la demande du secteur privé, de sorte que le désendettement est contrarié. Il s'ensuit une baisse prolongée de la croissance.

Dans la zone euro, ce processus, appelé déflation de bilan parce que ce sont les sinistres survenus dans les bilans qui sont la cause principale du défaut de demande dans l'économie réelle, a été aggravé par les politiques d'austérité budgétaire survenues au pire moment. Ensuite le cercle vicieux de l'insuffisance de demande prolongée (graphique 4a) contamine l'offre (graphique 4b). Quand les excès antérieurs polarisent les choix actuels sur la déflation des bilans, l'offre et la demande interagissent et sont affectées dans le sens d'une croissance basse prolongée. C'est pourquoi la politique macroéconomique en Europe est peu efficace.

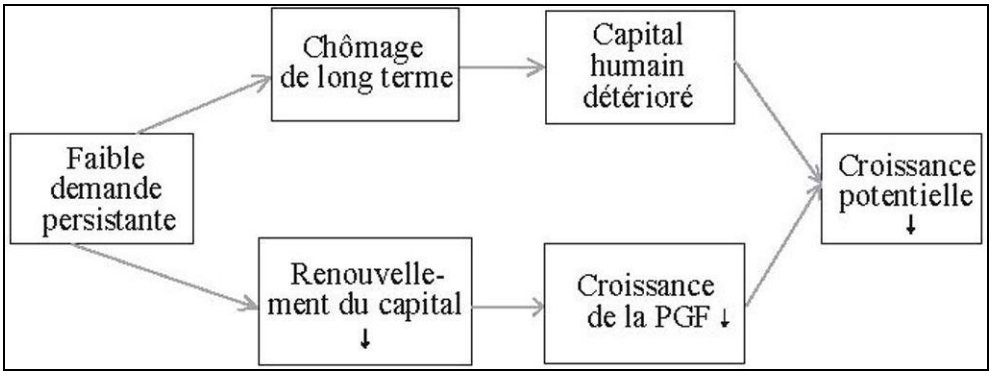
La politique budgétaire expansive n'a qu'un impact modéré, mais la politique d'austérité aggrave sensiblement la faiblesse de la demande. La politique monétaire rencontre les pires difficultés pour éviter que l'inflation trop faible ne rende le désendettement plus difficile, parce que le taux d'intérêt réel en vigueur demeure trop élevé vis-à-vis du taux naturel.

Graphique 4. Le piège de la croissance basse

4a. Côté demande



4b. Côté offre



Dans la situation actuelle de l'Europe, la réparation des bilans des intermédiaires financiers est donc la priorité pour espérer réanimer le crédit. Elle implique la réalisation pleine et entière de l'union bancaire. Celle-ci est indispensable pour que la politique monétaire ne continue pas à être capturée par l'incapacité des banques à faire leur métier. Reconnaître les pertes, recapitaliser et faire respecter des règles prudentielles qui maintiennent des provisions de liquidités suffisantes, empêcher l'usage immodéré du levier d'endettement sont des préalables à toute velléité de réinvestir.

Mais cela n'est pas tout. On a vu que les pays de la zone euro étaient dans des situations différentes, alors qu'ils forment une zone monétaire unifiée dans laquelle les influences réciproques des pays les uns sur les autres sont à la fois intenses et asymétriques. Pour maîtriser ces interactions dans le sens de la reconstruction d'un régime de croissance, il faut des institutions fortes et capables de promouvoir une action collective des États membres. Dans ce domaine aussi, la zone euro a de sérieux obstacles à surmonter.

Notes

1. T. Grjebine, « D'une crise à l'autre : 30 ans de globalisation des cycles immobiliers », *La Lettre du CEPII*, n° 342, mars 2014.

2. La mise en évidence du cycle financier et de ses conséquences sur l'instabilité de la finance globalisée est largement issue des travaux de recherche de la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Pour une synthèse, voir C. Borio, « The financial cycle and macroeconomics : what have we learnt ? », *BIS Working Papers*, n° 395, décembre 2012.

3. Ces titres étaient construits sur des ensembles (*pools*) de crédits aux logements devenus insolvables ; ils étaient assortis d'hypothèques sur les biens immobiliers dont les prix s'étaient effondrés.

4. C'est le taux de chômage compatible avec le meilleur emploi que l'on puisse atteindre et maintenir avec les moyens des politiques macroéconomiques. Pour l'améliorer, il faut des politiques d'éducation, de formation professionnelle et de conversion, bref une politique très active de l'emploi sur toute la vie.

5. Le concept de taux d'intérêt naturel a été élaboré par l'économiste suédois Knut Wicksell dont les idées ont influencé aussi bien Keynes sur la théorie monétaire que Schumpeter sur le cycle économique. L'ouvrage fondamental qui expose cette théorie est K. Wicksell, *Interest and Prices*, Londres, MacMillan, 1898.

6. Le taux de marché ne peut pas descendre en dessous de zéro car il est toujours possible de convertir des titres liquides dont la rémunération tendrait à devenir négative en billets de la banque centrale dont la rémunération nominale est zéro sans limites ni délais. En revanche il est possible, et la BCE le fait, d'imposer des taux négatifs sur les dépôts bancaires à la banque centrale afin de forcer les banques à utiliser ces dépôts. Ce n'est pas de la politique monétaire, mais une fiscalité implicite.

7. En effet le taux d'intérêt naturel est le taux de rendement marginal net du capital ajusté du risque. Le taux de marché est le coût de base des emprunts, ajusté du risque et de la durée. Si le taux naturel est supérieur au taux de marché, il existe dans l'économie des opportunités d'emprunter pour dépenser. La demande agrégée de l'économie peut s'élever et la production augmenter. Il se déclenche un effet multiplicateur par hausse des revenus et de la dépense jusqu'à ce que le taux de marché s'élève au niveau du taux naturel.

8. Sur les multiplicateurs budgétaires et notamment leur niveau élevé dans une situation de marasme économique, impliquant que la conduite d'une consolidation budgétaire dans ce contexte doit être lente et prudente, voir M. Aglietta et T. Brand, *Un New Deal pour l'Europe*, Odile Jacob, 2013, pp. 155-161.

9. La stagnation séculaire est une notion ancienne qui a été avancée pour expliquer la grande difficulté des économies occidentales à récupérer de la grande dépression. L'auteur qui l'a formulée le plus nettement est Alvin Hansen dans un article de 1939 intitulé « Economic progress and declining population growth » (*American Economic Review*, 29(1), pp. 1-15). L'idée est revenue en force lors du forum économique du FMI de novembre 2013 et elle a été popularisée par un article de Lawrence Summers paru dans le *Financial Times* du 15 décembre de la même année : « Why stagnation might prove to be the new normal ». Puis la Banque mondiale s'est emparée du sujet : O. Canuto, R. Nallari et B. Griffith, « Sluggish growth : policies, secular stagnation and outlook », *Economic Premise*, The World Bank, n° 139, avril 2014. L'ensemble des réflexions sur le sujet dans le monde anglo-saxon a été rassemblé dans un ouvrage dirigé par Coen Teulings et Richard Baldwin : *Secular Stagnation : Facts, Causes and Cures*, CEPR Press, 2014.

CHAPITRE 2

QUELLES INITIATIVES INSTITUTIONNELLES A-T-ON PRISES DEPUIS LA CRISE ?

L'Europe se caractérise par l'incapacité des pays à mener ensemble des politiques efficaces et cela dans tous les domaines. On a vu dans le chapitre précédent à quel point les performances macroéconomiques ont été médiocres. L'incapacité à la coopération affecte tout autant la politique étrangère que l'énergie et les transports, la politique sociale que l'harmonisation fiscale minimale. Nous vivons dans un espace monétaire commun sans espace public, donc sans institutions qui pourraient animer une vie démocratique, source de coordination et de choix collectifs. C'est pourquoi on dit à juste titre que l'euro est une monnaie incomplète. Elle est commune aux agents économiques dans les échanges marchands, mais elle est étrangère aux États. Cette singularité résulte de l'ambiguïté des motifs qui l'ont créée. Elle a perduré par les blocages politiques qui sont survenus au fur et à mesure du temps. C'est pourquoi la zone euro ne disposait ni des moyens d'action communs, ni surtout de la clairvoyance des dirigeants politiques et encore moins de la légitimité démocratique pour faire prévaloir les intérêts à long terme de la construction européenne confrontée au choc dévastateur de la crise financière.

Néanmoins, les gouvernements ont affirmé leur volonté de préserver l'intégrité de la zone euro dans l'adversité. C'est un acquis qui a une grande signification. Si les intérêts des États avaient été intrinsèquement contradictoires, rien n'aurait empêché l'éclatement de la zone euro ou le retrait de certains de ses membres. À quoi bon rester dans une union si on pense que le coût d'en sortir est inférieur aux avantages que l'on peut retirer de la sortie ? La menace sur la zone euro n'est donc pas une rivalité rédhibitoire, mais un défaut de coordination. Considéré sous cet angle, le problème peut trouver des solutions, non pas dans un changement de paradigme qui instituerait une union politique dans une catharsis fondatrice, mais dans un chemin d'évolutions institutionnelles se nourrissant des obstacles et des périls pour avancer.

Dans cette perspective, on va montrer que ce mouvement a commencé en décrivant les initiatives prises et acceptées depuis la crise grecque en 2010 dans les domaines monétaire, bancaire et budgétaire. Sur cette base, on pourra réfléchir à des propositions afin de poursuivre le changement institutionnel vers la complétude de l'euro. Auparavant, il est indispensable de saisir ce qu'est une monnaie incomplète.

L'INCOMPLÉTUDE DE L'EURO

Commençons par bien comprendre ce qu'est la monnaie. La monnaie n'est pas une marchandise, c'est un contrat social. Car elle est le *medium* commun par lequel la collectivité qui en fait usage rend à chacun de ses membres dans l'acte de payer ce qu'elle juge avoir reçu de lui par son activité. Le système de paiements est donc le bien public qui valide l'utilité sociale de l'activité de chacun. La monnaie règle le mouvement des dettes qui font la cohérence quotidienne des sociétés organisées selon une multitude d'échanges séparés. Pour pouvoir régler des dettes, la monnaie a elle-même la nature d'une dette. C'est la dette ultime reconnue et acceptée par tous. On la définit comme la dette de la société dans son ensemble sur elle-même. Elle se différencie donc radicalement des dettes privées. En cela, la monnaie est le bien commun par excellence.

On peut alors comprendre que la monnaie est le lien social le plus général. Elle appartient à tous ceux qui l'acceptent comme un bien commun indiscuté et indiscutable. Dans un monde où les collectivités humaines sont organisées en nations, elle fait partie de la souveraineté nationale. Si l'on fait bien la distinction entre, d'une part, la source nominale du pouvoir qui

est la souveraineté du peuple fondant la légitimité, et d'autre part, la source réelle qui est le monopole de la violence légitime dévolu à l'État et validé par l'ordre constitutionnel, la confiance commune dans la monnaie échappe en partie à l'État. Cette confiance est de nature éthique car elle se fonde sur la conscience d'une appartenance commune, représentée par l'acceptation du medium social qu'est la monnaie. L'État codifie les règles selon lesquelles la monnaie est émise, circule et règle les transactions. Lorsque ces règles sont assimilées par les utilisateurs de la monnaie et non remises en cause, la confiance dans l'autorité de l'État, dite aussi confiance hiérarchique, suffit à garantir l'ordre monétaire. Il s'ensuit que les crises monétaires dans lesquelles les règles sont rejetées et avec elles la monnaie légale (crises hyper inflationnistes) sont aussi des crises de l'État. La confiance hiérarchique est détruite. Pour rétablir l'ordre monétaire, il faut réinstaurer le sentiment d'appartenance collective, et donc le ciment de la confiance éthique[1]. Cette idée est difficile à comprendre en France où les principes révolutionnaires ont identifié la souveraineté du peuple à l'État. Mais elle est inhérente à ce qu'était l'organisation monétaire allemande avant l'euro. Le Deutschemark a été institué avec la Loi fondamentale, en antériorité politique en même temps que chronologique à la création de l'État fédéral. L'indépendance de la banque centrale vis-vis de l'exécutif politique est une solution institutionnelle pour établir une distance entre la préservation de la confiance éthique dans la monnaie et les politiques publiques.

Le principe fondateur de l'Allemagne fédérale est l'ordo-libéralisme qui a trouvé son expression juridique formelle dans la Loi fondamentale de 1948. C'est elle qui institue la souveraineté du peuple. Elle est au-dessus de l'État, car elle formalise dans un ordre constitutionnel les valeurs morales les plus incorporées de la société. L'ordre juridique fait obstacle à tout pouvoir arbitraire, qu'il vienne de l'État par une majorité politique ou de coalitions d'agents privés (oligopoles, cartels, lobbies). Toutefois, l'État n'est nullement minimal vis-à-vis de l'économie, contrairement à la conception ultralibérale d'obédience anglo-saxonne. Mais il doit inscrire son action dans le cadre institutionnel du marché. Le cadre institutionnel se distingue des mécanismes du marché ; sa clef de voûte est la monnaie. La stabilité de la monnaie est bien plus qu'un objectif de politique économique. C'est un impératif catégorique de la Loi Fondamentale. La stabilité de la monnaie est constitutive de l'ordre social au-dessus du politique. C'est pourquoi elle doit être assumée par une institution indépendante.

Mais sa dimension de lien social n'est qu'une face de la monnaie. L'autre face est le lien organique de la monnaie et de l'État via la dette sociale. Celle-ci se distingue des dettes privées en ce qu'elle est la dette de chaque membre de la société vis-à-vis de la société tout entière. En effet tout individu, en tant que membre de la société, dispose au cours de sa vie des biens publics qui font la cohésion des sociétés : éducation gratuite ou subventionnée, service de santé, sécurité, infrastructures, agréments culturels des villes, etc. L'ensemble des actifs réels qui constituent ces biens publics et qui produisent les services publics forme le capital collectif de la société. La dette sociale est la contrepartie de ce capital collectif. C'est la dette de chaque membre de la société à l'égard de la société en tant que puissance collective, dont l'organisation est la condition de la vie individuelle. Chaque membre de la société consomme les services du capital collectif. Cette dette est honorée par le flux des impôts dus par les individus adultes leur vie durant. La légitimité de l'impôt est la contrepartie de la reconnaissance du bien commun. Les impôts sont levés par l'État en tant que puissance tutélaire de la société. La dette publique, c'est-à-dire la dette financière de l'État (au sens large), résulte d'un transfert intergénérationnel lorsque l'État décide de s'endetter pour produire les biens publics, donc de les financer par des impôts différés. Ce transfert intergénérationnel établit la cohésion de la société dans le temps. En effet, lorsque l'État investit en capital collectif, il élève la capacité de production future de la nation ; ce

qui crée un surcroît de revenus futurs. Il s'ensuit que les générations futures qui bénéficieront de cette augmentation du capital collectif seront plus riches pour contribuer au remboursement de la dette publique grâce à laquelle l'investissement collectif a été financé. Puisque la dette publique est la dimension temporelle de la dette sociale et que celle-ci est la dette des individus vis-à-vis de la société tout entière, la dette publique n'a pas le même statut que les dettes privées, même si elle est détenue par des agents privés. Dans tout pays où l'État n'est pas défaillant, la dette publique doit pouvoir être mise hors des errances des marchés en garantissant sa liquidité. C'est une mission essentielle de la banque centrale. Il s'ensuit un lien organique entre l'État et la monnaie.

Ces deux dimensions, la monnaie en tant que lien de confiance entre les citoyens et la monnaie en tant que *medium* dans lequel la dette sociale est honorée, font l'ambivalence de la monnaie[2]. C'est l'ordre constitutionnel, garantissant à la fois le lien de confiance et la solvabilité de la dette sociale, qui définit la complétude de la monnaie.

L'euro est une monnaie incomplète parce que cet ordre constitutionnel est absent. La BCE est la seule instance fédérale dans un ensemble de nations qui ne sont unies par aucune constitution démocratiquement instituée. C'est une monnaie qui n'est pas adossée à une dette sociale reconnue dans le même espace. C'est pourquoi le statut de la banque centrale dans le traité intergouvernemental de Maastricht lui a interdit d'acheter la dette publique des pays membres. Cette règle unique au monde résulte du caractère contradictoire de l'organisation de l'union monétaire européenne. La BCE émet une monnaie commune aux citoyens des pays membres, mais étrangère à tous les États. Dans la première dimension, la zone euro est plus qu'un régime monétaire international, parce qu'elle a une banque centrale et un système de paiements unifié. Mais dans la seconde, l'euro est une monnaie étrangère à changes fixes pour tous les États. En effet, les pays de la zone euro sont privés du lien organique, qui existe partout ailleurs, entre la banque centrale et l'État souverain. Dans tout pays qui émet la monnaie dans laquelle la dette publique est libellée (donc si la dette publique n'est pas émise en monnaie étrangère) et dont l'État n'est pas défaillant, la dette publique est à l'abri du défaut, parce que l'État a la capacité ultime de monétiser sa dette, donc de la mettre hors marché. Cela résulte de la réciprocité du lien organique entre banque centrale et État. L'État est le garant ultime du capital de la banque centrale. La banque centrale est le prêteur en dernier ressort du système financier dont le pivot est la dette publique.

La crise financière a eu des effets dévastateurs en zone euro parce que ce lien organique n'existait pas. Lorsque la crise a révélé l'insolvabilité de la Grèce, la panique des créanciers privés a attaqué les dettes publiques d'États solvables parce que l'autorité monétaire a été empêchée de jouer son rôle de prêteur en dernier ressort selon les oukases du traité de Maastricht. Ce faisant, le traité ne pouvait qu'exacerber les rivalités nationales dans les conditions de la crise financière entre les pays créanciers et les pays débiteurs. À leur tour, ces rivalités ont irrémédiablement conduit à la fragmentation de l'espace financier européen que la création de l'euro avait voulu unifier.

C'est pourquoi le conseil des chefs d'État d'un côté, la BCE de l'autre se sont trouvés au pied du mur. Il fallait d'urgence, par une politique des petits pas, scandée par les événements de crise, apporter des réponses institutionnelles *ad hoc* de substitution à l'absence du lien organique entre monnaie et États. Il importe de décrire ces expédients de manière à déceler s'ils constituent un mouvement vers la complétude de l'euro. Ces innovations institutionnelles concernent les domaines monétaire et bancaire d'un côté, budgétaire de l'autre.

LES INITIATIVES DANS LE DOMAINE MONÉTAIRE ET BANCAIRE

La crise a commencé début août 2007 par l'incapacité de la BNP de valoriser certains fonds monétaires en dollars dont le rendement était dopé, parce qu'ils étaient investis dans des titres construits sur des crédits « *subprime* ». Avant la mi-août, tout le marché des crédits interbancaires était grippé. Les banques centrales n'ont pas attendu pour alimenter les banques en liquidité. Toutefois, si les banques centrales anglo-saxonnes ont commencé dès l'automne 2007 à faire baisser leurs taux directeurs, la BCE n'a pas bougé. En juillet, elle avait même accru son taux par peur de l'inflation, du fait de la flambée des prix des matières premières agricoles ! Elle se contenta donc de faire ce qu'on appelle du « *qualitative easing* ». La composition de l'actif du bilan de la banque centrale change sous l'impact des opérations de prêts en dernier ressort, mais la taille reste conforme à la politique monétaire ignorant la crise, grâce à des opérations compensatoires, dites de stérilisation, qui consistent dans des ventes de titres pour retirer la liquidité supplémentaire injectée par les prêts en dernier ressort.

Les événements prirent une autre tournure aux États-Unis après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. La panique s'étant déclenchée comme une traînée de poudre et s'étant manifestée par une demande généralisée de liquidité ultime par le secteur privé, la Fed et la Banque d'Angleterre sont passées immédiatement au « *quantitative easing* ». La taille du bilan de la Fed est passée de 800 à 2200 milliards de dollars en quelques semaines dès l'automne 2008. Avec les accords de *swaps* croisés (des prêts réciproques) des banques centrales décidés au début d'octobre 2008, le bilan de la BCE s'est également gonflé, mais beaucoup moins, de 650 à 1000 milliards d'euros environ, dont 210 milliards procurés par les accords de *swaps* de change. Mais la politique monétaire est demeurée très prudente, la BCE cherchant même à réduire la taille de son bilan au cours de l'année 2009 grâce à la sortie de la récession à demi-année. Lorsque la crise grecque a éclaté, la taille de son bilan était retombée autour de 800 milliards d'euros.

La découverte de l'insolvabilité de la Grèce en mai 2010 a ouvert l'ère des initiatives qui sont autant de transgressions du traité de Maastricht, lequel ignorait superbement la possibilité de crises financières généralisées, au-delà du prêt en dernier ressort réservé aux banques et stérilisé. À partir de cette époque, les débats internes à la BCE sont devenus plus âpres. Le besoin d'être pragmatique est devenu vital et l'influence du dogmatisme de la Bundesbank a régressé au sein du comité de politique monétaire. La BCE a innové de deux manières : de nouvelles formes d'injection de liquidités dans l'économie, appliquées aux maillons faibles des vulnérabilités financières qui se révélaient les unes après les autres d'une part, l'assouplissement des règles de collatéral que les banques doivent présenter pour obtenir de la liquidité de la BCE d'autre part.

Provisions de liquidités et assouplissement du collatéral

Du 14 mai au 9 juillet 2010, le Conseil européen a dû se résigner à accepter que la BCE achète sur le marché secondaire les titres des gouvernements de trois pays placés sous les programmes d'aide de la troïka (Commission européenne, FMI, BCE) dans les opérations appelées SMP (*securities market programme*). C'était une incursion timide dans la technique du *quantitative easing* qui était le fer de lance de la Fed et de la BOE. Parallèlement, la BCE a recouru à un modeste programme d'achats de titres privés sécurisés (*covered bond purchase programme*) à partir de juillet 2010 pour 60 milliards d'euros. À cela s'est ajoutée une extension des opérations de fourniture de liquidités à l'égard des banques et une modification de la technique. Les opérations de refinancement sont devenues potentiellement illimitées en montants, à prix fixes et pour des durées allongées. Ce sont les fameux LTRO (*long-term refinancing operations*) qui ont les faveurs de la BCE, car elles sont dirigées au

bénéfice des banques et ne remettent donc pas en cause son mandat. Un programme modeste fut mis en place dès mai 2010 : 36 milliards d'euros injectés dans des prêts à six mois. L'aggravation de la situation financière à l'automne 2011 a entraîné le repli des banques sur leur territoire national et menacé toute la zone euro d'une paralysie du crédit en novembre 2011. La BCE s'est résolue à lancer une opération de refinancement LTRO d'une ampleur et d'une durée inusitée. En deux temps (décembre 2011 et février 2012), la BCE a procédé à deux refinancements d'une durée de 36 mois à taux d'intérêt nul pour un montant cumulé de l'ordre de 1000 milliards d'euros. La taille de son bilan a atteint 2500 milliards d'euros. Cette opération démesurée par rapport à tout ce qui avait été entrepris auparavant a apporté un répit sur les marchés financiers. Les taux d'intérêt sur les dettes publiques des pays fragiles ont reflué, mais le crédit au secteur privé n'a pas repris.

L'autre type d'action pour faciliter la vie des banques a été l'assouplissement des règles du collatéral mis en garantie par les banques pour accéder au refinancement de la BCE. Dès le 3 mai 2010, la qualité minimale de notation a été supprimée pour les actifs grecs, irlandais et portugais. À partir de septembre 2011, l'assouplissement est devenu beaucoup plus important : des actifs suffisamment risqués pour être interdits de transaction sur les marchés réglementés ont été acceptés par la BCE avec toutefois un rabais *(haircut*) conséquent ; des produits de titrisation des crédits (*asset-backed securities*) ont été admis ; enfin, la règle d'homogénéité des collatéraux a été abandonnée en février 2012, ce qui a permis aux banques centrales nationales de fixer leurs propres règles.

Les interventions appelées pudiquement « non conventionnelles » n'ont interrompu que temporairement la panique des marchés financiers et n'ont en aucune manière stoppé la récession de la zone euro. Au contraire, la crise s'est sérieusement aggravée à partir d'août 2011, en partie en contrecoup des difficultés budgétaires aux États-Unis. La BCE a dû changer d'échelle sans élargir la panoplie des moyens qu'elle avait créés. Ce fut l'épisode des LTRO de 36 mois qui n'eurent qu'un succès mitigé et de courte durée pour faire baisser les taux d'intérêt à long terme des titres d'État dans les pays (Espagne, Portugal, Italie) où les dettes publiques étaient attaquées par les spéculateurs pariant sur la baisse de leurs valeurs, lesquels provoquaient la vente en masse de ces titres par les investisseurs institutionnels anglo-saxons. Rien n'a suffi, dès avril-mai 2012 la crise financière repartait de plus belle.

Juin-septembre 2012 : les décisions cruciales et leurs prolongements

La leçon de ces échecs répétés est que la gestion à courte vue de la crise que les atermoiements des gouvernements ont imposée à la banque centrale, n'a traité que les symptômes, pas les causes profondes du délabrement de la finance. La déflation de bilan a continué à ronger sournoisement les institutions financières et à enfoncer les économies dans la récession. La fragmentation financière avait atteint un point tel que seule la BCE maintenait encore l'unité de façade de la zone euro. L'incapacité des gouvernements de restructurer et de recapitaliser les banques dans les pays fragiles et la réticence des pays créanciers à contribuer à ce processus menaçaient directement l'existence de l'euro.

C'est alors que dans le dramatique conseil européen de juin 2012, les chefs d'État et de gouvernement se résolurent à décider ce qu'ils avaient toujours repoussé avec horreur jusque-là : entreprendre l'union bancaire. Ce fut la première décision structurelle adéquate pour résoudre un problème structurel. Que de temps perdu, que de millions de chômeurs auraient pu être évités si cette décision avait été prise dès 2010 ! C'est la première décision significative pour compléter l'euro. En effet, l'union bancaire, si toutefois elle est menée à son terme, doit établir une supervision, un mécanisme de résolution des faillites bancaires et une assurance des dépôts, unifiés. Ce sont les institutions d'un système bancaire intégré dans

lequel les gouvernements seront logiquement dessaisis de leurs responsabilités prudentielles au profit d'instances fédérales pour les banques considérées comme systémiques (celles dont la faillite menacerait le système financier tout entier). Nous verrons au chapitre 5 comment ce processus pourrait aboutir.

Car, actuellement, l'union bancaire est encore bancale. Elle a avancé dans le domaine de la supervision, mais moins ou pas du tout sur les autres terrains. La décision la plus importante pour révéler enfin les pertes des banques et pour le long terme est de faire de la BCE le superviseur unique des 130 plus grandes banques, mais pas du reste des 6000 banques que compte l'Union européenne. Néanmoins, il s'agit d'un transfert de pouvoir au niveau fédéral qui permet une approche systémique de la surveillance des risques bancaires. L'homogénéité d'appréciation des risques accumulés par une même banque, mais localisés dans différents pays, devient possible. L'audit de la qualité des actifs des banques, inscrits au bilan ou dissimulés dans les engagements hors bilan, doit précéder les tests de stress dont dépend l'évaluation des besoins de recapitalisation. Au terme de cet exercice, la BCE a le pouvoir d'obliger des banques à se recapitaliser. Dans le cas où des banques ne seraient pas capables de le faire par leurs propres moyens ou en faisant appel à des augmentations de capital sur le marché des actions, il en serait déféré à une Autorité de résolution.

Mais le MRU (mécanisme de résolution unique), établi à la suite d'un compromis laborieux obtenu en décembre 2013 et complété en mars 2014, est encore loin d'être opérationnel. Car, pour parer à toutes les situations, notamment celle d'une crise financière systémique du type de celle de 2008, il requiert un apport ultime, certes contingent, d'argent public (*backstop*) pour recapitaliser des établissements en insuffisance de fonds propres qui ne peuvent trouver ni sur le marché des actions, ni par apports négociés, le capital nécessaire au rétablissement d'un bilan assez solide pour reprendre une activité normale. Une résolution unifiée veut donc dire solidarité budgétaire contingente au déclenchement du risque systémique inhérent à un système financier unique. Ce lien organique entre union bancaire et solidarité budgétaire a toujours été rejeté jusqu'ici par le Conseil des chefs d'État et de gouvernement. Ce rejet est un obstacle majeur à la complétude de l'euro qui requiert la coupure du cercle vicieux entre détérioration des finances publiques et fragilité bancaire. On étudiera au chapitre 5 un processus possible pour le surmonter. Une telle évolution n'est pas impossible, car on a enregistré des avancées dans le domaine budgétaire.

L'autre décision majeure de ce début d'été 2012 a été la décision de rendre possible l'achat par la BCE de dettes publiques des pays en difficulté, certes sous des conditions très strictes. C'est le programme OMT (*outright monetary transactions*). Ce programme n'a jamais été appliqué et ne le sera sans doute jamais. Mais le président du directoire de la BCE Mario Draghi a su s'en servir avec une habileté diabolique. Fin juillet 2012, il déclara solennellement que la BCE ferait tout ce qui est en son pouvoir pour sauvegarder l'euro et il assurait le monde entier que ce serait suffisant et qu'il était prêt à acheter des titres publics si nécessaire. Ce discours agit comme une baguette magique. Il retourna l'opinion des marchés financiers du pessimisme noir à l'optimisme délirant. Tous les marchés financiers repartirent à la hausse sans que rien ne s'arrange dans l'économie réelle. Cet épisode révèle une fois de plus que les intervenants dans les marchés financiers n'ont aucune idée des fondamentaux économiques. Ils ne sont mus que par des croyances qui se focalisent collectivement sur des conventions (événements saillants, discours d'hommes perçus comme providentiels, gourous). En effet, les fondamentaux ne se sont guère arrangés. Comme on l'a vu dans le chapitre 1, la fin de la récession n'a pas donné une impulsion forte aux économies, de sorte que l'investissement productif a continué à baisser. Sans flux d'investissement robuste et prolongé pour récupérer le terrain perdu depuis cinq ans, pas de remontée de la croissance

potentielle. C'est pourquoi la BCE s'est retrouvée en première ligne pour éviter que l'inflation ne baisse dangereusement et pour tenter de relancer le crédit aux entreprises.

Le 5 juin 2014, après des mois de tergiversations et d'hésitations où il a espéré que le taux d'inflation se redresserait spontanément, le conseil de politique monétaire de la BCE a admis le danger d'une inflation trop basse, trop longtemps. Il a décidé de commencer à infléchir la politique monétaire de la zone euro. D'abord, la BCE a relancé le LTRO sur une durée de quatre ans dans une nouvelle opération appelée TLTRO. Mais cette fois, elle a conditionné sa facilité aux banques qui prêtent au secteur privé non financier à l'exclusion des crédits aux ménages pour les achats immobiliers. Les banques pourront emprunter à la BCE jusqu'à 7 % du montant de leurs crédits des catégories éligibles. Il s'agit clairement de favoriser le financement de l'investissement productif et de la consommation. Deux opérations ont été prévues, pour septembre et décembre 2014, sur un montant de 400 milliards d'euros. Des prolongements seront possibles de mars 2015 à juin 2016. Les banques qui décideront d'emprunter dans ce schéma payeront un taux d'intérêt de 0,25 %, soit 10 points de base au-dessus du taux directeur. Les remboursements pourront se faire à partir de 24 mois après chaque opération.

La BCE a baissé son taux d'intérêt directeur à 0,15 % le 5 juin 2014. En outre, elle a introduit pour la première fois un taux d'intérêt négatif de - 0,10 % sur les dépôts des banques, sur les dépôts liés aux opérations spéciales de refinancement et sur les réserves excédentaires des banques. De plus, elle élargit encore la gamme des collatéraux admis en garantie du refinancement normal. Enfin, la BCE déclare préparer l'achat de titres privés appelés ABS (*asset-backed securities*) qui sont des crédits titrisés sur le secteur privé non financier, toujours pour inciter à la reprise du crédit.

Le problème majeur est que toute l'opération pourrait n'être qu'un coup d'épée dans l'eau. En lançant cette opération, la BCE postule que les banques manquent de liquidité pour faire des crédits à l'économie et que, par conséquent, si cette liquidité est au rendez-vous, les montants du crédit vont gonfler. Mais si la maladie de l'économie de la zone euro est bien la stagnation séculaire, cela veut dire que la demande agrégée de l'économie réelle ne décolle pas. Dans ce cas, il n'y aura pas plus de demande de crédit avec ou sans TLTRO. Les banques se serviront de la nouvelle facilité pour rembourser des prêts anciens de la BCE qui arrivent à échéance pour 400 milliards d'euros sur l'ancien LTRO. Cela concerne surtout les banques espagnoles et italiennes.

En effet, au cours de l'été 2014, la conjoncture économique de la zone euro s'est sensiblement dégradée. À la surprise générale, l'Allemagne est tombée en récession au second trimestre. Le taux d'inflation a continué à refluer de 0,5 % en juin à 0,3 % en août. L'Italie et l'Espagne ont basculé en déflation. À l'occasion du symposium des banques centrales à Jackson Hole (Wyoming), Mario Draghi a prononcé le 22 août un discours fort remarqué. Avertissant que la politique monétaire ne pouvait pas faire tout toute seule, il a placé les gouvernements devant leurs responsabilités. La seule manière de sortir du piège d'une inflation quasi nulle et d'un chômage à deux chiffres, a-t-il dit, « est une politique combinée (*policy mix*) de moyens monétaires, budgétaires et structurels au niveau de l'union et au niveau national ». C'est exactement la doctrine défendue dans ce livre. Les économies les plus faibles doivent se réformer en levant les obstacles à la création des entreprises et des emplois. Les pays qui ont la latitude de dépenser plus tout en demeurant dans les règles du traité doivent le faire pour donner une orientation budgétaire totale plus favorable à la croissance. Il s'agit donc d'un appel à la coopération entre politique monétaire et budgétaire en transgression des principes de séparation adoptés à Maastricht.

Pour sa part, la BCE n'a pas tardé à agir. Fin août, l'indication que le risque de déflation augmentait encore avec un décrochage vers le bas des anticipations d'inflation à cinq ans incorporées dans les taux d'intérêt de marché a incité le comité de politique monétaire à agir dans sa réunion du 4 septembre sans attendre les effets des mesures prises en juin. Le taux d'intérêt directeur a été abaissé à 0,05 % et un programme d'achats de titres privés sous forme de crédits titrisés (*asset-backed securities* ou ABS) va être lancé. Pour pouvoir opérer sur un volume potentiel suffisant, le programme de rachats comprendra non seulement des titres émis sur des crédits aux entreprises et des obligations sécurisées (*covered bonds*), mais aussi des titres adossés à des crédits hypothécaires. Mario Draghi a annoncé l'ampleur du programme visé : la taille du bilan de la BCE devrait passer de 2000 à 3000 milliards d'euros en ajoutant les nouveaux achats de titres et le programme TLTRO des nouveaux financements bancaires. La balle est donc dans le camp des gouvernements.

LES INITIATIVES DANS LE DOMAINE BUDGÉTAIRE

Observant que les politiques d'austérité avaient échoué à inverser l'augmentation des dettes publiques rapportées aux PIB des pays pour les raisons expliquées dans le chapitre 1, le Conseil européen a mis en place des programmes d'aide aux pays en difficultés. La gestion de ces programmes d'aide a requis la création de nouvelles institutions financières européennes : le Fonds européen de stabilité financière (FESF) qui a été un dispositif temporaire créé dès le début de la crise grecque. Il est suivi par un dispositif permanent : le Mécanisme européen de stabilité (MES), créé le 27 septembre 2012 et devenu opérationnel le 1er mars 2013.

Mais ce n'est pas tout, de même que dans le domaine bancaire la gouvernance intergouvernementale de la zone euro a fait une avancée dans le sens de la complétude de l'euro, de même dans le domaine budgétaire, le Conseil européen, hormis le Royaume-Uni et la République Tchèque, donc un ensemble plus large que la zone euro, s'est accordé en janvier 2012 sur un Pacte budgétaire transformé en un Traité d'union budgétaire qui a été signé le 2 mars. Ce traité est encore appelé TSCG (Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance).

Les pare-feux pour les finances publiques : FESF et MES.

Le FESF est un véhicule financier spécial et temporaire, créé dès le déclenchement de la crise grecque, établi le 7 juin 2010 et opérationnel jusqu'au 30 juin 2013, date à laquelle il a fait place au dispositif permanent du MES. Il a été conçu pour porter assistance aux pays de la zone euro en désarroi financier sous la forme de prêts, de recapitalisations bancaires et d'acquisitions de dettes publiques. Il était financé par 60 milliards d'euros de prêts levés par la Commission européenne et garantis par le budget européen, permettant d'emprunter 440 milliards d'euros sur le marché obligataire, soit une force de frappe de 500 milliards, auxquels se sont ajoutés 250 milliards d'euros fournis par le FMI. La garantie était suffisante pour que le FESF puisse emprunter avec la meilleure notation.

Le FESF agissait en soutien financier d'un programme de réforme accepté par le gouvernement d'un pays aux abois et imposé par la fameuse troïka : Commission européenne, FMI et BCE après acceptation par l'Eurogroupe. Outre le reliquat du premier plan de sauvetage de la Grèce, puis la totalité du second de 110 milliards d'euros, le FESF a financé les programmes de l'Irlande pour 85 milliards en janvier 2011 et du Portugal pour 78 milliards en mai juin 2011. Après ces différents secours, la capacité du FESF n'était plus que de 250 milliards. Aussi, le 21 juin 2011, un élargissement du capital fut décidé pour porter le passif du Fonds à 780 milliards d'euros, de manière à rétablir une capacité d'intervention effective de 440 milliards.

Le FESF a été remplacé par le MES dont la création fut décidée le 27 septembre 2012 et qui est en état de porter assistance aux pays en difficulté depuis le 1er mars 2013. C'est une institution financière internationale dont le siège est à Luxembourg. La structure de son passif comprend 80 milliards d'euros de capital apporté par les États membres de la zone euro et 620 milliards d'euros empruntés sur les marchés obligataires. Cela lui autorise une capacité de prêt d'assistance de 500 milliards d'euros, complétée par 200 milliards de placements en titres supposés sûrs, c'est-à-dire de notation AAA.

La création du MES a rencontré des critiques et surtout une forte méfiance de l'Allemagne, qui ne s'est pas opposée à sa création, mais qui verrouille entièrement son fonctionnement. Les critiques se portent sur le problème politique fondamental que rencontre l'Europe dans la création d'institutions fédérales. C'est le produit d'un accord intergouvernemental qui délègue un pouvoir financier important au conseil des gouverneurs du MES sans contrôle parlementaire et donc sans influence démocratique d'aucune sorte.

La Cour constitutionnelle allemande s'est engouffrée dans la brèche offerte par cette inexistence démocratique. Elle a statué que tout nouveau plan de sauvetage concernant un pays quelconque de la zone euro devait être approuvé au préalable par le Bundestag et confirmé par la Cour. C'est prononcer une sorte d'extra-territorialité à la Loi fondamentale allemande parce que celle-ci est supposée énoncer des principes civils, appelés principes d'éternité, au-dessus de ceux qui régissent l'organisation des pouvoirs publics. Cela pose le problème de la nature des principes fondamentaux qui doivent régir la démocratie enchevêtrée, avec le niveau des États nations et celui de l'Europe, que l'on tente de construire à tâtons. Ce problème politique prend une ampleur bien plus grande avec l'union budgétaire.

Le Traité européen d'union budgétaire

Ce traité, appelé TSCG pour énoncer ses ambitions (stabilité, coordination et gouvernance), vise à compléter l'intégration de la zone euro. Il contient un pacte budgétaire qui détermine les règles selon lesquelles la politique budgétaire est coordonnée. Au-delà des règles, la coordination incorpore des procédures d'évaluation par des instances indépendantes que sont les Hauts Conseils des Finances Publiques établis dans chaque État de la zone euro. C'est une innovation institutionnelle majeure. On verra au chapitre 7 qu'il est possible de s'appuyer sur elle pour faire évoluer la coordination d'un pilotage automatique sur des règles non contingentes à la situation macroéconomique vers un processus de coopération entre des instances de décisions budgétaires.

Le pilier du TSCG est le « *Fiscal Compact* » qui requiert des pays membres la promulgation de lois imposant à chaque pays d'avoir un budget en équilibre ou en excédent selon la définition du traité. Les dispositions légales nationales qui transposent le traité doivent stipuler un mécanisme de correction pour empêcher les dérives.

Le traité définit un budget équilibré comme ayant un déficit observé inférieur à 3 % et un déficit structurel inférieur à 0,5 % pour les pays dont le niveau de dette/PIB est supérieur à 60 %, 1 % pour les autres. Les pays membres dont le ratio de dette est supérieur à 60 % doivent viser en moyenne à réduire leur dette de 1/20e par an. Le progrès vers cet équilibre est un objectif à moyen terme. Il définit la trajectoire de soutenabilité selon le traité. C'est le solde structurel qui est la référence pour juger de ce progrès. Tout dépassement annuel doit donner lieu à une correction dont la temporalité, les moyens et l'ampleur sont déterminés par la Commission européenne. Un échec à satisfaire les obligations d'ajustement peut donner lieu à une amende jusqu'à 0,1 % du PIB imposée par la Cour européenne de justice, car le respect des règles de ce traité est placé sous la juridiction de la Cour.

Ce traité, fortement appuyé par l'Allemagne, est donc plus restrictif que l'ancien pacte de stabilité. Seuls les pays qui le ratifient sont éligibles au financement de détresse du MES. Les plans budgétaires annuels doivent être compatibles avec le programme de stabilité à moyen terme. Si le seuil de 3 % de déficit est dépassé, la Commission propose des mesures correctives en tenant compte des risques de soutenabilité spécifiques au pays.

Dès le printemps 2010, le gouvernement allemand avait interprété le besoin d'union budgétaire comme la promulgation d'une loi de budget équilibré pour réformer le vieux Pacte de stabilité et de croissance qui avait fait la preuve de ses insuffisances. En mars 2011, l'idée de sanctions automatiques pour manquements au respect des règles sur le déficit et sur la dette publique est apparue dans les débats du Conseil. C'est avec l'aggravation de la crise que les pays de la zone euro s'accordèrent le 9 décembre 2011 sur le besoin d'un nouveau traité intergouvernemental. Au sommet du Conseil européen du 30 janvier 2012, tous les pays, sauf le Royaume-Uni et la République Tchèque, acceptèrent le Pacte budgétaire.

Le traité fut signé le 2 mars 2012 pour entrer en vigueur le 1er janvier 2013 sous condition de ratification par au moins douze pays signataires. Après ratification, chaque pays a dû incorporer une règle de budget équilibré dans son Code fiscal.

Hormis la création des Hauts Conseils de Finances Publiques dans tous les pays qui n'en avaient pas encore, une autre innovation procédurale a été l'instauration de semestres européens. Les lois de finances sont discutées et approuvées par les parlements nationaux à l'automne. Le traité introduit une procédure de va-et-vient entre le niveau national et le niveau européen dès le printemps. Cela permet l'examen des budgets de chaque pays par la Commission européenne. En outre, les gouvernements ne s'en tiennent pas à la loi de finances annuelle. Ils sont tenus d'élaborer et de présenter des programmes de stabilisation à moyen terme (cinq ans) dans lesquels sont indiqués les efforts de politique budgétaire à faire pour se conformer aux règles du traité, ou tout au moins s'en rapprocher. Ces plans de stabilisation à moyen terme sont jugés par la Commission européenne et donnent lieu à des échanges avec les gouvernements. En soi, cette procédure est une avancée puisqu'elle force les gouvernements et les parlements nationaux à avoir une vue stratégique des budgets. Les lois de finances annuelles doivent être telles que les évolutions structurelles suivent la trajectoire économique de moyen terme et que les évolutions observées fluctuent autour de cette trajectoire en fonction de l'écart entre la production potentielle et la production observée (*l'output gap*) avec une amplitude qui puisse s'expliquer dans les conditions usuelles de la conjoncture.

Dans les conditions présentes toutefois, ces mesures et ces mécanismes d'ajustement ont été fortement perturbés par la crise financière. Les déficits budgétaires structurels et les dettes publiques sont très loin des valeurs d'équilibre stipulées par les règles du TSCG dans la plupart des pays. L'ajustement n'est donc pas seulement une question de gérer les fluctuations cycliques. Il faut trouver des trajectoires de convergence possibles, ce qu'on appelle de consolidations budgétaires, vers les équilibres normatifs que les gouvernements ont acceptés. Et c'est là que le bât blesse. Certes, le traité ne peut être rendu responsable de l'échec de l'austérité généralisée qui a été décidée bien avant son instauration. Néanmoins, le traité maintient la contrainte d'un ajustement irréaliste parce qu'il exige une consolidation trop rapide. On a vu dans le chapitre 1 pourquoi il en était ainsi. L'échec à résoudre les problèmes du système financier d'une part, l'abandon du plein emploi en Europe comme objectif prépondérant de politique économique d'autre part, laissent libre cours aux processus qui mènent à la stagnation séculaire. Tout en conservant la logique de l'ajustement nécessaire, il faut en réviser la durée et la grandeur de l'effort budgétaire à accomplir en le conditionnant aux évolutions macroéconomiques que l'on peut raisonnablement anticiper.

Rappelons que le déficit structurel est le niveau du déficit que l'on aurait si le cycle économique n'existait pas. C'est donc le déficit ou l'excédent budgétaire annuel moyen que l'on s'attend à trouver sur un cycle entier. Cette règle d'or est contingente à un cycle économique ordinaire, mais pas du tout à la nécessité qu'il y a d'échapper à une stagnation de type japonais dans des économies contraintes par le désendettement privé. Elle est surtout incompatible avec la nécessité d'inverser la tendance de longue durée de baisse de la croissance potentielle.

C'est donc la définition même des normes, c'est-à-dire le cœur du Pacte de stabilité, qui fait problème. Tel qu'il est défini, le solde structurel incorpore toutes les dépenses, y compris les investissements publics. L'équilibre budgétaire à respecter (un déficit maximal de 0,5 % du PIB veut dire pratiquement l'équilibre) signifie que les investissements de l'État doivent être autofinancés par les recettes courantes. On ne saurait espérer une économie dynamique et innovante avec une telle contrainte financière, d'autant que, comme on l'a vu sur le graphique 2 page 49, les dépenses d'investissement public se sont effondrées dans la zone euro.

Si le rétablissement d'une croissance solide est un objectif essentiel pour sauvegarder la construction européenne et si les investissements publics sont des facteurs de croissance comme les expériences scandinaves l'ont montré, alors la règle d'or telle qu'elle est définie est une incohérence. En effet, l'investissement entraîne que les recettes de demain seront supérieures aux recettes d'aujourd'hui. Il est donc antiéconomique de faire supporter des investissements dont la durée d'usage peut être de plusieurs décennies par les recettes d'aujourd'hui. Cela revient à supprimer le transfert intergénérationnel impliqué par la dette publique. En outre, parce qu'il élève le taux de croissance, donc les recettes fiscales futures, l'investissement est autofinancé si l'on sait attendre suffisamment, donc si l'État a une planification stratégique digne de ce nom.

Il faudrait donc redéfinir la règle budgétaire pour la rendre compatible avec une économie de croissance et non de stagnation, c'est-à-dire la règle économiquement viable qui est compatible avec la soutenabilité à moyen terme des finances publiques[3]:

Déficit structurel soutenable = investissement net du secteur public ajusté de la dépréciation de la dette due à l'inflation cible.

Car l'inflation réduit la valeur réelle de toute dette définie en valeur nominale. Il s'agit de l'inflation cible car c'est elle qui correspond à la définition du solde budgétaire structurel. Celui-ci est en effet celui qu'on aurait si le PIB était à son niveau potentiel, lequel se trouve sur une trajectoire compatible avec la validation des anticipations d'inflation à moyen terme, donc avec des anticipations alignées sur la cible à moyen terme de la banque centrale.

Elle permet donc à l'État de s'endetter pour financer les investissements qui produisent les biens publics. L'ajustement nécessaire pour respecter cet équilibre dynamique doit tenir compte de l'*output gap* et de l'écart par rapport à l'inflation cible :

Déficit effectif = déficit structurel - (1/2) (output gap) - (1/2) (inflation observée - inflation cible).

Le déficit public doit être égal à l'investissement public net augmenté de la dépréciation de la dette pour l'inflation cible, ajusté d'un pourcentage (correspondant à l'effet des stabilisateurs automatiques) de l'écart du PIB au PIB potentiel et d'un pourcentage de l'écart du taux d'inflation à sa cible. Les deux derniers éléments expriment la nécessaire flexibilité conjoncturelle. D'abord, lorsque l'économie est en phase basse du cycle, l'*output gap* est négatif ; ce qui justifie un déficit public plus élevé. Ensuite, en période de surchauffe, il

convient au contraire de reconstituer les ressources par un excédent qui permette de respecter le solde structurel sur le cycle entier. Enfin, une situation dans laquelle le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance nominale, du fait d'anticipations d'inflation supérieure à la norme de moyen terme, justifie une plus grande rigueur budgétaire. Inversement, lorsque les anticipations d'inflation trop basse indiquent des forces déflationnistes sous-jacentes, une expansion budgétaire peut les combattre. De cette manière, la politique budgétaire et la politique monétaire coopèrent pour combattre le marasme et pour fermer l'*output gap*. La politique budgétaire soutient la demande globale sans menacer l'équilibre dynamique à moyen terme, la politique monétaire réduit le taux d'intérêt de manière qu'il reste inférieur au taux de croissance et renforce ainsi la soutenabilité de la dette publique.

Dans les conditions actuelles d'inflation très en dessous de la cible de 2 % et de croissance quasi nulle, la politique budgétaire raisonnable serait un programme ambitieux et coordonné d'investissement public, financé par émission obligataire garantie par l'ensemble de la zone euro, pour doubler le taux d'investissement public rapporté au PIB qui est tombé à 2 %.

Notes

1. La théorie de la monnaie en tant que lien social et les formes de la confiance qui en découlent ont été exposées dans M. Aglietta et A.Orlean (éd.), *La Monnaie souveraine*, Odile Jacob,1998.

2. L'ambivalence de la monnaie est le concept crucial qui permet de comprendre à la fois la diversité des systèmes monétaires par l'agencement des règles par lesquelles la monnaie est organisée pour surmonter les contradictions qui découlent de ces deux faces de la monnaie et les crises monétaires qui sont des épisodes où les contradictions submergent les règles instituées et conduisent à la nécessité d'une refondation de l'ordre monétaire. Sur cette question, voir M. Aglietta et A. Orléan, *La Monnaie entre violence et confiance*, Odile Jacob, 2002.

3. Règle proposée par Henri Sterdyniak dans : « Ramener à zéro le déficit public doit-il être l'objectif central de la politique économique ? », *Les Notes de l'OFCE*, n° 17, avril 2012.

CHAPITRE 3

QUELS HANDICAPS SE SONT AGGRAVÉS DANS LA ZONE EURO ?

Le chapitre 2 a mis en évidence le fil d'Ariane pour comprendre les maux de la zone euro : l'incomplétude de l'euro. Nous avons montré pourquoi et comment la situation économique de l'Europe s'est aggravée, lui faisant perdre du terrain sur le reste du monde depuis la crise financière. Dans le présent chapitre, nous allons étudier pourquoi et comment l'incomplétude de l'euro, qui est son péché originel, a conduit à l'accumulation de déficiences structurelles dans la zone euro avant la crise. Sur le plan de la compétitivité, elle a accru l'hétérogénéité des économies des pays membres. Corrélativement elle a polarisé des positions financières créditrices et débitrices entre les pays, qui sont devenues autant de foyers de vulnérabilités dans la finance et de sources de désaccords entre les gouvernements lorsque la crise a éclaté.

L'union monétaire est un projet d'économie politique. Cependant, il n'a pas été recherché comme un objectif fondamental, mais comme un moyen au service d'autres objectifs économiques et politiques. L'objectif économique, poursuivi depuis les origines de la construction européenne, est l'intégration économique et financière. L'autre objectif fut la sauvegarde d'une unité politique minimale de l'Europe, après que le chancelier Helmut Kohl a décidé unilatéralement en 1990 de poursuivre la réunification de l'Allemagne à marche forcée.

L'objectif d'une intégration économique progressive, conçue comme une cotransformation des structures économiques et des institutions, avait produit des institutions européennes régulatrices de la concurrence. On appelait ce processus « la démarche communautaire ». Cette évolution fut fortement perturbée par la disparition du système de Bretton Woods et par les deux chocs pétroliers qui laissèrent l'Europe désarmée devant les énormes perturbations monétaires internationales des années 1970. Car une intégration économique ne peut pas résister à des variations de taux de change entre les monnaies des pays participants qui rendent incertains et volatils les prix relatifs des biens échangeables. C'est pourquoi le chancelier Helmut Schmidt et le président Valéry Giscard d'Estaing s'entendirent pour créer le système monétaire européen (SME) en 1979. Toutefois, le SME, s'il permettait de sauver les acquis des progrès dans l'intégration passée, ne suffisait pas pour aller de l'avant. Au milieu des années 1980, l'Europe était menacée de rester au milieu du gué. C'est pourquoi en 1985, Jacques Delors, alors président de la Commission européenne, proposa d'approfondir l'intégration en l'étendant à la finance. Ce projet aboutit à l'Acte unique qui entra en vigueur le 1er janvier 1987. Dès lors, les rapports entre les monnaies des pays membres changèrent de nature parce que les pays commencèrent à démanteler leurs contrôles sur les mouvements de capitaux. Le projet de création d'une monnaie unique fut élaboré comme le socle monétaire indispensable d'un espace financier unifié.

Le choc politique de l'unification allemande survint en pleine élaboration de ce projet. Très vite, les énormes dépenses suscitées par l'absorption de la RDA au sein de l'Allemagne fédérale mirent le SME en crise, renforçant le besoin d'une coopération monétaire plus forte pour réaliser l'Acte unique. En même temps, la classe politique française était fort inquiète du bouleversement politique qui pouvait placer l'Allemagne en position hégémonique sur toute l'Europe en étendant sa domination économique à l'Est. C'est pourquoi le président Mitterrand désirait arrimer l'Allemagne à l'Union européenne par la monnaie. Il s'ensuivit le compromis Kohl-Mitterrand par lequel la France acceptait l'unification allemande sans restriction, tandis que l'Allemagne abandonnait le deutschemark. Ce compromis ouvrit la voie au traité de Maastricht qui fut adopté en décembre 1991, signé en février 1992 et ratifié au cours de l'année 1992.

Le traité de Maastricht définissait une monnaie incomplète au sens que nous avons défini dans le chapitre 2. Cette question de la séparation entre la monnaie et les budgets des États surgit très tôt dans la préparation de l'euro. Les dirigeants allemands étaient persuadés que la politique budgétaire, et sans doute l'ensemble de la politique économique, devait être coordonnée. C'est pourquoi le président de la CDU, Karl Lamers, présenta aux dirigeants français en 1994 une proposition de gouvernement économique commun qui pouvait être le modèle d'un futur gouvernement économique de la zone euro. Tant est monolithique la conception française de la souveraineté que cette proposition ne fut même pas discutée, ni au gouvernement, ni dans les partis politiques. C'est pourquoi les dirigeants allemands ont fait une intense pression sur leurs partenaires pour faire adopter des règles budgétaires contraignantes qui empêcheraient les déficits excessifs. Ce fut le Pacte de stabilité adopté à Amsterdam le 17 juin 1997. Ce pacte consacrait à l'avance l'incomplétude de l'euro.

On pensait cependant avoir réussi l'essentiel à la création de l'euro : un espace financier unifié par une monnaie unique. On renonçait à la coopération politique en mettant la finance au poste de commandement. L'espoir des dirigeants politiques et des fonctionnaires de la Commission européenne était que ces institutions allaient favoriser la convergence réelle des économies et que celle-ci allait faire de la zone euro « l'économie de la connaissance la plus avancée du monde », comme le Conseil européen l'a clamé à Lisbonne en 2000.

Il faut maintenant comprendre pourquoi et comment l'inverse s'est produit. La convergence nominale des taux d'intérêt due à l'unification financière a entraîné une divergence réelle des économies. Au lieu de se répartir harmonieusement sur les territoires, les activités industrielles se sont polarisées, provoquant la désindustrialisation d'une partie de l'Europe au bénéfice de l'autre. Les positions excédentaires et déficitaires se sont cristallisées dans les balances de paiements. Des divergences persistantes de compétitivité se sont enracinées au sein de la zone euro. En répandant une doctrine exclusive de la concurrence et en se montrant hostile à toute forme de politique industrielle, l'esprit de l'Acte unique a exacerbé toutes les hétérogénéités entre les pays.

Les divergences réelles s'observent d'abord sur les coûts et les prix. Mais elles vont bien au-delà. Pour les percevoir, il faut aller aux sources de la productivité dans les systèmes d'innovation.

DIVERGENCES DANS LA ZONE EURO : LES COÛTS ET LES PRIX

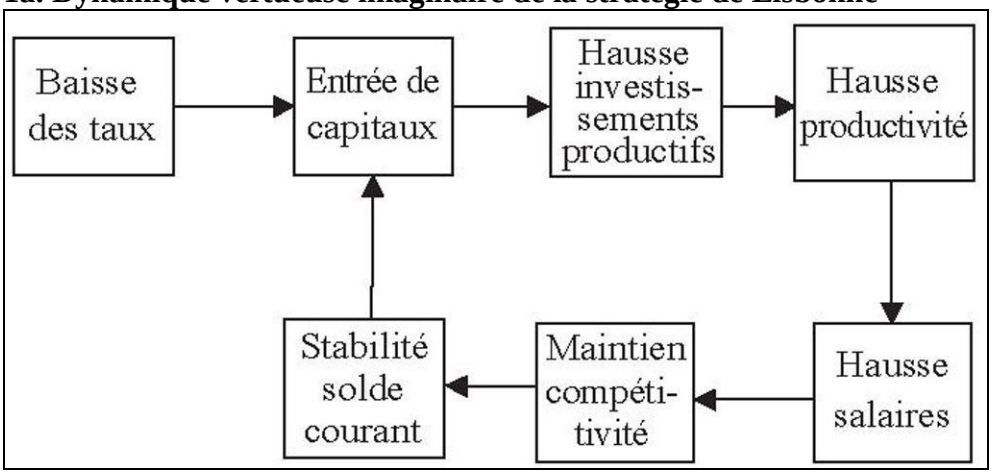
En France, les milieux patronaux et leurs séides dans la profession des économistes ont su conditionner les médias : tout est de la faute du coût du travail ! Baissons salaires et charges sociales et les emplois vont fleurir. Cette rhétorique est relayée par la Commission européenne. Elle a gagné le gouvernement français qui ne voit qu'une seule politique possible : la baisse des charges des entreprises. Pourtant, nous avons vu au chapitre 1 que l'investissement a baissé continuellement et la productivité a stagné pendant cinq ans dans toute la zone euro. N'y aurait-il pas une petite responsabilité de ceux qui décident l'allocation des ressources, c'est-à-dire les dirigeants de la finance internationale ? Dans les pays où il y a eu hausse excessive des salaires après l'avènement de l'euro, d'où est-elle venue ?

La divergence qui s'est accumulée dans la zone euro tient à la même cause que celle qui a mené à la crise financière : le dérèglement de la finance occidentale, s'éloignant de plus en plus de son rôle qui est le financement de l'économie pour jouir des délices de la manipulation des marchés financiers. En effet, le processus de convergence espéré en Europe par la « stratégie de Lisbonne » a été entièrement laissé à l'unification financière, amplifiée par la concurrence fiscale. Aucune politique de coopération communautaire dans les

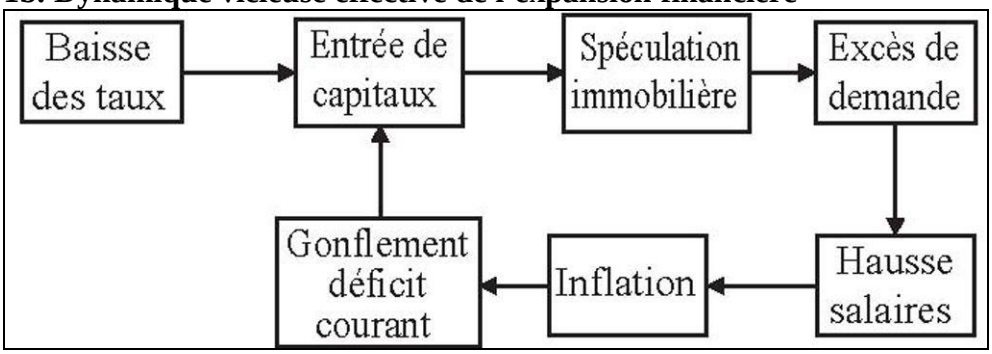
investissements d'innovation n'a été conçue pour soutenir la prétention d'être le « leader » mondial dans l'économie de la connaissance en 2011. Le sentier vertueux imaginé par les responsables de la Commission et proclamé par les dirigeants politiques est décrit sur le graphique 1a.

Graphique 1. Incidences macroéconomiques de l'introduction de l'euro

1a. Dynamique vertueuse imaginaire de la stratégie de Lisbonne



1b. Dynamique vicieuse effective de l'expansion financière



La baisse des taux nominaux dans les pays qui étaient postulés converger vers l'Allemagne lors de l'entrée dans l'euro, et qui ont en effet convergé, était censée provoquer des entrées de capitaux facilitant un rattrapage de la productivité, donc de la compétitivité de ces pays, via un effort massif d'investissements productifs dans les secteurs ouverts à la concurrence internationale.

La spirale négative qui s'est produite a été, au contraire, celle d'une gigantesque bulle spéculative, qui a fait diverger les pays « périphériques » qui l'ont éprouvée. Cette divergence a créé la forte vulnérabilité financière des pays « périphériques », qui a elle-même amplifié la crise. Si on s'intéresse à l'Espagne, par exemple, où le taux de chômage est monté à 25 %, la hausse des salaires préalables est entièrement due à l'excroissance absurde du secteur immobilier.

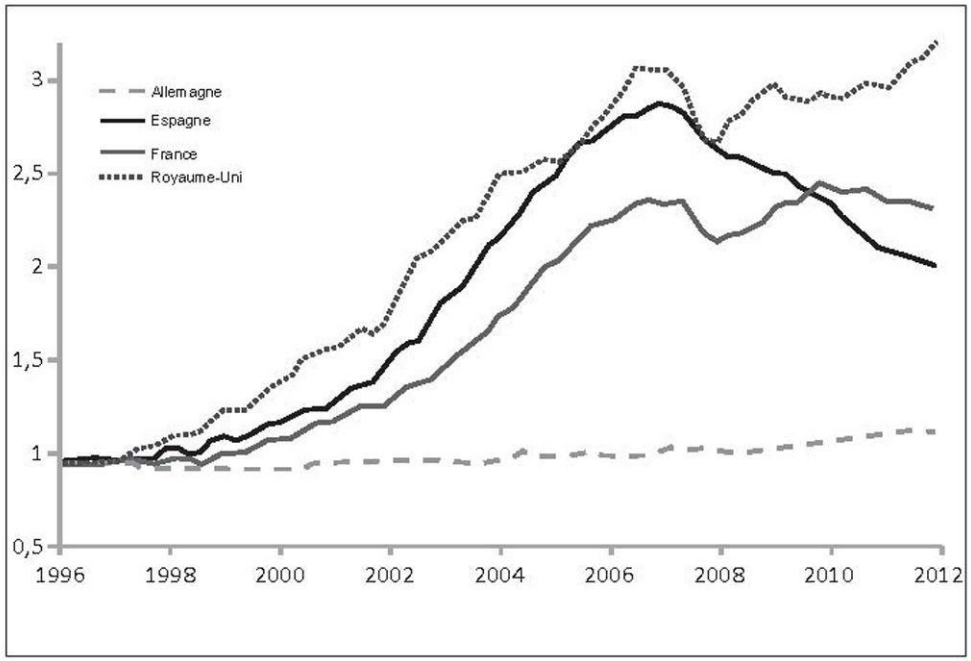
Le prix de l'immobilier : principal facteur de divergence entre les économies.

Le secteur immobilier a joué un rôle déterminant dans les déséquilibres européens. L'augmentation des prix immobiliers a été à la fois la cause et la conséquence de l'accroissement de l'endettement. L'augmentation des prix de l'immobilier n'a pas seulement contribué à l'endettement des ménages, elle a aussi déformé les décisions d'investissement des entreprises. D'une part, le coût des services de l'immobilier a pesé sur le coût de production des entreprises en France et en Espagne, par exemple, alors que les

prix et les loyers n'ont pas augmenté en Allemagne. L'augmentation des prix de l'immobilier, d'autre part, a favorisé une hausse des salaires.

Le graphique 2 montre l'énorme divergence entre l'Allemagne d'un côté, la France et l'Espagne de l'autre. Les prix immobiliers n'ont pas bougé en Allemagne, alors qu'ils ont explosé en Espagne et fortement monté en France où ils sont demeurés sur un plateau très élevé après le déclenchement de la crise financière.

Graphique 2. Indicateurs des prix immobiliers dans quatre pays européens



Source : BCE, compilation d'indicateurs nationaux.

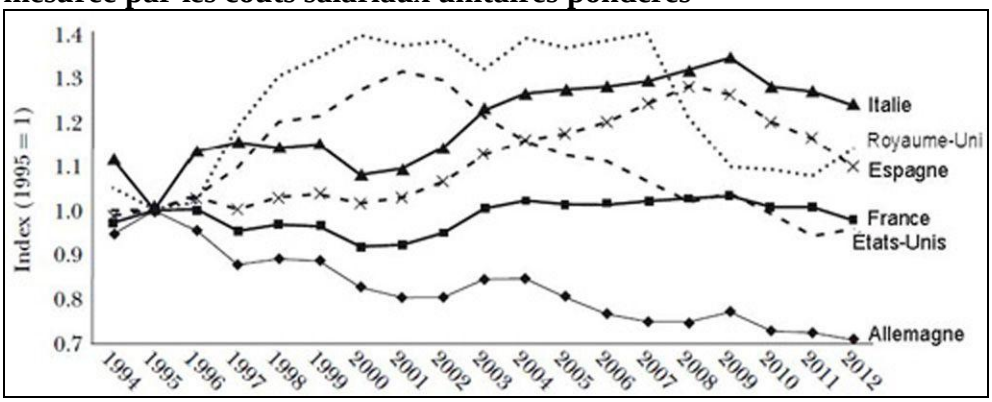
On comprend donc comment s'est enclenché le cercle vicieux du graphique 1b. La dynamique immobilière différenciée a fait diverger les taux d'inflation entre les pays, alors que les taux nominaux avaient convergé. Entre 1999 et 2012, le taux d'inflation annuel moyen a été de 0,9 % en Allemagne, de 1,7 % en France et de 2,6 % en Espagne. Il s'ensuit que les taux d'intérêt réels ont baissé le plus dans les pays où les prix immobiliers ont le plus monté et où le crédit galopait le plus vite, puisque le taux d'intérêt réel détermine le coût du crédit. Il est difficile de concevoir une autorégulation financière plus inefficace. Mais les gouvernements n'ont rien vu ou rien voulu voir. Quant à la BCE, elle n'avait pas de mandat pour intervenir sur la finance ! Le processus divergent s'est donc auto-entretenu au lieu de faire apparaître des forces d'ajustement compensatoires. On comprend donc que l'union monétaire sans politique économique concertée et sans régulation prudentielle digne de ce nom est directement en cause, puisqu'elle a garanti l'égalisation des taux d'intérêt nominaux et rien fait d'autre. La France n'a pas connu de hausse explosive de l'endettement, car l'apport personnel requis pour l'acquisition des biens immobiliers est resté raisonnable, mais il n'y en a pas moins eu une dérive compatible avec le maintien des prix immobiliers à un haut niveau.

La divergence des coûts du travail

On vient de voir la principale raison de la divergence des économies. La seconde raison tient à la particularité de l'Allemagne : l'héritage inflationniste de l'unification, puis la politique ultra restrictive pour l'annihiler. Aussi, la divergence des coûts salariaux n'est-elle pas, comme on le croit trop souvent, un éclatement tous azimuts des variations du coût du travail.

C’est l’Allemagne d’un côté, tous les autres pays de l’autre. Cela est vrai aussi lorsqu’on ajoute le Royaume-Uni et les États-Unis. En outre, la véritable mesure de la compétitivité n’est pas le coût du travail ; c’est le coût unitaire, c’est-à-dire par unité produite. Le graphique 3 donne une mesure relative en niveau à partir d’un indice égal à 1 pour tous les pays en 1995. C’est donc la meilleure mesure possible de la manière dont la compétitivité d’un pays a divergé par rapport à ses principaux partenaires au sein des économies occidentales, du fait de l’évolution des salaires.

Graphique 3. Évolution de la compétitivité des pays mesurée par les coûts salariaux unitaires pondérés



Source : Dustmann, Fitzenberger, Schönberg, et Spitz-Oener (2014).

Ce qui ressort clairement, c’est que l’Allemagne est complètement atypique. L’Espagne et le Royaume-Uni sont les pays européens qui ont subi les vagues spéculatives immobilières les plus violentes. Les salaires ont flambé, puis reflué avec le prix immobilier. Au contraire, la spéculation immobilière aux États-Unis a bien provoqué la crise dite des « *subprimes* ». Mais ni la montée des prix immobiliers, ni son reflux n’ont influencé les coûts salariaux. C’est la bulle boursière de la période 1996-2001, dite de la « nouvelle économie », qui l’a fait. Le gonflement des coûts salariaux a été progressivement résorbé par la suite. De son côté, la France n’a subi aucun à-coup dans les coûts salariaux. Sa compétitivité coût est restée dans une position moyenne.

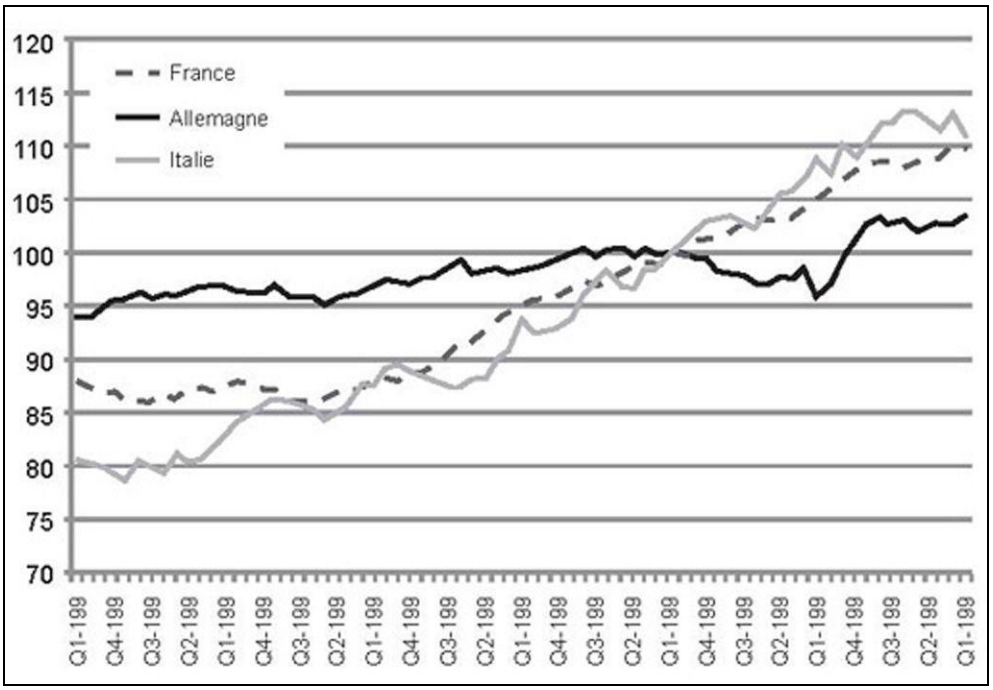
Les enseignements de ces observations donnent une idée de la manière dont se fourvoie le gouvernement français dans sa « politique d’offre ». Celle-ci ne se préoccupe que des coûts salariaux. Nous verrons dans le chapitre 4 qu’en effet le système productif français s’est affaibli sur toute la période 1998-2012 vis-à-vis de la plupart des autres économies occidentales. Ce n’est manifestement pas imputable, ni entièrement ni même principalement, au coût du travail. Compte tenu des enseignements du graphique 2, ne serait-il pas plus efficace de s’occuper de la rente immobilière ?

En outre, il faudra s’interroger sur ce que peut bien signifier le fait d’imiter l’Allemagne. Cela fait penser aux années 1980 où le Japon avait des performances exceptionnelles à l’exportation et où la mode dans les discours était de déclarer vouloir imiter le Japon. Cela est absurde. L’Allemagne n’est pas imitable justement parce qu’elle est exceptionnelle ! Mais, pas plus qu’au Japon, cela ne durera. L’Allemagne souffre d’un gros handicap démographique qui est déjà un facteur de demande finale très molle. Il ne tardera pas à poser un problème d’offre de main d’œuvre, d’autant que le conservatisme social profond à l’encontre du travail féminin, joint à la faiblesse du service public pour les enfants d’âge préscolaire, stérilise une partie de la force de travail potentielle. Il est douteux que la pénurie de main d’œuvre à venir puisse être entièrement compensée par une immigration continue. Par ailleurs, l’Allemagne est un pays à bas niveau d’investissement, surtout dans les

infrastructures. Tout le succès économique allemand repose sur la compétitivité hors prix du Mittelstand dans l'industrie manufacturière. L'excellence de l'Allemagne dans la production de machines-outils et dans celle d'équipements spécialisés pour la construction et les biens durables de consommation est sans égale. Mais la demande chinoise pour ce type d'importation ralentit fortement et il est loin d'être évident que d'autres pays émergents ou en développement prennent le relais avec une demande équivalente.

Où se trouvent les caractères exceptionnels de l'Allemagne ? Si l'on reste dans le domaine des coûts salariaux, c'est bien clair : dans les services (graphique 4). C'est une conséquence indirecte de la réunification allemande qui a fourni à l'économie une grande quantité de main d'œuvre qualifiée qui auparavant travaillait dans des entreprises aux technologies obsolètes. Cela fait donc partie des causes exceptionnelles. Il y a eu à la fois pression sur les salaires par concurrence de la main d'œuvre et bond de la productivité par le transfert de cette main d'œuvre dans des entreprises modernes[1]. C'est à partir de 1995 que la baisse relative des coûts salariaux unitaires s'est produite (graphique 3). Or la cassure se fait en 1995 dans les services et non dans la période 2004-2005 de la politique anti-salariale de Gerhard Schröder. Mais, comme le graphique 3, le graphique 4 ne constate pas de divergence de la France par rapport aux autres pays de la zone euro (Allemagne exclue). C'est bien l'Allemagne qui est exceptionnelle. La question est alors de savoir s'il est raisonnable de vouloir tenter d'imiter un partenaire ayant bénéficié dans les 20 dernières années d'un avantage exceptionnel, surtout si on impute cet avantage à des caractéristiques (les coûts salariaux unitaires dans l'industrie) qui ne sont pas les plus pertinentes.

Graphique 4. Coût du travail unitaire dans les services OCDE
Base 100 = 2000



Source : Eurostat.

L'énigme du prix des services aux entreprises

Une transformation des systèmes productifs dans les trente dernières années a été l'externalisation de nombreuses fonctions qui étaient auparavant intégrées dans les entreprises industrielles. Ce phénomène accélère les écarts de compétitivité industrielle si les coûts dans les services évoluent différemment. Or, il se trouve que la France est dans une

situation exceptionnelle en Europe d'après Eurostat pour la part de la valeur ajoutée des services externalisés aux entreprises dans la somme de la valeur ajoutée de l'industrie (hors construction) et des services aux entreprises. En 2012, cette part atteignait 50 % en France contre 30 % en Allemagne et 35 % en moyenne dans la zone euro. Pire, la situation de la France n'a cessé de diverger depuis 2000.

Cette anomalie est d'abord la conséquence de la stabilité des prix des services aux entreprises en Allemagne conformément au graphique 4, alors que le prix des services aux entreprises a régulièrement augmenté en France, bien plus que dans les autres pays de la zone euro. On sait que la France est le pays par excellence des chasses gardées de toutes sortes, des pharmaciens aux chauffeurs de taxis. Cela est particulièrement prononcé dans les services aux entreprises. La financiarisation a multiplié les services juridiques, les conseils, les vendeurs de produits financiers, informateurs et évaluateurs de tous poils, dont les revenus sont particulièrement élevés. Étant largement dépendantes des actionnaires institutionnels anglo-saxons, les entreprises françaises y recourent abondamment. L'anomalie résulte aussi d'une évolution plus préoccupante. Le prix de la valeur ajoutée de l'industrie a stagné à partir de 2008 ; ce qui reflète les difficultés de l'industrie française à produire des biens à haute valeur ajoutée. Cela nous emmène au cœur des problèmes de la compétitivité qui dépassent très largement la question du coût du travail.

DIVERGENCES DANS LA ZONE EURO : COMPÉTITIVITÉ ET DYNAMIQUE INDUSTRIELLE

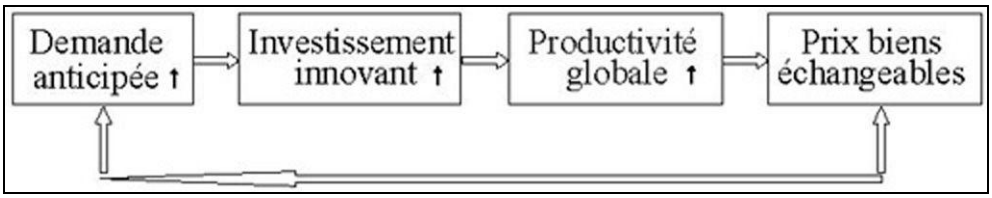
On pourrait tirer des résultats précédents une conclusion naïve : si la haute valeur ajoutée est dans les services, alors produisons des services et abandonnons l'industrie ! Ce fut le choix du Royaume-Uni pour les services financiers dès les années 1980. Mais l'exemple de l'Allemagne est opposé. Les services y sont des ingrédients pour améliorer la productivité de l'industrie. Il faut donc approfondir l'analyse et comprendre ce que signifie la compétitivité d'un pays développé, et ce qu'est l'industrie dans le monde d'aujourd'hui.

Le progrès technique mesuré par la productivité globale des facteurs montre aussi des signes de forte hétérogénéité intra-européenne. Contrairement à la compétitivité microéconomique des entreprises, la compétitivité macroéconomique des nations est une notion qui n'a pas de sens dans la théorie standard des avantages comparatifs. Puisque ceux-ci sont relatifs et supposés exogènes, ils existent toujours et sont toujours réalisés dans un système de libre échange international. Car les prix relatifs d'équilibre des biens vendus dans le commerce international se fixent à des niveaux qui révèlent ces avantages aux consommateurs. Qu'un pays ait des hauts ou des bas salaires, il sera relativement plus performant dans les activités adéquates au niveau de revenu relatif que ses dotations en facteurs de production lui permettent d'atteindre.

Pour que la compétitivité macroéconomique ait un sens, il faut que les avantages comparatifs soient endogènes et qu'ils puissent être cumulatifs. C'est le cas si la spécialisation internationale est fondée sur des rendements croissants et des facteurs d'agglomération qui sont générateurs de processus auto renforçants et d'effets externes. Si des firmes deviennent plus performantes grâce aux échanges tacites d'informations et de compétences avec d'autres firmes situées à proximité, ou grâce à des mises en commun d'investissements de recherche ou à des participations jointes à des programmes menés dans des laboratoires publics de recherche, alors la compétitivité globale peut avoir un sens. Elle résulte d'un effet de composition des performances dues aux stratégies des firmes dans le cadre d'impulsions des politiques publiques. Il se pose alors un problème complexe de coordination. Le succès de cette coordination peut aboutir au niveau macroéconomique au schéma suivant qui est un

cercle vertueux de la productivité et de la croissance, appelé schéma de Kaldor Verdoorn (graphique 5).

Graphique 5. Dynamique endogène du progrès technique et de la croissance



L'innovation dépend de l'investissement en R&D des entreprises. Or, il est très hétérogène en Europe. Il est dramatiquement insuffisant en Europe du Sud (de 0,5 à 0,8 % du PIB). Depuis 2002, la R&D du secteur privé n'a jamais dépassé 1,4 % en France contre 1,9 % en Allemagne en moyenne, 2,0 % aux États-Unis, 2,5 % au Japon et 2,8 % en Suède. De plus, les entreprises françaises prennent un retard grandissant dans l'automatisation des processus de production industriels. Les entreprises françaises avaient acheté 3,5 fois moins de robots industriels que l'Allemagne en 2001, sept fois moins en 2011. Les études sur la productivité globale des facteurs montrent que l'âge du capital particulièrement élevé dans les entreprises françaises est un facteur de ralentissement de la productivité, car le renouvellement du capital est trop lent.

Cela met sous un jour différent la question de la compétitivité des nations. Car la demande et l'offre sont interdépendantes dans la détermination de la croissance de long terme, contrairement à la théorie standard qui suppose les avantages comparatifs exogènes, déterminés par ce qui est appelé « dotations factorielles ». En quelque sorte, le graphique 5 est l'antidote du processus de la stagnation séculaire décrit sur le graphique 4 (page 56). La demande est cruciale par l'incorporation des nouveaux produits dans les modes de consommation ; ce qui implique une évolution dynamique des revenus réels en liaison étroite avec les progrès de productivité.

On aboutit alors à la définition suivante de la compétitivité des nations : un pays plus compétitif qu'un autre est un pays qui exporte des biens à haute valeur du travail national sur le marché mondial et qui importe des biens à plus basse valeur du travail étranger, lorsque ces valeurs sont exprimées dans une même unité de compte. On peut le dire dans la formule cursive : être compétitif, c'est vendre cher le travail national sur le marché mondial. Dans un univers globalisé, la demande considérée est la demande mondiale. Un pays peut vendre cher son travail s'il a une spécialisation industrielle telle que ses exportations sont peu sensibles aux variations des prix relatifs. On dit qu'il a une bonne compétitivité hors prix.

Les estimations économétriques disponibles des fonctions d'exportation font penser que l'élasticité des exportations à la variation du taux de change effectif réel est nettement plus basse en Allemagne qu'en France : de - 0,4 en Allemagne contre - 0,9 en France. Cela signifie qu'une perte de compétitivité prix de 1 % mesurée globalement fait reculer les exportations de 0,9 % en France contre 0,4 % en Allemagne. Un pays à forte compétitivité hors prix a donc des entreprises qui sont capables de tenir des prix rémunérateurs, c'est-à-dire de protéger leurs taux de marge malgré la concurrence étrangère ; ce que ne peuvent pas faire les entreprises d'un pays vulnérable aux différences de coûts. Un taux de marge élevé et stable donne les moyens d'investir sans s'endetter outre mesure, donc d'accroître la productivité et la croissance potentielle, c'est-à-dire de maintenir le cercle vertueux entre croissance et compétitivité. Les pouvoirs publics et les dirigeants des entreprises devraient en conclure que le salut est dans les gains de productivité pour améliorer la compétitivité hors prix. Or les premiers sont engagés dans la tentative de surenchère à la baisse des coûts

salariaux vis-à-vis des pays de l'Europe du Sud, l'Espagne devenant le nouveau modèle. Quant aux seconds ils rêvent de démanteler le droit du travail pour s'aligner sur les conditions d'exploitation de la main d'œuvre des pays émergents, ce que fait le Royaume-Uni. Ou, s'ils en ont les moyens, ils abandonnent purement et simplement le territoire national.

Conséquences : divergences dans les balances de paiements et polarisation industrielle

Les hétérogénéités structurelles que l'on a analysées dans ce chapitre ont pointé l'opposition entre l'Allemagne et ses partenaires. Elles se reflètent dans les balances de paiements, alors que la zone euro dans son ensemble est prise dans les griffes de la stagnation séculaire (tableau 1 p. 112).

Tableau 1. Croissance du PIB et balance courante moyenne 2008-2013

Pays	Croissance (% annuel moyen)	Balance courante (% du PIB)
Allemagne	0,7	+ 6,7
France	0,1	- 1,7
Italie	- 1,5	- 1,9
Espagne	- 1,0	- 3,9
Zone euro	- 0,3	+ 1,0

Source : calculs sur FMI,*World Economic Outlook*, avril 2014, Statistical Appendix, tableau A2 et A11.

Ce sont des évolutions sur six ans. Elles expriment donc le moyen terme et pas la conjoncture. D'un côté, la croissance a été durablement brisée partout. L'Allemagne ne tire son épingle du jeu que par ses exportations. Sa demande interne est aussi anémique qu'ailleurs. La polarisation des balances courantes montre l'absence de coopération dans la zone euro. Parmi les grands pays, l'Allemagne a de très loin l'excédent courant le plus élevé du monde, un excédent qui a atteint 7,5 % du PIB en 2013. Un tel excédent, face aux déficits de ses partenaires, indique l'ampleur de l'hétérogénéité qui règne en Europe, fruit de la polarisation industrielle en sa faveur. Elle révèle surtout l'insuffisance de sa demande interne. L'Allemagne a les moyens d'améliorer le bien-être de sa population, tout en aidant l'ajustement de ses partenaires.

Mais la machine industrielle allemande est tournée vers l'exportation, alors que la politique économique agit de manière à accumuler le plus d'actifs financiers sur les autres pays, dont ses partenaires européens. Cela confirme les résultats du chapitre 1. L'incomplétude de l'euro conduit à ce que les pays membres se contraignent les uns les autres, l'Allemagne trouvant une échappatoire dans la demande du reste du monde. Mais pourquoi l'industrie allemande a-t-elle tant bénéficié de la formation de la zone euro ?

La théorie de l'économie géographique, c'est-à-dire de l'implantation des activités économiques sur les territoires, permet de le comprendre et aurait permis d'anticiper ce qui allait se produire, si les forces d'intégration étaient laissées à elles-mêmes sans politique industrielle européenne pour les infléchir[2] . On a montré plus haut le processus qui engendre les avantages comparatifs endogènes (graphique 5). Il est fondé sur les rendements croissants qui sont inhérents à la spécialisation industrielle. La spécialisation conduit à la concentration spatiale qui bénéficie des effets d'agglomération producteurs de rendements croissants. Économies d'échelle (rendements croissants) et effets d'agglomération s'entretiennent réciproquement dans un cercle vertueux de hausse de la productivité et d'augmentation des parts de marché du pôle industriel sur la demande disponible.

Lorsque la zone euro a été créée, la taille du marché intérieur s'est énormément accrue pour coïncider avec celle de l'espace monétaire puisque les prix des biens échangeables se sont égalisés. L'industrie allemande qui était déjà la plus forte d'Europe et qui avait déjà vu son marché intérieur grandir avec l'unification du pays, a pu bénéficier de rendements d'échelle sur un espace de 300 millions d'habitants. C'est pourquoi, bien loin de s'homogénéiser, la zone euro est devenue de plus en plus hétérogène sur le plan de la compétitivité industrielle. Tous les écarts de compétitivité entre les pays du Nord situés dans l'orbite allemande et les pays du Sud n'ont fait qu'augmenter depuis la création de l'euro.

Mais, dira-t-on, l'économie à venir est une économie de services. Les cartes vont donc être entièrement rebattues. L'économie de la connaissance repose sur du capital et des activités immatérielles. Mais ces activités sont étroitement liées à la production matérielle. Elles ont des coûts fixes élevés et des coûts marginaux décroissants avec la taille de la production matérielle à laquelle elles sont liées. Les services supérieurs sont aussi des noyaux de concentration parce que le capital humain très qualifié demande la coopération pour fournir des services complexes et sur mesure. Les économies d'échelle ne sont pas réduites ; elles sont, au contraire, renforcées par des économies d'envergure.

Comment l'économie française peut-elle se situer face à ces transformations, compte tenu de l'affaiblissement qu'elle a subi dans la décennie précédente et compte tenu de l'héritage de la crise ?

L'IMPACT DÉLÉTÈRE DES DIVERGENCES STRUCTURELLES SUR LA COHÉSION DE LA ZONE EURO ET LES RISQUES POLITIQUES.

Dans une union monétaire, l'existence d'asymétries structurelles entre les pays pose des problèmes d'ajustement épineux. Car elles sont le terreau sur lequel des divergences dynamiques se produisent dans la conjoncture. Il en découle des écarts durables en termes de croissance, d'inflation, d'emploi et de balances des paiements. Ces écarts peuvent persister parce que les pays n'ont pas le moyen de la variation des taux de change pour ajuster leurs positions relatives par les changements des prix relatifs et leurs effets sur le commerce extérieur. La croyance que les prix relatifs intérieurs peuvent remplacer les ajustements de change est une illusion dangereuse. L'idée est de faire baisser les salaires dans les pays déficitaires et endettés. Mais vont-ils monter dans les pays excédentaires et créanciers pour rendre cet ajustement tolérable ? Si les pays jouent le chacun pour soi, les pays excédentaires ne subissent aucune contrainte leur enjoignant de le faire. L'ajustement est asymétrique et ruineux.

Le problème est connu depuis très longtemps. C'est un enseignement de base de l'économie internationale. Dans une union monétaire, le chacun pour soi conduit à un équilibre inefficient (équilibre de Nash). Parce que l'ajustement par le change est exclu, les asymétries coûteuses doivent se corriger par les flux de demandes relatives, en coordonnant les moyens de la politique économique. Cela veut dire que tous les pays jouiraient d'une meilleure situation en termes de croissance, de revenu et d'emploi s'ils se coordonnaient entre eux et avec la banque centrale sur un équilibre coopératif. Ce qui bloque dans la zone euro, c'est la mauvaise gouvernance. Ce qui empêche de découvrir cet équilibre dans le cadre de la gouvernance intergouvernementale, c'est que chacun défend ses intérêts en tenant ceux des autres pour donnés. Aucun ajustement réciproque dans le sens d'un intérêt commun n'est atteignable. Seule la BCE exprime un intérêt commun. Mais elle ne peut se préoccuper que de la situation moyenne de la zone euro. Les ajustements réciproques lui sont hors d'atteinte. C'est ce qu'exprime Mario Draghi lorsqu'il dit qu'il ne peut pas tout faire.

Dans une union monétaire comme l'est la zone euro où existe un pays économiquement plus puissant et plus proche d'un équilibre macroéconomique satisfaisant, une configuration meilleure que l'équilibre de Nash serait possible si l'Allemagne exerçait un leadership. C'est un équilibre hégémonique bienveillant (équilibre dit de Stackelberg). Exercer un leadership bienveillant veut dire agir en prenant en compte les intérêts de l'ensemble de la zone, à charge pour les autres pays de faire les ajustements qui leur sont impartis. En l'espèce il faudrait que l'Allemagne qui a eu 6,7 % d'excédent de la balance courante en moyenne sur 2008-2013, 7,5 % en 2013 et probablement autour de 8 % en 2014, utilise son excès d'épargne pour investir et (ou) le réduise en consommant plus, notamment en augmentant les revenus des catégories sociales défavorisées. Ainsi l'excédent diminuerait, la croissance serait plus forte, la grande masse des travailleurs à temps partiel contraint pourrait travailler plus et les salaires réels des 60 % de travailleurs les moins bien payés pourraient augmenter un peu, alors qu'ils ont baissé depuis 2000. L'Allemagne se porterait mieux et son dynamisme accru aiderait les autres pays à réaliser leurs ajustements budgétaires sans tomber en déflation.

Mais l'Allemagne se voit comme une grande Suisse ! Elle écarte obstinément toute idée de leadership. Le débat politique en Allemagne n'y est pas étranger. Il est dominé par un courant idéologique conservateur qui est très influent dans une culture profondément ancrée sur l'idolâtrie de l'observance de règles prédéterminées et inflexibles. Cette idéologie a modelé une conception morale des problèmes économiques. Dans cette conception la dette est une faute. Les pays qui ont trop emprunté avant la crise (financés par les banques allemandes !) sont responsables de leur situation et doivent s'amender en expiant leur faute, c'est-à-dire par le chômage et la déflation.

À cette vue expiatrice des ajustements économiques s'ajoute l'illusion que l'Allemagne n'a pas besoin de l'Europe parce que sa capacité exportatrice vers un monde émergent en croissance rapide va durer indéfiniment. Or la globalisation est en train de changer de nature. Les pays dont l'émergence est venue d'une très forte croissance tirée par les exportations vers un Occident s'endettant à tout va, des pays qui importaient donc les machines-outils que l'Allemagne excelle à produire, c'est déjà le monde d'hier. La globalisation suit une autre voie. Les pays émergents sont engagés dans une périlleuse transition pour transformer leurs économies internes. Ils deviennent eux-mêmes des sources d'innovations technologiques. L'intégration économique restructure le commerce sur des bases régionales et sur les approvisionnements de matières premières. L'imbrication de la production de biens matériels et de la révolution numérique nourrit des sources de progrès techniques dans lesquelles les entreprises allemandes ne sont pas dominantes. Toutes ces évolutions vont demander une adaptation considérable aux pays développés, dont l'efficacité pour les Européens dépend de politiques d'innovation interdépendantes sur l'ensemble de l'Union.

Plus préoccupant encore est le fléchissement de l'investissement en Allemagne et la médiocrité des gains de productivité qui en résultent[3]. Le taux d'investissement en Allemagne a fléchi de 23 % à 17 % en 20 ans. L'investissement public est au plus bas, incapable de renouveler des infrastructures vétustes. À ce handicap s'ajoutent les problèmes démographiques et sociaux. La situation démographique est préoccupante pour le long terme avec une population déclinante et des taux de fécondité très bas qui ne laissent présager aucun redressement. À cela s'ajoute un conservatisme social pesant, étouffant le potentiel qui résulterait de la promotion des femmes sur le marché du travail. Celui-ci est caractérisé par un dualisme créant de profondes inégalités salariales, une pauvreté qui se répand en dépit de la bonne santé apparente de l'économie et un verrouillage des opportunités de mobilité sociale pour les familles défavorisées.

Si l'avenir de l'Allemagne est dans le succès de la construction européenne, comme l'a été sa renaissance d'après-guerre, il faudrait que son refus de coopération ne provoque pas la destruction de l'euro qui est la réalisation la plus avancée de l'Europe. Or l'absence de coopération dans l'ajustement requis par les distorsions issues de la crise financière de la zone euro fait mûrir des risques politiques que l'on aurait tort de sous-estimer. Même si on laisse de côté comme des aberrations les évolutions autoritaires à connotations fascistes en Hongrie, les aspirations au fractionnement politique en Espagne et surtout la montée du populisme en France sont des périls pour l'avenir de l'Europe. Ces risques politiques sont directement l'effet de la carence de la gouvernance européenne en raison des relations conflictuelles des gouvernements.

Parce que les dirigeants politiques ont été incapables de doter l'union monétaire des institutions politiques communes qui auraient fait de l'euro une monnaie complète, cet ensemble n'a aucune légitimité démocratique qui pourrait donner aux citoyens des pays membres un sentiment d'appartenance, et donc une cohésion de nature politique. Il s'ensuit que la zone euro ne peut se recommander que de ses performances économiques. Or celles-ci dépendent directement de la coordination des politiques économiques que les conflits d'intérêts entre les États empêchent. Le rejet des citoyens ne fait ainsi que progresser au fur et à mesure que leurs gouvernants accumulent des promesses qu'ils sont incapables de tenir. C'est pourquoi des scénarios jugés impensables il y a encore peu de temps ont des probabilités non nulles et qui augmentent au fur et à mesure que s'installe une stagnation de longue durée. Un tel scénario concerne notre pays au premier chef.

Supposons que le marasme se prolonge en France jusqu'à 2017. Le Front national arrive au pouvoir par l'élection présidentielle. La stupidité de la constitution française lui donne la majorité législative dans la foulée, éventuellement par un accord électoral avec une partie de la droite traditionnelle à la suite d'un éclatement du parti de droite. La présidente de la République prend trois décisions de politique économique : la fermeture des frontières à l'immigration, la répudiation de l'euro et le rétablissement du franc, une politique budgétaire expansive pour éradiquer le chômage. L'inflation a tôt fait de réapparaître et à sa suite les contrôles autoritaires de prix pour tenter de la maîtriser.

Le choc se répercute dans toute l'Europe. Pour éviter que la dépréciation du franc ne se transforme en spirale inflationniste l'instauration des contrôles de capitaux est indispensable. Le marché unique des services financiers disparaît, c'est donc toute l'Union européenne qui est affectée par la fragmentation. L'onde de choc gagne toute l'Europe. Un bloc autour de l'Allemagne se reconstitue en Europe du Nord. En Europe du Sud les pays (ou certains pays) en rapports étroits avec la France ont intérêt à suivre la même voie sur le plan monétaire, même s'ils ne partagent pas la même idéologie politique. Avec un tel enchaînement l'Europe peut reculer de plusieurs décennies avant de remettre sa construction sur le chantier.

Nous indiquerons au chapitre 7 les évolutions institutionnelles possibles qui permettraient de faire avancer rapidement la coopération des politiques économiques pour éviter un tel scénario de cauchemar. Mais voyons d'abord quel est l'état de la France sur le plan économique.

Notes

1. M. Aglietta et X. Ragot, « Érosion du tissu productif en France : causes et remèdes », France Stratégie, 2014.

2. Paul Krugman, théoricien de la nouvelle économie géographique, a montré que la dynamique des rendements croissants conduisait à la polarisation industrielle et a averti les dirigeants européens dès 1992. Voir P. Krugman, « EMU and the regions », Group of Thirty, 1992.

3. Récemment le directeur du DIW de Berlin (un puissant institut de sciences sociales), Marcel Fratzscher, a secoué ses compatriotes dans un ouvrage non encore traduit mais dont le titre sans ambiguïté signifie « L'Illusion de l'Allemagne ».

CHAPITRE 4

Y A-T-IL UN AFFAIBLISSEMENT SPÉCIFIQUE DE LA FRANCE ?

Le déclin de la compétitivité de l'industrie française est devenu un leitmotiv. Certains économistes qui ont l'oreille du pouvoir politique préconisent pour l'enrayer un « choc d'offre ». Cela a été interprété par le gouvernement comme une politique de baisse du coût salarial assortie d'un crédit d'impôt, pompeusement appelé « pour la compétitivité et l'emploi », et généreusement distribué à toutes les entreprises en priant pour que celles-ci s'en servent pour investir. La question est la suivante : une baisse des charges salariales peut-elle enclencher le cercle vertueux de l'investissement innovant et du relèvement de la productivité globale des facteurs, décrit sur le graphique 5 (page 108) ?

En vérité, cette politique est une cotte mal taillée. Ce n'est pas véritablement un choc de baisse massive des coûts salariaux comme l'a fait l'Espagne, car le gouvernement a peur d'un fléchissement supplémentaire de la demande des ménages. Elle a donc peu de chances d'améliorer significativement la compétitivité prix relativement à nos voisins. Par ailleurs, c'est une politique qui ne traite en rien le problème crucial de la compétitivité hors prix.

Le problème de l'économie française se concentre, en effet, sur la faiblesse des progrès de la productivité globale des facteurs à cause du ralentissement de la productivité du travail industriel, de la réduction du poids de l'industrie dans l'économie et de la stagnation de la productivité dans les services. On a remarqué au chapitre 3 la faiblesse de l'investissement en R&D dans les entreprises françaises. Il en est de même pour les taux d'investissement en machines et équipements, montrant notamment un retard considérable dans la robotisation des processus de production industriels. En outre, l'investissement trop limité dans la R&D retarde aussi le rythme de diffusion de l'économie numérique.

C'est pourquoi une multiplicité d'approches est nécessaire pour cerner les déficiences de notre économie. La première dimension est la rentabilité des entreprises, si l'on pense que le profit est à la fois le moteur de la décision d'investir et le principal moyen pour la réaliser. Mais il faut aller au-delà de l'approche globale, donc s'intéresser aux différentes catégories d'entreprises, aux PME (petites et moyennes entreprises), ETI (entreprises de taille intermédiaire) et TPE (très petites entreprises) en rapport avec les moyens de financement. La deuxième dimension est la question des systèmes d'innovation. Au niveau d'un pays, le flux d'innovation n'est pas la somme de découvertes indépendantes. Les relations interentreprises sont essentielles, à condition qu'elles se structurent en systèmes d'innovation. La France est caractérisée par des relations interindustrielles déficientes et par l'absence de systèmes d'innovation bien définis. L'idée ancienne des pôles de compétitivité a produit des succès, notamment dans la région Rhône-Alpes, mais trop isolés et trop peu nombreux. La troisième dimension de la productivité concerne les relations sociales internes aux entreprises. La France se caractérise par une conflictualité latente élevée des relations de travail. Le dialogue social y est institutionnalisé, mais son contenu est pauvre, notamment parce que le principe actionnarial l'emporte sur le principe partenarial dans la gouvernance des entreprises. Les difficultés du marché du travail en découlent : précarisation des salariés, déclassement des emplois par rapport aux qualifications des travailleurs, mobilité sociale déclinante, formations trop peu qualifiantes et étroitement cloisonnées. Ce sont tous ces dysfonctionnements qui aboutissent au chômage structurel croissant et à la segmentation sociale.

RENTABILITÉ ET FINANCIARISATION DES ENTREPRISES : LA FRAGILITÉ DES PME

L'affaiblissement des entreprises françaises par érosion de leur taux de marge et de leur capacité d'autofinancement est une observation qui fait consensus. Toutefois, le phénomène est loin d'être homogène. Selon les comptes nationaux de l'INSEE, les taux de marge pour l'ensemble des sociétés non financières (SNF) n'ont baissé que depuis la crise financière de 2007. En revanche, ils baissent depuis le début du siècle dans l'industrie manufacturière. Au contraire, ils ont fortement monté dans la construction. Le doublement des marges dans ce secteur avec la hausse des prix immobiliers a soutenu le taux de marge moyen des entreprises. Mais l'augmentation des prix immobiliers requiert une hausse des salaires pour couvrir le service du logement dans les dépenses des ménages. Elle pèse donc indirectement sur les coûts salariaux dans toute l'économie et directement sur les coûts des loyers et services immobilier pour les entreprises des autres secteurs.

L'année 2007 étant charnière, on peut comparer sur deux périodes l'évolution du taux de marge des entreprises françaises par rapport à celles des autres grands ou moyens pays occidentaux (tableau 1). Du fait d'une gestion macroéconomique de la crise radicalement différente, la croissance est repartie aux États-Unis dès 2009, alors que la zone euro s'est enfoncée dans la récession après 2010. L'Espagne a procédé à une restructuration drastique par implosion de l'excroissance immobilière, redéploiement sur l'industrie et attaque féroce sur les coûts salariaux ; d'où un rétablissement spectaculaire du taux de marge. Pour le reste, la baisse des marges en France n'a rien d'une anomalie ; notamment, elle est plus faible qu'en Allemagne. C'est dans la période 2000-2007 que l'Allemagne a fait la différence ; ce qui résulte en partie de l'anomalie constatée sur le graphique 3 (page 101) qui montrait que les coûts du travail par unité produite avaient évolué en sens contraire de tous les autres pays. La deuxième raison a été l'énorme progression des exportations allemandes dans la phase de surchauffe de l'économie américaine et de croissance chinoise à plus de 10 % par an. Cette performance est elle-même la coïncidence de la trajectoire insoutenable de l'économie mondiale et de l'excellence de la compétitivité hors prix de l'industrie allemande.

Tableau 1. Évolution comparée du taux de marge des sociétés non financières – %

	2000-2007	2007-2012
Allemagne	+ 7,3	- 4,6
Espagne	- 0,7	+ 5,4
France	+ 1,0	- 3,4
Italie	- 3,4	- 4,5
Royaume-Uni	+ 1,5	- 2,9
États-Unis	+ 4,9	+ 2,7

Source : Eurostat, Bureau of Economic Analysis.

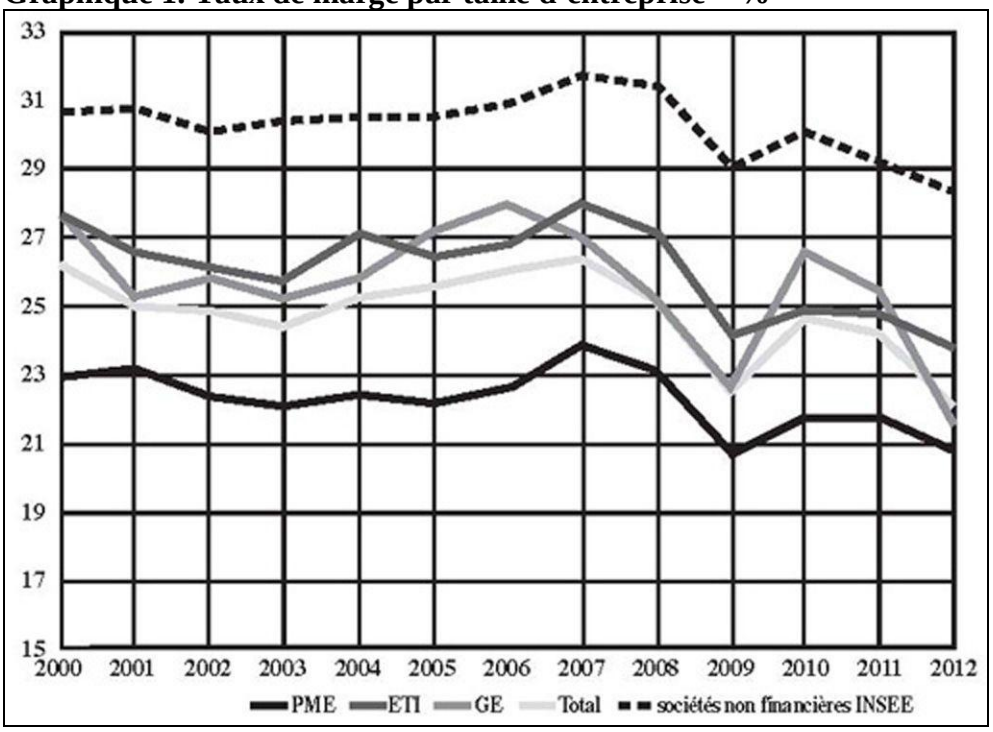
Le fait que l'industrie française ait perdu du terrain dans une période de croissance faste, alors que le graphique 3 (page 101) montre que sa compétitivité prix ne s'est pas détériorée vis-à-vis d'autres pays que l'Allemagne, confirme que le talon d'Achille de l'industrie française se trouve dans la compétitivité hors prix. De fait, la part de marché des exportations des entreprises françaises par rapport à la demande étrangère de biens et services qui leur est adressée a baissé de 6 % en 1994 à 4 % en 2012. La baisse est surtout due au fléchissement de la part des biens, car les services ont progressé grâce au tourisme.

Le problème particulier des PME

Le rapport de l'Observatoire du financement des entreprises (OFE) permet une analyse plus fine de la rentabilité selon la taille des entreprises : petites et moyennes entreprises (PME), entreprises de taille intermédiaire (ETI) et grandes entreprises (GE). Le graphique 1 montre à la fois la forte corrélation des profils temporels et la différence des niveaux de taux de marge moyens entre entreprises de différentes tailles. Comme on pouvait s'y attendre, ces niveaux sont fonction croissante de la taille.

Les taux de marge baissent à partir de la crise. Le redressement de 2010 est effacé par la politique d'austérité budgétaire qui finit par avoir raison de la résistance de la consommation des ménages et par la réticence des banques à faire crédit à l'économie. Car les PME françaises exportent relativement peu. Elles sont fortement dépendantes de la demande interne. Le taux de marge des PME, qui était de 23 % en 2000, est tombé à 20,8 % en 2012 selon les données de la banque de France. Cette baisse n'a rien de catastrophique. Mais le niveau du taux de marge est très inférieur à la moyenne des pays européens pour cette même catégorie d'entreprises.

Graphique 1. Taux de marge par taille d'entreprise – %



Source : Banque de France, données Fiben ; Insee, comptes nationaux

L'OFE va plus loin. Il étudie la distribution des taux de marge entre les entreprises de chaque classe et trouve que cette distribution est très étalée dans toutes les classes. Autrement dit, les performances des entreprises sont très hétérogènes. La crise a frappé plus durement les entreprises déjà les moins performantes dans la période 2000-2007. Les taux de marge sont devenus nettement négatifs dans les PME et ETI du premier décile où se trouve la plus grande part des faillites survenues depuis 2008.

Cela conduit à la question du passage entre le taux de marge et la situation financière des entreprises. Le rapport de l'OFE fournit des enseignements précieux. Alors que la France est dans une évolution moyenne des pays européens (hormis l'Espagne) pour l'évolution du taux de marge de l'ensemble des sociétés non financières, il n'en est plus du tout de même pour l'épargne des entreprises (tableau 2). La France est le pays où le taux d'épargne, donc la

capacité d'autofinancement des entreprises, s'est presque continuellement dégradé depuis 2000. En dépit d'une montée permanente de l'endettement, la baisse des taux d'intérêt a contenu la charge financière. Le phénomène majeur est l'augmentation très forte des dividendes en pleine crise que compensent en partie les allègements fiscaux. Ce transfert de revenus impliqué par la financiarisation englobe toutes les tailles d'entreprises.

La financiarisation est impulsée par le développement de la croissance externe des entreprises dans la structure de groupe sous forme d'acquisitions et de filialisation ; ce qui augmente l'endettement et crée des participations financières, lesquelles induisent des paiements de dividendes à la holding financière du groupe. Il s'ensuit une incidence des stratégies financières sur toutes les tailles d'entreprises. La conséquence est le gonflement des passifs en proportion de la valeur ajoutée pour toutes les tailles d'entreprises. La financiarisation provoque donc la dépendance de plus en plus grande à la dette. C'est pourquoi le taux d'autofinancement des PME françaises a énormément baissé, passant de 88 % en 2004 à 66 % en 2013.

Tableau 2. Du profit à l'épargne des PME

En % de la valeur ajoutée

	2000	**2007**	**2012**
Taux de marge	23,1	23,9	20,9
Intérêts versés	- 4,4	- 3,8	- 3,7
Dividendes payés	- 5,1	- 6,8	- 8,2
Autres (dont IS)	0,0	+ 0,8	+ 2,6
Taux d'épargne	13,6	14,1	11,6

Source : OFE.

Une forte dépendance à la dette avec une grande dispersion des taux de marge veut dire que de nombreuses entreprises sont en grande détresse financière, voire sont insolvables. La Coface a confirmé cette observation en étudiant les défaillances des PME françaises[1]. Il est impressionnant d'observer qu'en février 2014 le nombre de défaillances d'entreprises françaises était plus élevé que dans la récession de 2009. Il ne s'agit plus d'un choc conjoncturel sévère, mais d'une attrition caractéristique de la stagnation séculaire. Bien entendu, ces défaillances ont un impact majeur sur les pertes d'emploi et sur les menaces à venir pour l'activité. D'après la Coface, on ne peut réduire le nombre de défaillances et donc améliorer la situation de l'emploi que si la croissance du PIB est d'au moins 1,6 %. En 2014, il est probable qu'elle ne dépassera pas 0,4 %. Croissance beaucoup trop basse, érosion de la rentabilité, endettement croissant et faillites ; voilà le drame des entreprises françaises, qui est loin d'être principalement imputable au coût du travail.

La question qui reste à élucider est la suivante : où se trouve l'endettement le plus élevé ? La réponse de la Coface, qui rejoint ce qu'on a dit plus haut sur la financiarisation, est que les défaillances des entreprises sont plus liées aux relations financières interentreprises qu'au crédit bancaire traditionnel. En février 2014, les entreprises défaillantes avaient une dette fournisseur près de deux fois plus élevée que la dette bancaire. Or, le risque associé aux créances interentreprises est systémique. Il provoque un effet domino puisque la dette impayée d'une entreprise défaillante à son fournisseur peut se propager le long de la chaîne de production, surtout si la fragilité financière est largement répandue. Le processus de défauts en chaîne est difficilement stoppé s'il ne trouve pas d'entreprise ayant une situation financière suffisamment solide pour absorber les pertes.

Il en est ainsi parce que les entreprises liées par les échanges interindustriels ne forment pas des systèmes organisés (systèmes d'innovation, clusters, pôles de compétitivité…) au sein

desquels peuvent se prendre des assurances mutuelles, médiatisées par la réassurance d'organismes financiers faisant partie des mêmes systèmes, parce que les entreprises partagent un même projet de développement. On retrouve ici la nécessité d'admettre que la logique industrielle avec ses effets d'agglomération et ses rendements d'échelle ne peut être efficace si les entreprises ne sont liées que par des relations purement marchandes. Il manque la solidarité technique, informationnelle et financière qu'apportent des systèmes d'innovation organisés. La France souffre d'une organisation industrielle inefficace. Mais pour assumer cette logique industrielle, il faut des entreprises dont les buts stratégiques et les modes de gouvernance mobilisent la créativité de l'ensemble des ressources humaines qu'elles rassemblent, donc soient de nature partenariale. Cette mutation de la gouvernance sera étudiée au chapitre 8 comme socle d'un nouveau contrat social, lui-même condition indispensable d'un renouveau de l'Europe. L'enjeu dans le présent chapitre est de montrer les ravages de la gouvernance actionnariale sur le travail et sa productivité.

LA FINANCIARISATION ET LES MÉFAITS DE LA GOUVERNANCE ACTIONNARIALE

Après la Seconde Guerre mondiale, la France s'est modernisée sous l'impulsion et le guidage de l'État central. L'État tutélaire a permis au capitalisme français de construire ses pôles de compétitivité dans les transports, l'énergie, les matériaux de construction et la chimie[2]. Après la création du Marché commun, le modèle industriel a dérivé vers plus de concurrence en compensant périodiquement l'érosion de la compétitivité par les dévaluations monétaires. Les contraintes européennes ont changé la donne lorsque la libéralisation financière a pris de l'ampleur. Le tournant de la désinflation compétitive en 1983 a provoqué une conversion passive au néolibéralisme anglo-saxon.

Ce mouvement idéologique, prônant la gouvernance des entreprises au service exclusif des actionnaires, a grandi aux États-Unis dans les années 1970 et s'est généralisé dans les années 1980. Ce mouvement a rejeté la conception de l'entreprise en tant que société privée, juridiquement définie comme une institution autonome, pour la remplacer par celle de nœuds de contrats implicites. La théorie de Chicago assigne aux actionnaires une fonction spéciale qui fait de la relation entre actionnaires et entreprises la relation principal agent définissant l'entreprise capitaliste. Elle prétend qu'il est légitime que la fonction d'utilité des actionnaires s'impose aux entreprises. En conséquence, dans cette conception, la gouvernance des entreprises doit réaliser exclusivement le but des actionnaires, parce que toutes les autres relations qui contribuent à la bonne marche des entreprises sont prétendument contractualisées. Leurs rémunérations seraient des prix d'équilibre mesurant les contributions marginales de leurs porteurs à la création de valeur de l'entreprise.

La conversion de l'establishment financier français à ce credo est devenue active à partir de 1995, lorsque le patron d'AXA a décidé qu'il était temps de répudier le système de gouvernance par participations croisées qui faisaient les « noyaux durs » instaurés par Balladur à partir de la vague de privatisation de 1986. Le tissu d'intérêts capitalistiques croisés s'est désintégré et l'irruption de l'actionnariat anglo-saxon dans le CAC40 a bouleversé la gouvernance des entreprises. Le capitalisme français a massivement adopté la gouvernance actionnariale, par opposition à la gouvernance partenariale qui prévaut en Allemagne. La combinaison de la dominance de critères de maximisation boursière et d'une organisation du travail hiérarchique et pyramidale, vieille tradition française, a produit des incitations managériales particulièrement défavorables à l'investissement productif innovant.

L'intéressement des managers à la valorisation financière des entreprises par la voie des stocks options et, la menace des OPA hostiles conduites par des coalitions de fonds d'investissement spéculatifs et de banques d'affaires, ont soumis les stratégies d'entreprises

aux errances des marchés boursiers. Le marché boursier devient l'institution exclusive de référence et la valeur boursière l'unique représentation des intérêts des actionnaires. Les conséquences sur le mode de gouvernance sont désastreuses. L'entreprise n'est plus considérée comme une entité dont la capacité intégrative est la source de la valeur (*going concern*) et doit donc être préservée dans la durée pour pouvoir développer une stratégie d'investissements productifs à long terme[3]. Dans le modèle *Wall Street,* l'entreprise n'est rien d'autre qu'une collection d'actifs séparément valorisables sur le marché boursier. La liquidité, non pas l'engagement dans le temps, est la qualité primordiale que les investisseurs doivent pouvoir réaménager pour maximiser le rendement boursier. Le rendement total des actions (dividendes + gains en capital) est le terreau sur lequel la rente financière se construit.

Toute l'organisation financière tournée vers les marchés pousse les entreprises à afficher des rendements sur les fonds propres exorbitants, en tout cas sans rapport avec les capacités de valorisation réelle du capital productif. La rente financière ne peut donc se construire que par recours à un endettement croissant et pourtant demeurant bon marché grâce à l'injection de liquidité des banques centrales ; d'où l'absence de désendettement des entreprises dans les années qui ont suivi la crise. L'endettement permet de réduire les fonds propres par rachat d'actions, augmentant ainsi le levier de rentabilité. Il permet aussi de distribuer des dividendes en dépit du marasme économique. Les dividendes, qui sont censés être le revenu aléatoire par excellence, deviennent garantis. Comme on l'a vu sur le tableau 2, cette logique ne concerne pas que les grandes entreprises. Les dividendes versés par les PME ont considérablement augmenté depuis 2007.

L'endettement favorise enfin les opérations de transfert de propriété par fusions, acquisitions et reventes d'actifs d'entreprise. Ces opérations permettent des gains boursiers considérables au moment de leur réalisation, sans obéir à des logiques industrielles bien définies. En conséquence, ce n'est pas la détention du capital des entreprises qui importe. C'est la rotation pour réaliser les plus-values financières permises par l'animation du marché boursier. Depuis le début de la financiarisation des entreprises, les temps de détention moyens des actions ont considérablement baissé (aux États-Unis de sept ans en moyenne à la fin des années 1960 à sept mois en 2007).

Il paraît raisonnable de penser qu'un tel rétrécissement de l'horizon change la nature des exigences des actionnaires vis-à-vis des managers des entreprises. Pour que la gouvernance soit au service exclusif du principe actionnarial, il faut que les intérêts des managers, qui ne peuvent changer au rythme de la rotation des actionnaires, soient alignés sur le critère de maximisation du rendement total des actions. Ces incitations font des entreprises des entités asservies au but exclusif de maximiser la valeur de marché des fonds propres, en déconnectant ce but de la croissance de l'économie. Ce principe aboutit à concentrer plus rapidement la richesse. Les conséquences sociales de ce mode d'incitation sont énormes.

Gouvernance actionnariale et négation du contrat social

Prétendre que seuls les actionnaires sont légitimes pour définir les buts de l'entreprise et que ces buts ne sont validés que par le marché boursier infériorise les autres partenaires de l'entreprise, tout en prétendant que leur contribution est exactement rémunérée à leur productivité marginale. D'une part, cette affirmation ne tient pas en droit, d'autre part, elle est fausse en économie.

Le droit ne connaît pas l'entreprise ; il ne connaît que la société privée. L'entreprise est une entité collective, un groupement humain dédié à la production d'utilités sociales. Un groupement humain ne peut appartenir à personne. En revanche, la société privée est une

entité juridique instituant une personne morale qui porte la finalité de l'entreprise. C'est la société privée et elle seule qui prend des engagements au nom de l'entreprise. Parce que la société privée est une personne morale, elle délègue son pouvoir à une instance de direction qui est son conseil d'administration (CA), lequel mandate un exécutif lui-même hiérarchisé. Il n'y a rien dans cet agencement juridique qui puisse ressembler à une relation principal agent entre les actionnaires et l'entreprise. Le CA n'est pas l'agent d'un principal, c'est l'organe stratégique d'une institution.

Les ayants droit de la société privée sont tous les apporteurs des actifs qui permettent à la société privée de réaliser sa mission, c'est-à-dire l'accumulation de valeur. Les actionnaires apportent un type d'actifs ; c'est pourquoi ils sont propriétaires de parts de capital de la société privée. Mais d'autres partenaires de l'entreprise apportent d'autres actifs, essentiels à son efficacité, même s'ils ne sont pas reconnus comme des droits de propriété sur la société. L'entreprise est un collectif qui est efficace par la coopération et par la complémentarité de ses talents. Les relations qui font son efficacité productive ne peuvent être assimilées à des relations « quasi marchandes ». Il est donc illusoire de prétendre mesurer les contributions marginales individuelles de chaque employé à la valeur produite. Corrélativement, la valeur boursière de la société n'est pas adéquate à l'utilité sociale créée par l'entreprise.

La productivité de l'entreprise résulte essentiellement de l'apprentissage collectif : savoir tacite par circulation des compétences qui valorise les capacités individuelles, interactions informelles entre employés au sein de structures horizontales, motivation des salariés en tant que partenaires. Ces sources d'efficacité productive sont écrasées par la gouvernance actionnariale qui ne reconnaît pas le contrat social nécessaire pour les mettre en valeur.

Le gaspillage des ressources humaines et le déficit français en emploi

Le patrimoine humain de l'entreprise est un actif collectif. Sa reconnaissance et sa valorisation conditionnent le développement. Il est essentiel de le considérer comme un investissement, pas comme une consommation intermédiaire. Les politiques qui décident de cet investissement ne sont efficaces que si elles sont intégrées dans la planification stratégique de l'entreprise. Il y a donc une chaîne de valeur intangible qui résulte de l'interdépendance dynamique entre les actifs intangibles individuels, par exemple le rôle du savoir tacite résultant du face-à-face entre les participants d'un projet d'investissement innovateur. Le propre des technologies de la révolution numérique (plateformes virtuelles) est de réunir des compétences autrefois dispersées[4]. La survaleur d'innovation (quasi rente) est produite par cette synergie. Les individus possédant les compétences associées sont des parties prenantes au profit et doivent participer à la gouvernance de l'entreprise, car ce sont des ayants droit sur la valeur totale de la firme.

La robotisation et l'automatisation s'étendent et les nouvelles plateformes d'interconnexion rendent les relations de clientèle plus réactives et plus volatiles. Il s'ensuit à la fois une rareté d'emplois peu qualifiés dans l'industrie et une multiplication d'emplois fragmentés dans les services. Cette désintégration de la relation salariale entre en désaccord de plus en plus grand avec les aspirations des citoyens.

Seul un investissement massif dans les compétences, fondé sur un droit à la formation continue sur toute la vie, peut créer l'emploi sur des tâches faisant appel à l'intelligence créative et sociale, donc non précaires et non susceptibles d'être remplacées par des machines intelligentes[5]. Rares sont les entreprises françaises qui assument ces potentialités. C'est pourquoi le travail précaire explose comme seul substitut au chômage. L'intérim et les CDD de moins d'un mois font 70 % des flux d'embauche ces dernières années. Cela va encore s'accroître avec la loi de sécurisation de l'emploi qui assouplit le licenciement

collectif et la rupture conventionnelle qui simplifie les licenciements individuels. Il s'agit de dispositions pour sécuriser les employeurs dans le droit fil de la gouvernance actionnariale, en faisant porter la raréfaction des emplois due aux politiques d'austérité sur les salariés. Il faut beaucoup de cynisme pour continuer à prétendre que le marché du travail français est rigide, alors que le travail intermittent a dépassé 15 % de l'emploi salarié.

Comprenons donc bien ce qui se passe. Le gouvernement, les dirigeants d'entreprise et l'establishment financier sont sur la même longueur d'onde. Les raisons macro-financières de la stagnation prolongée, qui ont été présentées au chapitre 1, sont évacuées au profit d'une explication selon laquelle le coût trop élevé du travail est la raison exclusive du marasme français. En cherchant à substituer la dualité emplois précaires/emplois qualifiants à la dualité

emploi/chômage, on tourne le dos à la croissance inclusive. On tourne aussi le dos à la croissance tout court. Car cette politique a un impact à long terme insidieux et délétère sur la productivité. D'une part, l'économie se spécialise sur les secteurs de service à faible productivité et faible potentiel d'innovation. D'autre part, l'incitation à investir dans les ressources humaines sur toute la vie diminue ; ce qui dégrade tendanciellement les progrès de productivité.

Comme l'a montré récemment le Xerfi, la France manque d'emplois à tous les niveaux du marché du travail par inadéquations des emplois offerts aux compétences des demandeurs d'emplois[6]. À tous les niveaux, les candidats à l'emploi doivent accepter des emplois déclassés par rapport à leurs compétences. Il s'ensuit un effet domino du déclassement qui rejette le chômage sur les moins qualifiés, donnant l'illusion que le problème vient de salaires trop élevés au bas de l'échelle. Mais le résultat est bien un gigantesque gaspillage des ressources humaines dans l'ensemble de l'économie.

SYSTÈME D'INNOVATION ET COMPÉTITIVITÉ :LE DÉSERT FRANÇAIS

Le progrès technique découle essentiellement de l'échange de savoir-faire qui crée une externalité de réseau entre les firmes. C'est un mélange d'effets d'organisation territoriale (associations de firmes pour développer ensemble des avancées de la recherche) et d'échanges informels. Comment ces effets externes aux firmes améliorent-ils la productivité globale de leurs ressources productives ? Il en est ainsi parce que la productivité du capital intangible (ressources humaines, connaissances) de chaque firme du réseau est accrue grâce au progrès technique produit par leur participation aux projets d'innovation réalisés en commun par l'ensemble des firmes du réseau.

La création et le fonctionnement de tels réseaux d'innovation ne sont jamais spontanés. Ils ne procèdent pas du marché, bien qu'évidemment la valorisation ultérieure des innovations qui en découlent sur les marchés en fournit l'incitation. Il y faut une organisation propice qui est un processus social multiforme dont on peut distinguer trois composantes principales. En premier lieu, il y a des incitations fiscales à la création d'entreprises, mais ce n'est pas le plus important. En second lieu, il y a la coopération étroite entre les firmes innovatrices, souvent des PME et des ETI, et les laboratoires de recherche universitaire ou les laboratoires de R&D des grandes firmes. Le cas du Japon est exemplaire à cet égard. Au lieu d'exploiter sans vergogne leurs sous-traitants, les grandes entreprises japonaises les intègrent dans leur dispositif de développement technologique, leur garantissent un financement stable et une coopération avec leurs propres chercheurs et techniciens dans le cadre de projet développés en commun. En troisième lieu, il y a des financements en fonds propres, qui peuvent être très différents les uns des autres selon les systèmes d'innovation, en sorte que les PME impliquées ne soient pas exposées excessivement à l'endettement.

Ainsi, la compétitivité fondée sur le capital intangible et intégrant l'industrie et les services étend les parties prenantes de l'entreprise au-delà des frontières juridiques de la société privée. Les actifs intangibles, étant efficaces par leur organisation collective, n'ont pas de droits de propriété bien définis. Ils sont sources d'externalités positives entre l'entreprise, d'autres entreprises, des entités publiques et des communautés de citoyens dans les territoires où les entreprises sont implantées. Ils relient étroitement industrie et services, stratégies d'entreprise et politiques économiques, de manière que l'offre marchande s'inscrive dans des enjeux sociétaux : transition énergétique, économie circulaire, rénovation urbaine, santé et modes de vie. Pour tirer parti de cette coordination, il faut une gouvernance qui reconnaisse la diversité, la capacité d'interaction et la mobilité des compétences humaines, donc une gouvernance partenariale étendue.

Il n'y a pas de système d'innovation dominant. Ils se distinguent par les traditions culturelles des sociétés civiles, les philosophies de l'éducation et les idéologies qui façonnent les conceptions de l'entreprise. On connaît bien le système d'innovation du « *venture capital* » qui a cours aux États-Unis. L'individualisme y est prépondérant dans l'esprit d'entreprise. Les candidats entrepreneurs, souvent issus des laboratoires publics de recherche, trouvent l'aide des « *business angels* » qui les lancent sur une trajectoire de développement dans des territoires d'innovation où l'interdépendance des entrepreneurs est étroite. L'essor est poursuivi grâce aux fonds de capital investissement qui évitent leur dépendance trop précoce à l'endettement. Le NASDAQ est le juge du succès ou de l'échec. Le succès se traduit soit par l'absorption au sein d'une grande entreprise, soit par la transformation en société anonyme autonome.

Cette approche de l'organisation industrielle est très éloignée des traditions asiatiques. Le Japon intègre étroitement les PME dans les chaînes de valeur des grandes firmes, comme on l'a remarqué ci-dessus. Le capitalisme *Guanxi* de la Chine se moule sur les réseaux de solidarité fortement ancrés dans la tradition confucéenne. Les relations familiales étendues, les liens de confiance fondés sur les services réciproques, les normes éthiques partagées sont des ciments qui tiennent dans la durée.

L'absence de système d'innovation affirmé en France face au Mittelstand allemand

Dans les « Trente Glorieuses », la France avait construit un système industriel efficace organisé par l'État, que l'on peut appeler « système d'innovation industrialo-étatique ». Les entreprises publiques en étaient le fer de lance. L'aéronautique, les transports terrestres, le nucléaire et la chimie étaient les secteurs d'intégration industrielle. L'État dominait directement le financement avec l'aide de la Caisse des dépôts. Le retrait de l'État et la conversion politique au fondamentalisme de marché dans les années 1980 et surtout 1990 ont laissé le pays sans stratégie de reconversion industrielle dans le cadre de la concurrence mondiale.

Ce flou de l'organisation industrielle française contraste avec le Mittelstand qui est la référence de l'excellence compétitive en Europe. Le renforcement de la puissance exportatrice de l'Allemagne depuis la création de l'euro fait pendant à la lente désindustrialisation de la France. Les entreprises allemandes ont investi massivement l'Europe de l'Est pour accroître la compétitivité des systèmes d'innovation sur leur territoire. Elles ont fortement intégré leurs investissements à l'étranger dans les systèmes industriels installés dans les Länder. Au contraire, sous l'influence de leur actionnariat anglo-saxon, les entreprises françaises se sont découplées du territoire national, déterritorialisant mêmes des centres de recherche.

Le Mittelstand est une sorte d'écosystème auto-reproduit qui fabrique un cercle vertueux dont dépendent sa résilience aux chocs et sa longévité historique[7]. Le cœur du système est la qualité des actifs intangibles renouvelée dans la durée. Elle rend possible une innovation incrémentale continue ; ce qu'on appelle « la perfection du banal ». Ce n'est donc pas un système qui fait des percées fulgurantes dans les innovations radicales. Mais cette innovation incrémentale, répandue dans toute l'industrie, nourrit des avantages compétitifs hors prix qui garantissent des parts de marché solides et compatibles avec des marges élevées. Grâce à la solidité des comptes d'exploitation, l'autofinancement est la première source de l'investissement ; ce qui favorise l'indépendance par rapport à la finance, donc la continuité du contrôle capitalistique par un actionnariat principalement familial. Le maintien de ce contrôle permet aux conseils de surveillance, dans lesquels la représentation des salariés est paritaire, d'affirmer leur indépendance stratégique sur des horizons longs et de négocier des financements externes en position de force. C'est la condition essentielle pour que la finance soit mise au service de l'économie. Grâce à cette indépendance, des stratégies de spécialisation peuvent être poursuivies qui entretiennent l'innovation incrémentale et donc les parts de marché.

Les leçons de l'expérience allemande

Trois leçons peuvent être tirées de l'expérience allemande. En premier lieu, l'innovation est le plus souvent incrémentale à partir d'une base industrielle maîtrisée. En second lieu, de petites niches au niveau national peuvent produire des exportations très profitables sur les marchés globaux. En troisième lieu, on peut préserver une vaste gamme d'activités de la concurrence des pays émergents si l'on sait innover sur ses points forts.

C'est l'innovation sociale qui est le facteur prédominant de la compétitivité : effort public de formation et recyclage des travailleurs, lien étroit des entreprises et des institutions scolaires dans l'apprentissage. Il faut y ajouter ce que ne fait pas l'Allemagne, mais que fait la Scandinavie : l'égalité hommes/femmes dans l'emploi et la mobilité professionnelle, l'aide publique à la prise en charge de l'enfance préscolarisée.

La dynamique auto-entretenue de la croissance industrielle implique une organisation des rapports entre puissance publique et acteurs privés. Elle requiert aussi des politiques dédiées aux systèmes d'innovation. La stratégie industrielle doit être insérée dans les territoires. En France, il revient aux régions de promouvoir un nouvel état d'esprit[8]. Elles doivent sélectionner des entreprises capables de développer des avantages compétitifs régionaux, détecter des segments d'industries prometteurs et monter des projets pilotes associés à des cofinancements publics privés.

Pour inciter les PME à innover et exporter, il peut être utile en France d'instituer un statut de PME innovantes qui auraient accès à des financements attractifs et d'aider beaucoup plus efficacement les PME à l'étranger. Enfin, reterritorialiser l'industrie et engendrer des flux d'innovations incrémentales repose sur la définition du développement durable comme axe d'une stratégie à la fois européenne et nationale. Cette question sera étudiée au chapitre 9.

Notes

1. J.-M. Pillu et Y. Zlotowski, « PME françaises : fragiles et indispensables », *Revue d'économie financière*, n° 114, 2014.

2. J.-L. Beffa, *La France doit choisir*, Seuil, 2012.

3. Voir le chapitre 2, « Critique des fondements de la valeur actionnariale », dans M. Aglietta et A. Réberioux, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, 2004.

4. O. Passet, « La France dans dix ans : quelle évolution de notre modèle productif ? », *Xerfi Synthèse*, n° 3, novembre 2013.

5. L. Faibis et O. Passet, « Politique publique et transition économique », Conférence sur la transition économique : une nouvelle vague de croissance, 14 mars 2014.

6. O. Passet, « Politique de baisse des charges : attention aux fausses certitudes sur le déficit français en emplois peu qualifiés », *Xerfi Synthèse*, n° 6, mai 2014.

7. D. Kohler et J.-D. Weisz, *Pour un nouveau regard sur le Mittelstand*, La Documentation française, octobre 2012.

8. Voir le rapport dirigé par Jean-Pierre Aubert, « Mutations socio-économiques et territoires : les ressources de l'anticipation », septembre 2014.

CHAPITRE 5

COMMENT REMETTRE SUR PIED LA FINANCE EUROPÉENNE ?

Les quatre chapitres précédents ont essayé de faire un état des lieux de la zone euro avec une attention particulière portée à la France. Pour ce faire, on a croisé plusieurs dimensions qui participent de ce qu'il est convenu d'appeler la construction européenne : macroéconomique, institutionnelle et structurelle. Le constat peu contestable est l'affaiblissement économique de l'Europe et l'impuissance politique à se saisir du défi posé par l'incomplétude de l'euro.

Non pas que rien n'ait été fait ; le chapitre 2 a décrit les réponses institutionnelles échelonnées aux détours successifs de la crise. Mais la démarche politique ne parvient pas à dépasser la concertation intergouvernementale. Or, privé d'une souveraineté démocratique à l'échelle de la monnaie, le pilotage intergouvernemental ne peut définir aujourd'hui le bien commun dans une perspective de long terme. Pris dans le réseau de leurs contraintes réciproques, les États ont des intérêts partiellement convergents et partiellement contradictoires. La seule méthode possible dans ce mode de gouvernance est la négociation de compromis loin du regard et de la compréhension des citoyens. Ne réglant pas les problèmes au fond, ces compromis sont provisoires et fragiles. Cependant, les avancées institutionnelles depuis 2010, décrites en détail au chapitre 2, leur donnent une continuité et une irréversibilité.

En s'appuyant sur cet acquis, nous chercherons dans les chapitres suivants des réponses aux problèmes identifiés précédemment en proposant une dynamique institutionnelle endogène, considérant que le danger le plus grave pour la construction européenne est la menace de la stagnation séculaire. Si l'on admet que le relèvement de la croissance et la transformation de son contenu dans le sens d'une croissance inclusive et soutenable sont les buts permettant à la construction européenne de continuer à avancer. Il faut rechercher les progrès institutionnels possibles et indispensables pour atteindre ces buts dans les différents domaines où les défauts de régulation se sont manifestés. L'idée est que les avancées institutionnelles partielles puissent contenir des formes de coopération et des transferts de pouvoir au niveau communautaire qui finiront par rendre acceptable le besoin d'une souveraineté politique originale du type de la hiérarchie enchevêtrée : le niveau supérieur d'autorité politique en Europe dans les domaines où la coordination et l'unification sont les plus efficaces, le niveau supérieur aux États-nations dans les autre domaines. Ce mode de fédérations d'États se distinguerait des États fédéraux en ce qu'il n'y existe pas de souveraineté englobante, puisque le monopole de la violence légitime, c'est-à-dire la source du pouvoir réel, resterait aux États.

Le premier domaine dans lequel la poursuite des changements institutionnels est urgente est certainement la finance. C'est pourquoi le principe de l'union bancaire a finalement été adopté. Compléter l'union bancaire est la première préoccupation, mais cela est loin de suffire. Deux autres transformations sont indispensables. D'abord, les rapports entre monnaie et finance doivent être changés pour que la politique monétaire se préoccupe de la stabilité financière comme un objectif permanent ; ceci implique de modifier les missions de la BCE telles qu'elles ont été définies dans le traité de Maastricht. Ensuite, il faut rééquilibrer le système financier européen en réduisant l'importance excessive des banques dans le crédit et innover pour bâtir une intermédiation financière capable de financer le long terme.

ACHEVER L'UNION BANCAIRE ET FAIRE ÉVOLUER LE MODÈLE BANCAIRE

On a indiqué au chapitre 2 pourquoi l'union bancaire est devenue incontournable, même pour les dirigeants politiques qui y étaient farouchement hostiles auparavant. Les crises bancaires systémiques affectent la croissance potentielle parce qu'elles résultent d'une longue accumulation de vulnérabilités dans les bilans. En Europe, ces vulnérabilités ont produit les cercles vicieux avec la dette publique et la fragmentation de l'espace financier européen. La priorité est de casser la spirale entre un système bancaire paralysé et une activité économique dépressive. L'union bancaire est donc indispensable pour retrouver une capacité d'intermédiation financière.

Le handicap d'un système bancaire non rétabli se voit dans le fait que les grands emprunteurs (grandes entreprises non financières et institutions financières) délaissent les banques parce qu'ils trouvent à emprunter dans de meilleures conditions sur les marchés. Simultanément, les autres emprunteurs subissent des conditions de crédit fort contraignantes. Enfin, selon la Banque des règlements Internationaux (BRI), la valeur de marché de nombreuses banques européennes est toujours inférieure à leur valeur comptable ; ce qui exprime le scepticisme du marché devant la manière dont les bilans décrivent la véritable situation financière[1].

La raison des doutes tient au fait que l'évaluation de la qualité des actifs et la réalisation de tests de stress sérieux ont été retardées depuis plusieurs années. Or, l'aptitude du capital des banques à absorber les pertes futures est d'autant plus faible que le montant des pertes non reconnues sur les actifs légués du passé est important. En quelque sorte, le mort saisit le vif. Ces pertes augmentent avec le temps parce que, pour pouvoir ne pas les reconnaître, les banques doivent continuer à soutenir des emprunteurs insolvables en renouvelant leurs prêts sur une échelle plus grande au fur et à mesure que les pertes de ces emprunteurs s'accroissent. C'est pourquoi, selon la BRI, les ratios de prêts non performants des banques espagnoles et italiennes ont continué à augmenter six ans après le paroxysme de la crise au-delà de 10 et 12,5 % du total des crédits. Corrélativement, selon la BCE, environ 16 % des demandes de prêts des PME étaient rejetées en Italie et en Espagne en 2013, contre 11 % en 2011. En France, le pourcentage est passé de 9 % en 2011 à 13 % en 2013, alors qu'il a été divisé par trois en Allemagne, de 6 % en 2011 à 2 % en 2013.

Pour maintenir en activité des banques qui ne fonctionnent pas correctement, la BCE a dû les abreuver de liquidités en montants illimités à des taux d'intérêt pratiquement nuls pendant que les banques s'en servaient pour acquérir les obligations publiques des États solvables. Les banques se fabriquaient ainsi des marges sans risque. Ce mécanisme a encouragé le statu quo, c'est-à-dire la négligence des autorités prudentielles nationales vis-à-vis de l'état des bilans bancaires avec pour résultat une mauvaise allocation de l'épargne, à grande échelle, que l'on retrouve dans la baisse continue de l'investissement productif.

On comprend donc que l'union bancaire est une étape cruciale pour compléter l'euro. Car les vulnérabilités du système bancaire mettent en péril l'unité de la monnaie elle-même. Une monnaie doit être une sur son espace de circulation. Toutes les formes de monnaie doivent être fongibles, donc parfaitement convertibles les unes dans les autres, quels que soient les lieux d'émission et les supports de détention. Or, les pays membres de la zone euro ont des systèmes d'assurance des dépôts fort différents et des capacités très inégales à remplir leur rôle du fait de la situation budgétaire dégradée des pays fragiles. Tant que l'assurance des dépôts ne sera pas unifiée et que les banques fragiles ne seront pas restructurées, il est loin d'être évident que tous les dépôts à vue en euros se valent. C'est pourquoi les trois piliers prudentiels de l'unité de la monnaie doivent être unifiés au niveau de la zone euro : la supervision des banques, la résolution des faillites bancaires, l'assurance des dépôts. Ce

triptyque est censé s'appliquer aux banques « *too big to fail* », celles qui sont trop grandes et trop connectées pour qu'on les laisse faire faillite.

La réalisation de l'union bancaire : un processus laborieux

L'union bancaire se met en place par étapes. Le mécanisme de supervision unique par la BCE est à présent en action, avec une évaluation de la qualité des actifs puis des tests de stress pour les 130 banques dites systémiques au cours de l'année 2014, couvrant la zone euro et la plupart des autres pays de l'Union européenne. En revanche, le mécanisme de résolution unique n'a pas encore trouvé sa forme définitive du fait des différences de points de vue entre les gouvernements et des tensions entre le Conseil et le Parlement européen. Enfin, l'assurance des dépôts a été laissée à l'écart.

La compétence étendue de la BCE permet la supervision globale des risques des banques transfrontières à la place d'une illusoire coopération des superviseurs nationaux, d'autant qu'elle a le pouvoir d'imposer ses critères aux superviseurs nationaux des banques qu'elle ne contrôle pas directement. Après les tests de stress, les banques manquant de fonds propres seront révélées. Les banques concernées seront obligées de se recapitaliser. Celles qui ne pourront pas le faire, ni par leurs propres moyens, ni en s'adressant au marché, seront placées sous la responsabilité de l'autorité de résolution. Mais c'est la BCE, à la suite de son diagnostic, qui décidera si une banque doit être soumise au processus de résolution avec approbation du Conseil de résolution, lequel peut toutefois passer outre une réticence de la BCE.

Le mécanisme de résolution unique (MRU) est crucial parce qu'il est le dispositif institutionnel pour éviter la propagation en chaîne des faillites bancaires. Mais on retrouve à cet égard les ambiguïtés des transferts de pouvoir par les changements institutionnels dans le cadre d'une gouvernance interétatique. Car les États veulent garder la haute main sur le processus via les compromis que l'on peut subodorer dans le Conseil de résolution. Un Fonds de résolution unique sera créé à partir de 2015 et abondé par les contributions des banques. Il lui faudra huit ans pour atteindre son montant d'équilibre de 55 milliards d'euros ! Que se passera-t-il auparavant et notamment à l'issue de l'épreuve de vérité conduite par la BCE ? De plus, sa dimension paraît bien petite pour une crise systémique, d'autant qu'il n'est pas prévu jusqu'ici d'assurance publique conjointe du Fonds en cas d'épuisement de ses ressources (*backstop*), même si les règles de résolution doivent faire appel au préalable aux créanciers privés des banques (*bail-in*), aux transferts d'actifs dans des structures de défaisance restant nationales ou à la liquidation de la banque.

Il est clair qu'une union bancaire efficace devrait comporter une agence de résolution qui soit fédérale et indépendante, comme l'est la BCE pour la supervision. La résistance à cette disposition montre toute l'ambiguïté du mode de décision européen qui construit de manière tâtonnante des institutions fédérales par un dispositif politique dont les décisions ultimes demeurent intergouvernementales.

À court terme en tout cas, c'est-à-dire à l'issue du diagnostic de la BCE de l'automne 2014, la résolution demeurera nationale. C'est pourquoi une période critique va s'ouvrir qui pourrait voir resurgir les inquiétudes des marchés sur les dettes souveraines si des États aux finances fragiles sont sollicités pour recapitaliser des banques systémiques dont l'audit a fait apparaître la vulnérabilité. Il faudra que le Mécanisme européen de stabilité (MES) soit mobilisé pour renflouer des banques. Le MES a le pouvoir de recapitaliser directement des banques à hauteur de 60 milliards d'euros sous réserve de l'unanimité des pays membres.

Le *think tank* Terra Nova propose une solution temporaire alternative de solidarité provisoire avant que le dispositif permanent du Fonds de résolution ne devienne pleinement

opérationnel[2]. Les banques systémiques qui peuvent poser les problèmes les plus épineux sont toujours transnationales, c'est-à-dire qu'elles ont des branches et des filiales dans plusieurs pays. Il est donc logique que tous les pays qui abritent les activités de ces banques contribuent à leur résolution en cas de besoin et pas seulement le pays où se trouve le siège de la maison mère. Les pays membres pourraient donc s'entendre sur une règle de partage des pertes a priori, de sorte que les pertes résiduelles à couvrir par une banque en résolution, après absorption par le *bail-in*, ne pèse pas intégralement sur le pays fragile qui abrite le siège de la banque.

Union bancaire et rôle des banques dans le financement de l'économie

La crise financière remet en cause des modèles polaires du financement des économies : d'une part le modèle Wall Street du tout marché, intermédié par les banques d'affaire internationales qui se financent sur un marché de gros de la liquidité avec un levier énorme, d'autre part le modèle européen des banques universelles dont la part dans le financement de l'économie est ultra-dominante. Le rapport Liikanen pour la Commission européenne a montré que la taille de ces monstres bancaires était très excessive par rapport à celle des économies qui les abritent : l'actif total de la Deutsche Bank fait 80 % du PIB allemand, celui de HSBC 120 % du PIB britannique, celui de BNP Paribas 100 % du PIB français, etc.

D'après la BRI, la banque à tout faire est en train de passer de mode dans le modèle anglo-saxon[3]. Trois modèles bancaires spécialisés se distinguent. Le premier, qui redevient le modèle en vogue, car il est le plus rentable et le plus robuste, est le modèle de la banque de détail qui fait du crédit simple (*plain vanilla*), qui a un revenu stable et une source de financement régulière par les dépôts. Le second est le modèle de la banque de financement qui finance les opérations de croissance externe des entreprises, de restructurations et de projets complexes et qui emprunte sur le marché de gros de la liquidité. Le troisième est le modèle de la banque d'arbitrage qui est active dans les transactions sur titres et qui se finance sur le marché interbancaire et par émission de dette de marché. Ce modèle est en recul, à cause de ses coûts opérationnels gonflés par les rémunérations extravagantes de ses analystes et de ses gérants, et des nouvelles règles prudentielles étendues au hors bilan.

En Europe, la spécialisation pourrait venir des règles de résolution bancaire qui obligent les banques à préparer des plans de démantèlement contingent. Cela devrait inciter à distinguer les types d'activité et à les isoler dans des filiales séparées. Cette évolution sera d'autant plus probable que le Parlement européen est décidé à réformer la structure des banques dans la ligne du rapport Liikanen. Il faut donc faire évoluer la structure bancaire vers une distinction nette entre les types de modèles bancaires. Il faut enfin réduire le poids excessif des banques en Europe. Cela implique un autre modèle de financement de l'investissement à long terme que l'on étudiera dans la troisième section de ce chapitre.

La séparation dans des filiales autonomes imposée aux banques est d'autant plus nécessaire pour rendre efficace une règle de partage des pertes que les banques transfrontières cherchent à faire l'inverse. Elles traitent leurs filiales comme des branches intrinsèquement liées à la maison mère en cas de résolution. Plus la structure d'une banque en résolution sera opaque et intégrée, plus la résolution sera conflictuelle pour en partager le coût entre les pays. Avec la séparation, à la fois la supervision et la résolution deviendront plus transparentes.

Tous ces dispositifs sont importants pour améliorer la robustesse des banques. Mais ils ne modifient pas radicalement la mentalité des banquiers. Depuis le début de la vague de déréglementation et de l'essor des marchés financiers dans les années 1980, le modèle bancaire est fondé sur la prépondérance du levier d'endettement au passif des banques sous

le prétexte que les fonds propres sont coûteux et que par conséquent ils gênent le crédit à l'actif. La vulnérabilité vient principalement de comportements microéconomiques des banquiers, induits par la garantie dont les banques bénéficient parce qu'elles créent la monnaie. Il s'établit une relation entre les choix de l'actif et la composition du passif. Comment une telle relation peut-elle exister ?

Un ouvrage majeur a récemment fourni l'argumentation théorique pour comprendre cette anomalie et justifier la proposition consistant à forcer les banques à détenir beaucoup plus de fonds propres (20 à 30 % du bilan) que ne le préconise la régulation de Bâle III[4]. Sous des conditions d'efficience des marchés, donc de concurrence parfaite, la valeur totale de l'actif bancaire évalué aux prix de marché est égale à la valeur totale du passif, c'est-à-dire de la somme de valeur des dettes et de celle des fonds propres. Cela veut dire que le rendement social des investissements des banques est égal au coût social total des engagements qui les financent, sans que la proportion entre fonds propres et dettes entre en ligne de compte[5]. Puisqu'il n'en est jamais ainsi, il y des distorsions créant de l'inefficience dans la finance. Le résultat de ces distorsions est que les banquiers ne payent pas le coût social du financement de leurs opérations. C'est ce qui fait que les banques sont spéciales et qu'en conséquence elles doivent être soumises à une régulation spéciale. A contrario, croire à l'efficience de la finance, ce n'est pas seulement croire que les marchés sont parfaitement concurrentiels, c'est aussi croire à une finance sans monnaie !

Puisque l'économie de marché est monétaire, la demande de monnaie par les agents économiques est une réalité incontournable. Puisque les banques sont les principaux émetteurs de monnaie, elles ont nécessairement une dette à leur passif parce que les dépôts bancaires font la principale composante de la monnaie. Mais la monnaie est un bien public. Son efficacité se trouve dans le fait que toutes ses composantes doivent être fongibles, donc parfaitement équivalentes. Il s'ensuit que les dépôts doivent être protégés sous peine de crise systémique ; ce qui socialise le coût de leur protection par la garantie publique et par le prêt en dernier ressort. En conséquence, les banques ne payent pas le coût social du financement de leurs crédits. Dans ces conditions, leur dette est moins coûteuse pour elles que leurs fonds propres. Avec le développement des innovations financières, avant tous les dérivés de crédit et la titrisation des crédits, qui permettent aux banques de se défausser des risques de leurs crédits sur d'autres acteurs, l'aléa moral n'a plus connu de bornes. En poussant le levier de dette à des niveaux absurdes, le lobby des banques internationales a délibérément provoqué une exposition incontrôlée au risque et a plongé l'économie mondiale dans la crise systémique.

La réglementation doit donc pouvoir contrecarrer le fait que les banques ne subissent pas la totalité du risque de leurs décisions. La recommandation d'Admati et Hellwig est de choisir un ratio de capital à l'actif total du bilan non pondéré. En effet, il faudrait abolir les ratios pondérés qui permettent aux banques de manipuler à leur guise le dénominateur. Ce ratio devrait réaliser le compromis suivant : être suffisamment élevé pour que la probabilité de faillite bancaire devienne négligeable, mais suffisamment bas pour ne pas gêner la demande de monnaie bancaire des agents économiques. Car, si la proportion de fonds propres au bilan est trop élevée, les banques ne pourraient pas répondre souplement à la demande de monnaie. D'après les auteurs, ce ratio de fonds propres au total du bilan serait de l'ordre de 20 à 30 %.

LE NÉCESSAIRE AGGIORNAMENTO DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Avant la crise financière, la politique monétaire en zone euro obéissait à une conception dite « monétariste ». Celle-ci faisait partie d'une mouvance idéologique qui avait pris une influence dominante dès la fin des années 1970 dans la lutte contre l'inflation généralisée qui sévissait à cette époque. En même temps, la déréglementation et la globalisation financières modifiaient du tout au tout la manière dont la finance avait été gérée dans les trente années précédentes.

L'idée majeure du monétarisme est la neutralité de la monnaie ; ce qui est équivalent à faire l'hypothèse d'une finance sans monnaie, donc efficiente au sens où le rendement social de l'investissement réel est indépendant de la composition des formes de l'épargne qui le finance. Fondamentalement, si la monnaie est bien gérée, donc neutre selon cette conception, elle n'a pas d'effet sur l'économie réelle, ni sur le niveau global de l'activité économique, ni sur la répartition de la production entre les catégories de biens et des revenus entre les agents économiques. Tout ce que la banque centrale doit faire, c'est de veiller à la stabilité des prix, c'est-à-dire plus précisément d'ancrer les anticipations à moyen terme des agents économiques sur une norme d'inflation modeste et pré-annoncée de l'ordre de 2 % par an. Pour y parvenir, elle doit faire évoluer régulièrement la masse monétaire en manipulant son taux d'intérêt directeur. Parce que la finance est supposée « efficiente », ce taux d'intérêt suffit à guider toute la structure du crédit et des prix des actifs de telle manière que la croissance de la masse monétaire soit compatible avec la norme d'inflation visée. D'où le slogan en vigueur jusqu'à la crise : « un objectif (la norme d'inflation), un instrument (le taux d'intérêt directeur) ». Cette époque portait un beau nom : la « Grande Modération »… pendant que les déséquilibres financiers s'accumulaient à toute allure !

En Europe, cette doctrine arrangeait parfaitement l'esprit de Maastricht, parce qu'elle était compatible avec l'incomplétude de l'euro. La BCE, étant la seule institution fédérale dans un espace monétaire qui ne l'était pas, devait avoir une indépendance à nulle autre pareille. Non seulement la BCE a comme ses consœurs une indépendance de moyens, mais elle a une indépendance d'objectifs. Elle décrète elle-même la cible d'inflation qu'elle est tenue de respecter ! La neutralité de la monnaie est alors un credo crucial, car, en dehors de cette hypothèse, la politique monétaire a des effets de redistribution puissants. Et c'est bien ce qui se passe, comme on l'a montré au début du chapitre 3 (graphique 1). Il s'ensuit que ses statuts, complètement déterritorialisés, autorisent la BCE à faire implicitement des choix sociaux hors de tout contrôle démocratique.

Elle est censée n'avoir le moindre rapport avec aucun État et donc surtout ne pouvoir acheter des titres de dettes publiques sur les marchés secondaires des obligations d'État ; ce qui la conduirait à des choix explicites, au lieu d'être implicites. Or, s'abstenir de faire quelque chose est un choix au même titre que le faire, sauf, bien sûr, si l'on suppose que faire ou ne pas faire a le même effet ! Et on a fait un tour complet vers l'hypothèse de la neutralité de la monnaie. Cela permet à la BCE de n'avoir de compte à rendre à aucune institution souveraine, ni gouvernements, ni parlements. Les séances de courtoisie, où le président de la BCE se présente devant le Parlement européen, n'ont rien à voir avec le contrôle a posteriori de la banque centrale par l'institution souveraine qui est garante de ses statuts. La BCE fixe son propre objectif d'inflation et s'autocontrôle. En somme, « elle est à la fenêtre et se regarde passer dans la rue »… Tout cela jusqu'à la crise financière !

On a montré (chapitre 1) que la crise financière n'est pas un coup de tonnerre dans un ciel serein. Elle est le point de bifurcation où les déséquilibres accumulés dans le cycle financier de grande amplitude et de longue durée se transforment en une phase de contraction appelée déflation de bilan. Cela veut dire que la finance n'est pas ce que prétend la théorie de

l'efficience qui justifie le monétarisme. En conséquence, la politique monétaire préconisée par le slogan « un objectif, un instrument » est intenable. Le chapitre 2 a montré comment les banques centrales ont réagi avec pragmatisme dans la crise. Ce fut aussi le cas de la BCE. Mais celle-ci est handicapée par l'incomplétude de l'euro qui continue à l'empêcher d'agir sur la finance en achetant les dettes publiques.

Quoi qu'il en soit, la question qui nous préoccupe maintenant est : quid de l'après-crise ? Puisque l'union bancaire est en marche et que la BCE y occupe une position centrale en tant que superviseur, les informations et les signaux d'alerte recueillis dans cette position vont-ils ou non interférer avec la politique monétaire ? Plus fondamentalement, la finance ayant montré son inaptitude à s'autoréguler et l'hypothèse monétariste selon laquelle il ne peut y avoir de crise majeure si l'inflation est contenue s'étant révélée si dramatiquement fausse, il paraît impensable que la politique monétaire puisse revenir aux errements passés. Puisque le risque systémique est sous l'empire de l'incertitude radicale, la monnaie et la finance ne peuvent pas être séparées.

Le pragmatisme de crise doit se transformer en une doctrine qui incorpore la stabilité financière comme un objectif à part entière de la politique monétaire. Mais comment exprimer cet objectif ? Quels instruments pour l'atteindre ? Quel lien avec l'objectif d'inflation ? En outre, les titres de dette publique sont les pivots de toute la structure des actifs financiers. Peut-on mener une politique de stabilité financière tout en continuant à ignorer les dettes publiques ? Telles sont les questions à résoudre pour rénover la doctrine de la politique monétaire.

Une nouvelle dimension pour la politique monétaire : la finalité macroprudentielle

Les crises financières récurrentes viennent de dérives cumulatives de l'expansion du crédit et de la hausse des prix d'actifs qui se déconnectent des conditions réelles de productivité déterminant la rentabilité du capital. Ces dérives obéissent à une logique de *momentum*, où le mouvement de hausse s'auto-entretient par l'interdépendance dynamique des acteurs financiers. Pour interagir avec de tels processus de manière à les contenir, les banques centrales doivent en comprendre les raisons profondes. Celles-ci sont en opposition avec ce qu'enseigne la théorie orthodoxe de la finance pour laquelle les interactions stratégiques entre les acteurs de la finance n'ont pas lieu d'être. En effet, chaque acteur est supposé avoir l'information complète sur les déterminants de la valorisation des actifs et avoir une attitude psychologique face au risque qui est indépendante des conditions du marché.

Il faut donc changer de paradigme et admettre l'hypothèse de l'incertitude. Dans un univers incertain, le temps du futur n'est pas homogène à celui du passé. Il n'est donc pas possible de circonscrire l'ensemble des événements contingents et de leur assigner des lois de probabilités objectives, donc communes à tous. Corrélativement, devant un futur inconnu, l'attitude face au risque ne peut plus être considérée comme une caractéristique psychologique exogène. De là, vient la possibilité du *momentum*. Celui-ci se nourrit d'un levier d'endettement de plus en plus élevé.

Dans une démarche positive, il faut élaborer une autre hypothèse qui admette l'endogénéité de l'attitude face au risque, incorporée dans le prix du risque. Keynes a insisté sur ce point, c'est la marque de l'incertitude dans les comportements individuels. Le prix du risque varie avec l'ampleur de la volatilité des prix d'actifs, provoquant une dynamique fortement non linéaire. Dans la phase euphorique de hausse des marchés d'actifs, la volatilité est faible et l'appétence au risque s'accroît, renforçant l'engouement pour la hausse. Au contraire, la bifurcation du retournement accroît l'incertitude parce que la date du retournement est radicalement incertaine. L'attitude face au risque devient plus hésitante, méfiante et

prudente, en même temps que la volatilité augmente. Ce surcroît d'incertitude étouffe le *momentum*. N'importe quel incident de marché ou d'indice que la politique monétaire pourrait se modifier suffit à provoquer la panique, déclenchant les ordres de vente en cascade.

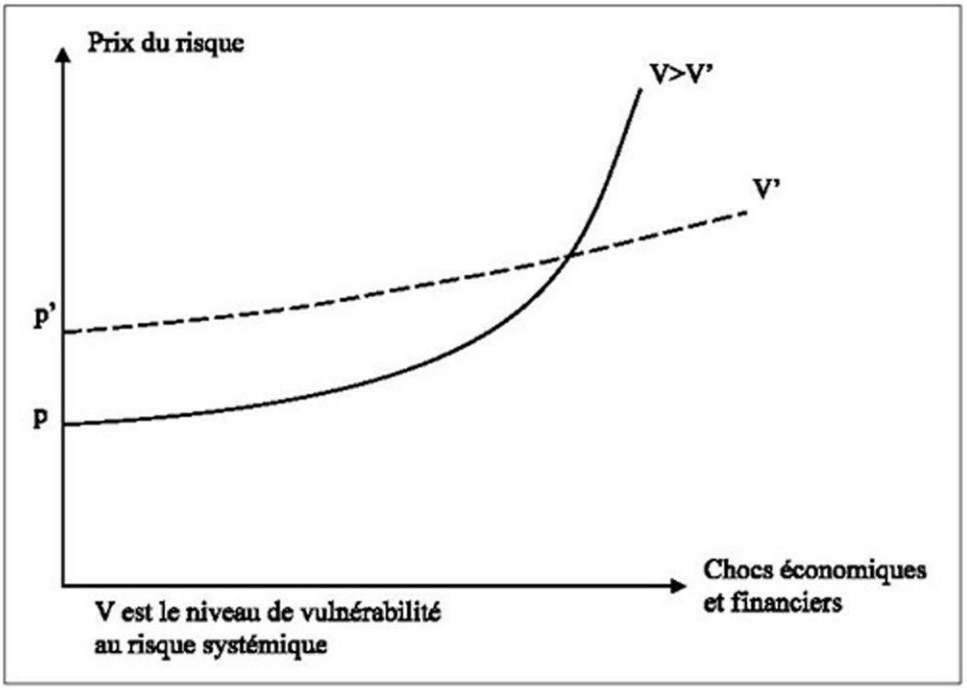
Le dilemme de la finance est alors le suivant : plus le prix du risque incorporé dans les rendements des actifs est bas, plus la finance est vulnérable au risque systémique. Ce dilemme exprime une interaction des niveaux micro et macroéconomique opposée à la théorie « orthodoxe ». La coordination par le futur produit des attitudes collectives face au risque qui vont de l'euphorie au stress et à la panique : le risque est surévalué et devient systémique dans les crises, parce qu'il a été sous-évalué dans les euphories collectives antérieures.

Encadré 1. Sensibilité du prix du risque aux chocs modulée par le niveau de vulnérabilité

Il est éclairant de recourir à une représentation stylisée des relations entre prix du risque et vulnérabilités financières (Adrian *et alii*, 2013)[6]. Appelons *p* le prix du risque, *s* les chocs financiers et *V* le niveau de vulnérabilité du système financier. Les chocs se produisent et s'intensifient dans le retournement du cycle financier. Selon la théorie de l'instabilité financière, *p* est une fonction de *s* et de *V*. C'est une fonction croissante et convexe de *s* et d'autant plus convexe que les vulnérabilités sont élevées lorsque les chocs sont forts ; ce qui est le cas lorsque le *momentum* du levier a nourri une bulle spéculative de grande ampleur.

Au contraire, lorsque les chocs sont bénins en début de la phase d'expansion financière, le prix du risque perçu par les participants au marché *p* est d'autant plus bas que les vulnérabilités latentes mais cachées sont élevées. La sensibilité du prix du risque aux chocs financiers est donc exprimée par la courbure de la fonction V. Une organisation financière plus prudente (V') induira les intermédiaires financiers à une précaution plus prudente lorsque les chocs sont faibles, mais celle-ci permettra de mieux maîtriser le prix du risque lorsque les chocs sont élevés (la courbure de la fonction V' est moins accusée que celle de la fonction V). D'où le dilemme de la politique monétaire représenté sur la figure ci-dessous : une politique qui favorise une diminution forte du prix du risque, parce que l'inflation est basse, provoque les vulnérabilités qui vont faire bondir le prix du risque ultérieurement.

Pour éviter que les banques centrales ne soient contraintes à des sauvetages a posteriori, dont ni l'ampleur ni la durée ne peuvent être maîtrisées, la politique macroprudentielle est un nouvel outil dédié à la stabilité du système financier dans son ensemble. Il est en quelque sorte intermédiaire entre la régulation prudentielle traditionnelle et la politique monétaire. Pour réaliser cet objectif, la politique macroprudentielle doit maintenir le prix du risque à un niveau suffisamment élevé dans la phase d'expansion financière pour éviter qu'il ne s'élève de manière destructrice dans la phase de retournement. Il s'agit donc d'influencer l'arbitrage prix du risque/probabilité de crise systémique qui est inhérent à l'instabilité intrinsèque de la finance. Pour modifier les conditions de cet arbitrage, il faut agir sur les vulnérabilités sous-jacentes, structurelles et dynamiques.



Les vulnérabilités structurelles proviennent des interconnexions et des complexités de l'intermédiation de marché. Ce sont les formes de risque exposées aux défauts de coordination qui sont des nids de risque systémique. Elles résultent des chaînes opaques de risques de contreparties dans les transferts de risque de gré à gré qui soutiennent l'explosion de la croissance des actifs. Elles découlent aussi du risque de liquidité dû au financement des intermédiaires dans un marché de gros de la liquidité qui peut se paralyser sous contrainte de stress comme en septembre/octobre 2008.

Les vulnérabilités dynamiques sont endogènes au cycle financier. Ce sont les leviers croissants des intermédiaires liés au *momentum* des prix d'actifs et les *mismatchs* grandissants d'échéances par recours au marché de dettes de plus en plus courtes pour financer des actifs longs et illiquides.

La conduite de la politique monétaire doit prendre en compte la totalité de la configuration des risques qui participe de la régulation macroprudentielle, puisque cette configuration varie dans le cycle financier avec les vulnérabilités dynamiques. Les deux types de politique, macroprudentielle et monétaire, sont donc liées. Mais leur coordination ne va pas de soi. Car le temps de réaction de la politique macroprudentielle est plus long et les canaux de transmission moins bien connus que ceux de la politique monétaire. En outre, le diagnostic en continu de la variation de la probabilité d'une crise systémique lorsque le cycle financier se développe n'est pas simple. Il faut pouvoir surveiller la variation du prix du risque qui découle des interactions stratégiques des prêteurs et des emprunteurs pour amortir les vulnérabilités cycliques. La méthode opérationnelle est celle des tests de stress macroéconomiques qu'il faut faire périodiquement. Ces tests sont faits par la banque centrale en relation avec les banques jugées avoir une importance systémique en fonction d'une liste de critères établis par la banque centrale. Celle-ci définit les paramètres macroéconomiques d'un scénario extrême dans lequel les banques peuvent faire des pertes sur leurs crédits et sur leurs actifs de marché. En outre, le caractère systémique vient de ce que les banques ont des relations de crédits croisés plus ou moins complexes. La banque centrale communique aux banques les termes du scénario macroéconomique et leur demande de calculer l'impact de ce scénario sur leur bilan et de vérifier si elles ont les fonds propres nécessaires pour couvrir ces

pertes virtuelles. Les résultats des banques sont communiqués à la banque centrale et recoupés par les experts de la supervision bancaire. Ainsi la banque centrale dispose-t-elle d'un panorama des fragilités structurelles dans le système bancaire. Comme la réalisation de ces tests est lourde, la banque centrale utilise des indicateurs de marché pour suivre les vulnérabilités dynamiques au jour le jour.

Quant aux outils macroprudentiels qui ont des effets macroéconomiques et peuvent donc être incorporés dans la politique monétaire, ils sont multiples. Citons les exigences de capital contracycliques (*capital buffers*), les réserves obligatoires (*required reserve ratios*), les limites des prêts rapportés à la valeur des biens immobiliers (*loan-to-value ratios*) et les limites des dettes rapportées au revenu des ménages (*debt-to-income ratios*). Les ratios de capital modulés sur le cycle financier doivent s'élever dans la phase montante pas trop tôt ni trop tard, d'où la nécessité que la manipulation de ces instruments soit branchée sur l'information fournie par les tests de stress. Ils doivent baisser après le retournement du cycle pour préserver le flux de crédit des banques à l'économie lorsque des pertes se matérialisent dans le système bancaire. Toutefois, l'effet pourrait être asymétrique : impact modeste pour freiner le *momentum* du crédit car l'attrait du levier dans la phase haussière du cycle financer est fort, mais amortissement du rationnement de crédit dans la phase baissière grâce à la mobilisation des provisions constituées auparavant. Ce faisant, l'instrument macroprudentiel pourrait soulager les banques centrales qui auraient moins besoin de conduire des politiques monétaires ultra-accommodantes dans la crise.

Stabilité financière et dette publique : une politique monétaire multi objectifs

Le dogme selon lequel la politique monétaire doit être indépendante de la politique budgétaire n'a pas de sens dans le cycle financier. Le cycle est engendré par l'endettement privé, comme il a été montré dans le chapitre 1. Après le retournement des prix d'actifs, les périodes de désendettement du secteur privé s'accompagnent initialement d'une hausse de l'endettement du secteur public. La question fondamentale de la politique budgétaire est celle de rythme de désendettement public contingent au rythme de désendettement privé. Nous étudierons cela en détail au chapitre 6.

Remarquons ici que, dans la phase descendante du cycle financier, la politique budgétaire doit être modulée sur le rythme de désendettement du secteur privé pour permettre à la banque centrale de lutter efficacement contre une baisse dangereuse du taux d'inflation. Car cette lutte devient très difficile lorsque le taux d'intérêt nominal est déjà proche de zéro.

Politique monétaire et politique budgétaire doivent être coordonnées. Un désendettement public moins appuyé aujourd'hui permet un désendettement privé plus soutenu ; ce qui donnera à l'avenir des marges de manœuvres à la politique budgétaire pour assurer la soutenabilité à long terme de la dette publique. En réduisant l'amplitude du cycle financier si elle est efficace, la politique macroprudentielle aide aussi parce qu'elle diminue l'ampleur des déficits publics nécessaires dans la phase de retournement.

Il s'ensuit que la politique monétaire se trouve au confluent de trois objectifs : la stabilité du niveau général des prix (donc de la valeur de la monnaie), la stabilité financière, la soutenabilité de la dette publique. La théorie de la politique économique enseigne qu'il est possible de surmonter les conflits d'objectifs si l'autorité en charge de la régulation macroéconomique dispose d'au moins autant d'instruments que d'objectifs. De plus, ces instruments doivent être affectés aux objectifs pour lesquels ils sont relativement les plus efficaces, conformément au tableau 1.

Tableau 1. Politique monétaire : affectation des instruments aux objectifs

Objectifs	Déséquilibres à contrôler	Instruments
Stabilité des prix	Dérapage inflationniste/ courbe de Phillips	Taux d'intérêt court
Stabilité financière	Momentum: durée et amplitude du cycle financier	Instruments macroprudentiels
Soutenabilité de la dette publique	Trajectoire non convergente du ratio dette/PIB	Bilan de la banque centrale influençant le taux long

La redéfinition de la politique monétaire conduit à celle des missions de la BCE. Les trois objectifs interdépendants ne peuvent être poursuivis dans l'intérêt du bien commun sans dialogue entre les autorités responsables de la politique économique. Il s'ensuit que l'indépendance de la banque centrale ne saurait se conformer à une conception dogmatique. L'incohérence entre le besoin d'une politique monétaire élargie et l'incomplétude de l'euro apparaît en pleine lumière.

FINANCER LE LONG TERME

On a déjà remarqué dans les chapitres 3 et 4 que l'Europe a pris un énorme retard dans l'investissement, qu'il soit privé ou public, en capital physique ou en ressources humaines. Cela entraîne un fléchissement du rythme du progrès technique et de la qualité des facteurs de production. On ne peut investir sans perspectives de croissance, donc sans un horizon suffisamment long pour concevoir des projets d'investissement et pour les financer. C'est le point de départ pour s'arracher au piège de la stagnation séculaire.

Ces perspectives passent d'abord par les politiques macroéconomiques ; d'où l'importance de l'articulation entre politique monétaire et budgétaire dont on vient de parler. Mais elles supposent aussi un système financier en état de prendre des risques à long terme. À long terme, l'investissement public et l'investissement privé sont complémentaires. L'investissement public nourrit la productivité de l'investissement privé. Il est donc indispensable que l'Europe oriente les dépenses publiques vers l'investissement en infrastructure et capital humain pour redresser la croissance potentielle dont dépend la réduction du chômage structurel.

On a vu dans le chapitre 4 qu'une nouvelle conception de la politique industrielle était nécessaire. Elle implique de financer à la fois l'investissement privé et public, les PME et les réseaux structurants des systèmes d'innovation. Il n'existe aucune rareté d'épargne pour financer ces investissements. Mais il manque un système financier efficace pour allonger les horizons et partager les risques.

Il faut tirer les leçons de la faillite du modèle dominé par le lobby des banques d'affaires internationales, prônant l'expansion illimitée de l'endettement à partir d'un marché de gros de la liquidité laissé sans régulation. Enfin, il faut aussi se départir de l'illusion que le modèle européen des banques à tout faire puisse reprendre du service pour résoudre le dilemme entre les exigences de stabilité financière et l'effort massif d'investissement nécessaire. Enfin, il faut envisager autrement la valorisation des actifs et le partage des risques ; ce qui exige d'autres acteurs et une autre conception de l'intermédiation financière.

Trois orientations paraissent prometteuses : lever les obstacles devant des acteurs financiers qui sont potentiellement des investisseurs de long terme, mais qui sont incités à ne pas l'être ; créer des canaux et des instruments de financement non bancaire adaptés au cycle de

vie des entreprises ; organiser la collaboration entre acteurs financiers publics et privés pour une nouvelle intermédiation financière à l'échelle de l'Europe.

Adapter réglementation prudentielle et normes comptables aux investisseurs de long terme

Les investisseurs de long terme sont de deux types. D'un côté, les fonds de pension à prestations définies et les compagnies d'assurance vie sont des acteurs financiers qui ont des engagements de passif impliquant de procurer des revenus garantis aux épargnants selon des échéanciers prédéfinis. Leur objectif prépondérant est l'immunisation de leur passif qui est lui-même à long terme. D'un autre côté, les banques publiques de développement et les fonds souverains, dont les passifs sont des dotations de l'État, ont des objectifs d'investissement des ressources publiques qui ne sont pas soumis aux règles budgétaires et qui n'ont pas non plus de cadre contractuel. Mais ils sont au service de la nation, via un contrôle parlementaire ou gouvernemental selon la nature du régime politique.

L'horizon d'investissement de la plupart de ces acteurs est en principe suffisamment long pour intérioriser le cycle financier. Ils peuvent donc échapper à la logique du *momentum*. Toutefois, dans des environnements financiers troublés par les excès de la finance de marché, ces investisseurs ne se sont pas comportés en conformité avec le paradigme de la finance de long terme. Il y a donc un potentiel d'épargne inexploité qui risque d'être encore aggravé par les réglementations à venir. Il faut donc mieux adapter les nouvelles réglementations à la nature du passif des investisseurs.

C'est le cas des compagnies d'assurance vie exposées au cadre prudentiel de Solvabilité II qui durcit les normes de solvabilité et à la comptabilité des actifs en valeur de marché, laquelle va introduire dans leurs bilans la volatilité à court terme des actifs. Ces deux contraintes vont conduire les compagnies d'assurance à réduire leur exposition au risque pour diminuer la charge en capital.

Les fonds de pension ne sont pas soumis à des normes prudentielles, mais à deux formes principales de réglementation[7] : des standards de prudence et des limites quantitatives d'investissements selon les classes d'actifs. La règle de prudence est plus flexible, car elle vise à minimiser le risque global de portefeuille. De leur côté, les normes comptables en valeur de marché exigent de reconnaître en temps réel tous les excédents et les déficits au bilan. Elles visent donc à faire remonter la volatilité des marchés financiers au niveau de la comptabilisation des engagements de retraite, ce qui incite à baisser la prise de risque.

Les fonds souverains perpétuels n'ont pas d'engagements contractuels. Ils ont donc potentiellement la possibilité d'investir dans les classes d'actifs de leur choix. Toutefois, la liberté d'investissement est strictement encadrée par la banque centrale ou le ministère de l'économie. En conséquence, ils ont eu une gestion plutôt conservatrice.

Les normes prudentielles et comptables ignorent les caractéristiques spécifiques de l'investissement à long terme, rendant ainsi les sources de financement de long terme plus rares. Dès lors, cette régulation devrait être modifiée pour adapter la diversité des acteurs financiers aux modèles économiques différents et pour éviter des effets déstabilisants de comportements mimétiques court-termistes. Cela peut se faire en traitant l'actif de ces investisseurs en fonction de la qualité et de la stabilité de leur passif. Quant à la valorisation des actifs, une vue de long terme implique d'admettre des mécanismes de lissage. Pour ces catégories d'investisseurs, il faut décourager tout ce qui favorise la gestion procyclique des actifs : la gestion en *benchmarks*, les *reportings* trimestriels, le recours aux agences de notation, les rémunérations des gestionnaires indexés sur les rendements à court terme ; bref, tout ce qui fait le délice d'une gestion d'actifs cherchant à capter la plus-value financière dans la volatilité du marché. Aucune robustesse n'est possible dans le financement non

bancaire si les investisseurs gros apporteurs d'épargne ne prennent pas eux-mêmes en charge la maîtrise de leurs risques de crédit. Les normes comptables devraient elles aussi être revues : il faudrait abolir la comptabilité *mark-to-market* pour les titres qui maintiennent leur valeur à long terme, pourvu qu'ils ne soient pas soumis à la pression de vente à court terme.

Créer de nouveaux canaux et de nouveaux instruments de financement adaptés au cycle de vie des entreprises

Un enjeu de première importance est d'augmenter le nombre d'entreprises innovatrices et la probabilité qu'elles croissent jusqu'à l'introduction en bourse. Il faut donc adapter le financement au cycle de vie des entreprises en disposant de la meilleure organisation financière à chaque étape. Ce financement doit privilégier les fonds propres. On a vu, en effet, dans le chapitre 4, que l'exposition prématurée ou excessive à la dette est la cause principale de la détresse des PME.

Le financement à la naissance des entreprises et dans la première étape de vie est la finance d'amorçage : elle comprend l'apport du fondateur et de sa famille, la microfinance, les *business angels*. Le nombre de *business angels* en France est beaucoup trop faible. Le capital familial ne s'implique pas suffisamment dans bien des cas pour protéger l'entreprise dans une phase fragile.

La deuxième phase, celle du développement des *start-up*, dépend beaucoup d'un monitoring de gestion par l'expérience d'individus qui ont auparavant mené de telles affaires avec succès. Elle demande aussi un investissement en fonds propres bien plus important que l'amorçage. C'est le domaine du *venture capital*. Ces fonds spécialisés peuvent provenir de *pools* d'investisseurs individuels ou de fonds dédiés que les investisseurs de long terme ont créés comme éléments de leur allocation en actifs alternatifs. Dans cette phase, les risques sont les plus élevés. C'est pourquoi les fonds de *venture capital* doivent avoir une taille suffisante pour suivre au moins une dizaine de projets de manière à surcompenser les entreprises qui font faillite par les très hautes rentabilités des entreprises qui embrayent leur développement sur la commercialisation et entrent dans la phase de très forte croissance de la demande pour leurs produits.

La phase de croissance rapide est celle qui exige l'apport en capital hors marché le plus élevé. Cet apport doit permettre la sortie profitable du *venture capital*. Il existe deux formes possibles d'apport en fonds propres à ce stade : les placements privés de sociétés de gestion de fortune et les fonds de *private equity* (PE) créés par les investisseurs de long terme. Ce sont surtout les seconds qui sont essentiels. Contrairement au PE des années 2000 qui était constitué de fonds prédateurs, opérant essentiellement par dettes sur des entreprises matures, les fonds PE considérés ici sont de purs investisseurs en capital. L'essor du *private equity* sous l'égide des grands investisseurs non bancaires sera probablement l'une des voies de stimulation de l'innovation *bottom up* dans les années à venir.

L'introduction en bourse est la phase ultime où ces modes de financement cèdent le pas à l'apport de fonds propres à travers le marché boursier pour des entreprises en vitesse de croisière. C'est là que l'importance des investisseurs de long terme est grande pour éviter que les entreprises ne tombent sous la coupe du *shadow banking*. Il n'empêche que ces établissements de taille intermédiaire ont aussi besoin de dettes. Il faut donc mettre en pratique des techniques appropriées pour limiter le coût du crédit et pour diversifier les emprunts grâce à des marchés de dettes capables d'apporter un large spectre d'instruments financiers. Citons les titres de dettes garantis par des actifs (*asset finance*) et la titrisation des dettes à long terme. Pour inciter les banques à porter le crédit structuré au-delà de la tranche *equity*, la banque centrale pourrait accepter en collatéral du refinancement des ABS (*asset-*

backed securities) « *plain vanilla* », c'est-à-dire homogènes et standard, dont le processus de titrisation serait rigoureusement supervisé par les autorités européennes de régulation des marchés.

Une nouvelle intermédiation à l'échelle de l'Europe pour promouvoir les investissements structurants

Nous avons vu dès le chapitre 1 (graphique 2) que l'investissement public a été la première victime du capitalisme financiarisé depuis le début des années 1980. Les sociétés occidentales sapent la base collective du capital social. Les pays où ce phénomène a été poursuivi le plus intensément sont les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne. Une étude récente du FMI vient rappeler la contribution positive de l'investissement public à la croissance à court terme et à long terme. L'étude souligne aussi que la période actuelle de croissance faible, inflation basse, taux d'intérêt au plancher et persistance d'un niveau d'activité en dessous du potentiel est idéale pour entreprendre un programme d'investissement ambitieux dans les infrastructures[8]. La nouvelle commission européenne présidée par Jean-Claude Juncker envisage un plan de 300 milliards d'euros sur trois ans pour l'ensemble de la Communauté européenne. Le contenu en est vague et les modes de financement se contenteraient d'activer les ressources oisives du budget européen et de la Banque européenne d'investissement.

Vertus d'un programme d'investissement public européen

L'étude du FMI couvre un champ plus large que l'Europe, mais elle apporte opportunément une argumentation à une annonce pour l'Europe qui en manque sérieusement. L'étude remarque que le stock de capital public a décliné en proportion du PIB mondial depuis plus de trois décennies. Dans les économies développées précitées, les infrastructures ont considérablement vieilli et l'insuffisance de maintenance affecte la qualité de leurs services.

L'investissement public accroît l'activité à court terme par un effet demande et à long terme par un effet d'offre. L'impact de l'effet demande dépend de la position dans le cycle et de la politique monétaire. Il est amplifié lorsque l'activité est en dessous du potentiel des économies et lorsque la politique monétaire est accommodante. Autant dire que les conditions actuelles en Europe sont idéales ! L'effet d'offre dépend de la productivité des investissements et de leur mode de financement. Il importe que la sélection des projets soit orientée dans la perspective d'entraîner les investissements privés en visant un maximum de complémentarité. Il faut aussi que le financement soit adapté à la durée de gestation des investissements pour éviter les retards et les dépassements de coût.

Si le mode de financement est conçu de manière à ne pas engager un surcroît de dette publique pour les pays à dette élevée créant une méfiance dans les marchés de capitaux, un programme d'investissements d'infrastructures en Europe dans les conditions actuelles d'épargne oisive surabondante peut avoir un effet de croissance suffisant pour faire baisser les dettes publiques au lieu de les augmenter.

L'efficacité des investissements d'infrastructure, c'est-à-dire leur capacité à élever la productivité de toute l'économie, est cruciale pour qu'un effet de relèvement durable de la croissance européenne soit atteint. Ces infrastructures qui produisent des gains de productivité induits dans le capital des entreprises sont les moyens de transport, les réseaux de distribution intelligents d'électricité, les systèmes d'information et de communication requis pour répandre l'économie numérique au cœur du système productif, la formation de compétences, la R&D publique, la conservation et la reconstitution d'écosystèmes. Ces investissements engendrent des externalités positives, en sorte que le rendement social du projet prenant en compte tous les effets induits est supérieur au rendement privé pour

l'exploitant de l'infrastructure. Ces investissements ont aussi des coûts fixes très élevés, alors que les revenus tirés de leur exploitation future s'étendent sur une longue période. C'est bien pourquoi les modes de financement de ces investissements doivent être adaptés à ces caractéristiques.

Une intermédiation financière mobilisant l'épargne oisive

La Commission européenne a publié en mars 2013 un *Livre Vert sur le financement à long terme de l'économie européenne*. Elle y prône le rôle pivot des investisseurs institutionnels, la promotion de nouveaux instruments de financement à long terme pour accroître l'offre sur les marchés financiers et les dispositions pour faciliter l'accès des PME aux financements externes non bancaires. Pour financer les biens publics d'intérêt européen, il faut aussi coordonner les grandes banques publiques de développement existant en Europe : KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau) en Allemagne, CDC (Caisse des dépôts et consignations) en France, CDP (Cassa depositi et prestiti) en Italie, ICO (Instituto de credito oficial) en Espagne. Cette coordination pourrait se faire autour d'un Fonds d'investissement européen (FIE) qui pourrait lui-même procéder d'une restructuration de la BEI (Banque européenne d'Investissement) qui n'a pas joué jusqu'ici le rôle que l'on pouvait en espérer[9].

Conformément à la démarche indiquée au début de ce chapitre, consistant à ne créer des institutions que pour résoudre des problèmes bien identifiés, le FIE serait un fonds de statut fédéral pour financer les biens publics européens, supports de la croissance soutenable. Pour ce faire, on peut concevoir que le FIE soit doté d'un capital procuré par le budget européen dont la fonction « compétitivité et croissance » serait rehaussée. Bénéficiant de la garantie conjointe des pays de l'Union européenne, ce fonds aurait la notation financière la plus haute. Cela lui permettrait d'émettre des obligations de long terme en direction des investisseurs institutionnels et des fonds souverains du monde entier ; ce qui lui donnerait une force de frappe considérable. Il pourrait ainsi à la fois apporter son concours aux banques de développement nationales engagées dans des politiques territoriales de rénovation du système productif et financer directement les projets d'investissement d'intérêt européen.

Ce mode d'intermédiation publique/privée hors marché compléterait la restructuration de la finance européenne qui comprend aussi la réalisation pleine et entière de l'union bancaire, l'élargissement des compétences de la BCE et la diversification des formes de financement du secteur privé. Sur ce socle financier capable de relever le taux d'investissement global en Europe et donc de rehausser la croissance potentielle, il est possible de concevoir une consolidation ordonnée des dettes publiques.

Notes

1. Rapport annuel 2014 de la BRI, chapitre 6, « The financial system at a crossroads », pp. 117-121.

2. A. Béranger, J. Couppey-Soubeyrand et L. Scialom, « Union bancaire : le temps joue contre nous », Terra Nova, note 1/23, mai 2014.

3. Rapport annuel 2014 de la BRI, chapitre 6, « The financial system at a crossroads », p. 112.

4. A. Admati et M. Hellwig, *The Bankers' New Clothes : What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton University Press, 2013.

5. Ce résultat cardinal de la théorie financière « orthodoxe » est connu sous le nom de théorème de Modigliani-Miller. Il s'oppose du tout au tout à la théorie de Keynes qui est fondée sur l'incertitude radicale (voir la section suivante).

6. T. Adrian, D. Covitz et N. Liang, « Financial Stability Monitoring », *Fed NY Staff Reports*, n° 601, février 2013.

7. À quelques exceptions près, ces deux formes réglementaires recoupent celles des pays d'Europe continentale et anglo-saxons (OCDE, 2010).

8. L'étude constitue le chapitre 3 du World Economic Outlook d'octobre 2014, pp. 75-114. Elle est intitulée : « Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment ».

9. N. Valla, T. Brand et S. Doisy, « A new architecture for public investment in Europe », *CEPII Policy Brief*, n° 4, juillet 2014.

CHAPITRE 6

COMMENT RENDRE LES FINANCES PUBLIQUES VIABLES SANS ÉTOUFFER LES ÉCONOMIES ?

La dette publique est la forme la plus ancienne de la finance. Depuis des millénaires, elle est associée au pouvoir de l'État de faire la guerre, premier attribut de la souveraineté. Taxer, emprunter et répudier la dette est un triptyque qui a traversé les âges. Avec le développement du capitalisme, des pouvoirs privés se sont dressés face à l'État pour s'opposer à la répudiation de la dette publique. Au XXème siècle, la parade est venue par la dévalorisation grâce à l'inflation. Il a fallu la déferlante de la globalisation financière à partir des années 1980 pour rendre l'inflation anathème et pour imposer le changement institutionnel majeur qu'a été l'indépendance des banques centrales. Toutefois, la crise a bien révélé que des États qui demeurent pleinement souverains et qui donc, ne sont pas défaillants ont toujours la capacité de mettre leur dette publique hors marché autant qu'il est nécessaire dans les crises financières, grâce à l'acquisition des titres obligataires de l'État par la banque centrale.

On a montré dans le chapitre 2 que l'incomplétude de l'euro signifiait que les États de la zone euro n'étaient plus pleinement souverains, sans qu'une souveraineté n'ait été instituée à l'échelle de l'espace monétaire. Il s'ensuit que les dettes publiques des États membres sont placées dans l'ambiguïté. Elles sont théoriquement ravalées au rang de dettes privées, comme toute dette émise en monnaie étrangère. On a vu qu'il n'en était pas complètement ainsi parce que la BCE avait été contrainte de prendre des mesures « non conventionnelles » pour sauver les meubles. Mais ces actions de la banque centrale ont nourri des critiques acerbes en Allemagne.

C'est pourquoi les niveaux élevés de dettes publiques font l'objet de controverses sans fin, que les médias adorent. Ces controverses ne sont pas toujours raisonnables et les dispositions saugrenues atteignent même les États-Unis. Ainsi, la législation américaine fixe-

t-elle un plafond d'emprunt de l'État fédéral ; ce qui n'a aucune signification rationnelle. Lorsque la limite fatidique approche, les partis politiques se déchirent pour tenter d'arracher les concessions qui leur conviennent en menaçant de ne pas voter le rehaussement du plafond et donc de paralyser le fonctionnement de l'État. On aboutit ainsi à la posture absurde de parlementaires refusant d'honorer le paiement de dépenses qu'ils ont votées précédemment !

Or les États-Unis n'ont pas le monopole de la manie de fixer des limites quantitatives aux finances publiques. Le Traité européen d'union budgétaire décrit dans le chapitre 2 est hérissé de contraintes quantitatives de toutes sortes. Les deux plus anciennes sont célèbres : la dette publique ne doit pas dépasser 60 % du PIB et le déficit annuel 3 % du PIB. Ces limites ont évidemment éclaté du fait des conséquences des dérèglements financiers dont les acteurs de la finance portent la responsabilité. Elles n'en sont pas moins sans cesse réaffirmées comme les conditions *sine qua non* de bonne gestion des dépenses publiques. Certains économistes ont même cru déceler des chiffres magiques. Au-delà de 90 % du PIB, la dette publique provoquerait une panne de croissance. Cette annonce fracassante, qui a fait beaucoup de bruit, a été par la suite fortement remise en cause, y compris dans la méthode pour calculer ce seuil[1]. Ensuite, le FMI a repris la question pour déterminer quels étaient les effets d'une dette élevée[2].

Il n'existe aucun seuil magique. La limite arbitraire que le TSCG prétend imposer, reprenant le niveau de 60 % du traité de Maastricht, comme le niveau de 90 % de Reinhart et Rogoff sont nuls et non avenus. Cela veut dire que le niveau de dette publique n'a pas d'effet négatif sur la croissance potentielle dès lors que la dette est soutenable à long terme. On définira

précisément ce qu'est la soutenabilité d'une dette publique dans la seconde section de ce chapitre. Ce qui compte, c'est le profil d'évolution de la dette à n'importe quel niveau. Cependant, les niveaux élevés de dette tendent à augmenter la volatilité conjoncturelle de l'activité économique parce que les gouvernements hésitent à mener des politiques contracycliques actives en période de récession si la dette est déjà élevée.

Au-delà des controverses statistiques, remarquons que la démarche ne s'intéresse qu'à la dette publique brute sans se préoccuper des actifs de l'État, ni de savoir qui détient la dette. C'est comme si on s'intéressait au passif d'une entreprise sans regarder ce qu'il y a à l'actif. En outre, la comptabilité des finances publiques permet d'afficher des vérités fort différentes. Ainsi, la dette publique brute du Japon en 2012 était de 238 % selon les FMI et 206 % selon le ministère des Finances japonais. Quant à la dette nette, en tenant compte des actifs négociables de l'État, elle était de 133 %. Quel est le chiffre pertinent pour apprécier l'ampleur du problème des finances publiques japonaises ?

La considération exclusive de la dette brute revient à faire comme si l'État ne produisait rien qui ait une valeur, comme s'il n'avait pas d'actifs, donc pas de bilan. On a indiqué au chapitre 2 que cette attitude est absurde. L'État produit les biens publics dont dépend la vie sociale. Sans cette production, il n'y aurait ni société, ni économie marchande. Ces biens publics constituent la solidarité intergénérationnelle. C'est bien pourquoi il doit y avoir une dette publique. L'État ne peut jouer ce rôle que parce que, contrairement à tous les acteurs privés, il est postulé immortel. La dette publique n'a pas à être remboursée selon l'acception que l'on donne pour les dettes privées, car elle dure infiniment. C'est pourquoi, à la notion de solvabilité, il est préférable de substituer celle de viabilité ou de soutenabilité. En termes économiques précis, on dit que la dette publique est soutenable si sa valeur actualisée à l'infini est nulle. C'est la seule condition qui ait un sens économique.

Qu'est-ce que cette condition nous dit de la gestion de la dette publique ? La première leçon est que la consolidation de dettes publiques élevées est un problème de long terme. C'est toute la trajectoire de la dette qui doit être considérée pour qu'elle puisse être déclarée viable ou non. La précipitation à vouloir réduire les dettes lorsque des événements exceptionnels les ont fait bondir de manière spectaculaire a toutes les chances de produire l'effet contraire : la dette publique augmente encore par les politiques économiques restrictives qui sont prises dans le but de la faire baisser. La seconde leçon est que, pour préserver cette vue de long terme dans un contexte de désordres financiers liés au désendettement privé, il faut découpler la dette publique de la fragilité des acteurs privés qui la détiennent ; d'où le rôle de la banque centrale pour mettre la dette hors marché autant que nécessaire.

Pour la zone euro, cela veut dire que consolider les dettes publiques et compléter l'euro vont ensemble. Nous allons nous placer dans cette problématique. Dans un premier temps, il est bon de prendre une perspective historique de manière à tirer du passé des leçons sur ce qui marche et ce qui ne marche pas dans les politiques menées pour consolider les dettes publiques. Dans un second temps, nous préciserons la définition théorique d'une trajectoire soutenable dans les conditions où la déviation de la dette publique de sa trajectoire antérieure vient du sauvetage du système financier dont le naufrage systémique a été provoqué par ses propres errements. Dans un troisième temps, nous rendrons compte d'une simulation effectuée pour identifier des trajectoires soutenables dans le cas de la France qui se trouve être dans la moyenne de la zone euro.

LES LEÇONS DE L'HISTOIRE : COMMENT CONDUIRE DES POLITIQUES DE CONSOLIDATION ?

Ces enseignements sont largement tirés de deux études approfondies[3]que nous avons effectuées collectivement avec deux équipes de chercheurs pour l'Institut CDC pour la recherche en 2011 puis en 2013. Ces études concernent des expériences historiques de consolidation de grande ampleur des dettes publiques. Elles couvrent une large gamme de pays développés et des époques historiques différentes. Les enseignements sont complétés par les cas examinés par le département économique de l'OCDE[4].

La démarche est très différente de celle de Reinhart et Rogoff. Il ne s'agit pas de rassembler le nombre le plus large de pays et de ne regarder que la relation quantitative entre deux variables : le ratio dette publique brute/PIB et le taux de croissance du PIB. Il s'agit d'étudier dans un ensemble assez large de pays et dans différentes époques, les politiques qui cherchent à réduire le poids des dettes publiques à partir de situations qui les ont fait surgir. La comparaison à partir de ces expériences cherche à caractériser les conditions de succès ou les raisons de l'échec des entreprises de consolidation.

Il importe de distinguer deux types de situation : d'une part, les consolidations motivées par des détériorations budgétaires provoquées par des politiques antérieures de dépenses ou de recettes conduisant à des déficits cumulés, dans des contextes macroéconomiques qui peuvent être médiocres, car suivant des récessions, mais sans crise majeure ; d'autre part, des surgissements de dettes publiques dus aux guerres ou aux crises financières, comme l'est la situation actuelle.

Consolidations par changements de politique hors crise

Dans ces situations, les consolidations réussies ont été le plus souvent amorcées après l'élection d'un nouveau gouvernement à la suite d'une campagne électorale menée sur ce thème. Même si ce gouvernement était ensuite remplacé, les mêmes efforts budgétaires se poursuivaient. Cela veut dire qu'il s'agit d'un tournant politique engageant un effort de longue haleine qui requiert l'adhésion de la population. Ce fut le cas au Danemark (1983), en Australie (1984) et au Canada (1993). Dans les deux consolidations suédoises débutant en 1981 et 1993, le gouvernement qui a poursuivi la politique d'assainissement budgétaire n'a pas été celui qui l'avait engagée, révélant une sorte de pacte social bipartisan qui donnait une forte légitimité au but poursuivi. Aux États-Unis, la consolidation budgétaire engagée par Bill Clinton en 1993 avec une majorité démocrate fut poursuivie avec une majorité républicaine jusqu'en 2000. Au Japon, la politique budgétaire restrictive fut menée de 1980 à 1991 dans la continuité politique et réussit à rétablir un excédent budgétaire de 1987 à 1991.

Dans la plupart de ces cas (Australie exceptée), le succès des efforts budgétaires provient de ce qu'ils ont été engagés alors que la croissance avait été rétablie après une récession et non pas pendant la récession. La fermeture préalable de l'*output gap* a été une condition du succès. En France, après 1980, au contraire, le tournant de la désinflation compétitive de 1983 a donné un coup de frein durable à la croissance et mis en échec les efforts budgétaires de sorte que le ratio dette publique/PIB a poursuivi son ascension.

Consolidations après des guerres ou des crises financières

Concernant les lendemains de guerre, une comparaison intéressante est celle faite dans le cas du Royaume-Uni à deux époques historiques différentes. Après les guerres napoléoniennes et le rétablissement de l'étalon-or en 1821 d'une part, et la Seconde Guerre mondiale d'autre part, les niveaux de dette publique étaient comparables, environ 260 % du PIB, bien plus élevés que le niveau actuel. Dans la première époque, c'est-à-dire sous la contrainte de

l'étalon-or, de la mobilité des capitaux et de la stabilité des prix, voire d'une faible et persistante déflation jusqu'à 1848, il a fallu quarante ans pour ramener la dette à 100 % du PIB. Après la Seconde Guerre mondiale, dans un système financier contrôlé par l'État, la même diminution a été réalisée en vingt ans. La régulation prudentielle et le contrôle des mouvements internationaux de capitaux ont permis de baisser au maximum les taux d'intérêt nominaux et de parvenir à des taux d'intérêt réels négatifs, principal facteur de réduction de la dette publique, dans des conditions économiques compatibles avec la croissance malgré un niveau élevé de dette.

La même situation a été observée en France après les deux guerres mondiales. Dans les deux cas, le ratio de dette a baissé très rapidement grâce à l'inflation et à la dépréciation du franc entre 1920 et 1926, les dévaluations massives de 1948 et 1949 dont les anticipations ont nourri l'inflation, entraînant des taux d'intérêt réels massivement négatifs.

Dans le cas de crises financières, la montée des dettes publiques résulte de l'excès préalable de l'accumulation des dettes privées insoutenables qui fragilisent les bilans bancaires, soit directement dans le cas d'une finance « normale », soit indirectement par effondrement des conduits et autres véhicules spéciaux mis en place par les banques pour dissimuler leurs risques excessifs dans la finance de casino des années 2000. Il n'existe alors pas de possibilité de consolider les dettes publiques sans assainissement préalable de la situation financière des banques. Ou bien celle-ci est faite par intervention immédiatement après la crise et la consolidation budgétaire peut être précoce. Ce fut le cas de la Suède et de la Finlande après la crise financière de 1991-92 et de l'Islande après la crise de 2008. Au contraire, les atermoiements politiques sous la pression des lobbies bancaires au Japon après la crise financière de 1990 et dans la zone euro après celle de 2008, consistant à dissimuler les pertes latentes des banques et à prétexter qu'elles sont saines, paralyse toute reprise solide de la croissance et perpétue l'alourdissement du poids de la dette publique.

L'expérience japonaise est particulièrement éclairante. De 1991 à 2002, la dette a progressé irrémédiablement à cause de la baisse des recettes, alors que les dépenses n'ont augmenté que lentement. L'effondrement des prix des actifs immobiliers et boursiers financés par les entreprises avec des leviers de crédit bancaire très élevés, grâce aux taux d'intérêt extrêmement bas des années 2006-2010, avait mis les banques en situation de quasi insolvabilité[5]. Mais il a fallu les répercussions de la crise asiatique pour que les pouvoirs publics forcent sérieusement les banques à nettoyer leurs bilans et à se restructurer et mettent un terme à la crise bancaire en 2004. Le désendettement des entreprises, amorcé en 1998, s'est poursuivi de sorte qu'en 2003 la croissance a pu repartir même modestement et la déflation a disparu. Cependant, la croissance a été trop faible et la remontée de l'inflation trop modeste pour faire baisser le ratio de dette publique. Il est resté sur un plateau de 2005 à 2008. Les marges de manœuvre pour absorber les répercussions de la crise occidentale étaient trop faibles. C'est pourquoi la contraction du commerce international résultant de la crise financière occidentale a fait replonger le Japon en récession et dans la déflation ; d'où une forte remontée du ratio de dette publique en 2009.

Le comportement des gouvernements en zone euro est similaire à celui du gouvernement japonais : déni des problèmes bancaires et entretien du cercle vicieux entre dette des banques et dette des États, plus généralement incapacité de faire baisser la dette du secteur privé. Ce n'est qu'en 2012, (voir chapitre 5), que l'idée d'union bancaire a connu un début de réalisation. Mais sa réalisation complète provoque des discordes et de atermoiements interminables. Tant que l'union bancaire ne sera pas achevée, il est impossible que les efforts de consolidation budgétaire parviennent à inverser le poids de la dette publique dans les pays où la finance est la plus détériorée.

Les consolidations budgétaires dépendent de l'environnement économique et financier

La comparaison historique des époques où les politiques budgétaires ont visé une consolidation des dettes publiques en France montre que l'environnement économique est décisif. Autrement dit, la politique budgétaire à elle seule n'est pas capable d'inverser une progression du ratio dette/PIB. Il y faut un environnement économique porteur. Celui-ci doit être créé par une combinaison cohérente de toutes les composantes de la politique économique. La baisse des taux d'intérêt réels a été déterminante pour le reflux de la dette publique entre 1890 et 1913, par baisse des taux nominaux, par l'inflation et la dépréciation de la monnaie de 1920 à 1926, par des taux nominaux contrôlés avec une inflation soutenue de 1950 à 1983. Dans cette dernière période, l'autre déterminant favorable a été la croissance qui fut systématiquement supérieure au taux d'intérêt moyen sur la dette publique pendant plus de trente ans[6].

La diminution de longue durée du ratio de dette publique après la Seconde Guerre mondiale n'a pas concerné que la France. Le système de Bretton Woods était conçu pour préserver le contrôle des États sur la finance de manière à la mettre au service de l'économie ; ce qui a permis des taux de croissance bien supérieurs à ceux constatés dans le cadre de la finance libéralisée après 1980. Les contrôles de capitaux renforçaient l'attraction de l'épargne pour l'économie domestique (*home bias*). Les réserves obligatoires des banques étaient élevées pour des raisons prudentielles. N'étant pas rémunérées, elles constituaient une taxe implicite sur les banques. Les institutions financières, bancaires ou non, étaient incitées à détenir la dette publique nationale. Les ménages l'étaient aussi parce que les taux sur les dépôts bancaires étaient inférieurs aux taux sur les bons du Trésor. Les taux d'intérêt réels négatifs étaient les vecteurs d'une liquidation progressive de la dette en créant un transfert des créanciers aux gouvernements. Dans la plupart des pays, les taux d'intérêt réels sur les titres d'État ont été assez souvent négatifs et toujours inférieurs aux taux de croissance, de 1950 à 1980.

SOUTENABILITÉ DE LA DETTE PUBLIQUE FACE AU DÉSENDETTEMENT PRIVÉ

Ne l'oublions pas, c'est l'endettement privé qui dirige la croissance économique à travers le cycle financier. Dans une économie dominée par les marchés financiers, le régime de croissance se nourrit de déséquilibres cumulatifs constituant la phase expansive du cycle financier. C'est l'inversion de ces déséquilibres après le point de bifurcation de la crise financière qui projette l'insoutenabilité éventuelle sur la dette publique.

Les périodes de récession ou de stagnation ne sont pas systématiquement des périodes de désendettement de l'économie. En effet, les agents privés souhaitent se désendetter ou y sont contraints, mais la baisse de revenu contrarie le désendettement puisque les débiteurs ne peuvent pas affecter assez de revenu au paiement des intérêts sur les dettes qui courent et à l'absorption des pertes découlant de la baisse de valeur de leurs actifs. En zone euro, les ménages se sont désendettés dans les pays fortement affectés par la déroute immobilière en abandonnant leurs biens que les banques ont récupérés à des valeurs très inférieures à leur valeur initiale. En Espagne, où le secteur immobilier avait gonflé jusqu'à l'absurde, l'implosion de ce secteur a balayé un grand nombre de promoteurs immobiliers et d'entreprises de la construction. Les entreprises se sont désendettées par disparition et donc par destruction de capital. Dans d'autres pays et notamment en France, les banques ont soutenu des entreprises en grande difficulté en renouvelant leurs prêts pour ne pas avoir à reconnaître les pertes. Cependant l'investissement des entreprises a baissé, de sorte que l'épargne accrue des ménages ne pouvait être absorbée au sein du secteur privé domestique. L'Allemagne l'a fait par le gonflement de l'excédent commercial ; ce qui revenait à exporter

l'excès d'épargne sur les besoins de l'économie domestique réduits par le manque d'investissement. Dans les pays déficitaires en balance courante dont la France, c'est le secteur public qui a dû accroître son déficit pour éviter une dépression de l'économie. Les États ont joué le rôle d'emprunteurs en dernier ressort et ont donc fortement accru leurs dettes.

La dette publique exerce donc une influence contracyclique stabilisatrice. Elle épaule ainsi la politique monétaire. Il faut donc que celle-ci aide ultérieurement l'évolution de la dette publique pour maintenir une trajectoire soutenable en conservant des taux d'intérêt très bas longtemps après que le secteur privé ait commencé à se relever. Définir précisément ce qu'est une trajectoire soutenable s'impose.

On l'a déjà annoncé, la condition de soutenabilité n'est pas la convergence du ratio dette/PIB vers un niveau optimal d'équilibre qui n'existe pas. La trajectoire est soutenable si la valeur actualisée de la dette tend vers zéro lorsque l'horizon de la dette tend vers l'infini (voir encadré 1 p. 209).

La valeur actualisée de la dette soutenable brute à l'équilibre de long terme est la somme des excédents primaires futurs actualisés qui la financent. Ce sont donc les soldes primaires (soit les soldes budgétaires moins les paiements nets d'intérêts) futurs anticipés qui sont pertinents pour étudier la soutenabilité. Le taux d'actualisation joue aussi un rôle crucial. Plus le facteur d'actualisation qui varie en sens inverse du taux d'actualisation est bas, c'est-à-dire plus est élevé le taux d'actualisation, égal à la différence entre le taux d'intérêt réel payé sur la dette publique et le taux de croissance de l'économie, moins les excédents futurs distants comptent dans la valeur de la dette soutenable (voir encadré 1). Lorsque les détenteurs de la dette publique craignent que la dette ne soit pas soutenable (cas de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande dès 2010, de l'Espagne et de l'Italie en 2011 et 2012), ils cherchent à vendre les titres obligataires sur ces dettes. Ils en font monter le taux d'intérêt puisque les acheteurs éventuels demandent des primes de risque élevées. La hausse des taux d'intérêt sur les titres publics qui sont les pivots des marchés financiers se répercute sur l'ensemble du crédit au secteur privé. Il s'ensuit un coup de frein à la croissance, voire une récession, donc moins de recettes fiscales. Le déficit public s'élève au lieu de baisser et gonfle la dette publique, augmentant encore l'inquiétude des créanciers privés des États. Un cercle vicieux peut alors s'installer, susceptible de mener les finances publiques dans une trajectoire insoutenable. Pour maintenir la soutenabilité il faut que la banque centrale intervienne. Elle peut le faire soit directement en achetant les obligations publiques (cas de la BCE en 2010 pour la Grèce, le Portugal et l'Irlande) ou indirectement en prêtant aux banques de la liquidité illimitée à des taux d'intérêt quasi-nuls pour que les banques soient incitées à acheter les titres publics. Mais il faut aussi que les États en crise agissent rapidement. Dans ces situations de crise aiguë, la soutenabilité implique une consolidation à court terme des finances publiques que la perte de croissance aggravée par le désendettement du secteur privé rend difficile. L'aide de la banque centrale est indispensable, mais elle peut ne pas suffire. Dans le cas de la Grèce il aurait fallu que les États créanciers et la banque centrale négocient un plan de restructuration de la dette qui en réduise fortement le coût : annulation d'un montant suffisant pour remettre le pays sur une trajectoire soutenable, rééchelonnement par substitution de titres dettes existants en obligations très longues pour étaler les paiements avec abaissement des taux d'intérêt.

Ainsi toutes les trajectoires de dettes publiques ne sont pas soutenables. Le domaine des trajectoires soutenables est séparé de celui des trajectoires divergentes par une trajectoire limite, appelée trajectoire du point-selle. La dimension du domaine de soutenabilité d'un pays endetté dépend de manière cruciale du taux d'actualisation. A l'opposé des trajectoires

insoutenables, il existe des trajectoires dans lesquelles la soutenabilité ne demande pas d'effort budgétaire contraignant parce que le gouvernement a réussi à faire une politique de croissance suffisamment élevée. Si le taux de croissance est supérieur au taux d'intérêt réel, les recettes fiscales, qui sont grosso modo proportionnelles au PIB à politique fiscale constante, augmentent plus vite que les intérêts payés sur le stock de dette. Cela provoque une réduction mécanique de la dette, à moins que le déficit primaire ne gonfle indûment, c'est-à-dire que l'État ne soit vraiment très dépensier. Mais, s'il en était ainsi, cela ferait remonter le taux d'intérêt. Entre les deux se trouvent les situations intermédiaires où le taux d'intérêt réel est supérieur au taux de croissance, mais où la différence reste faible. L'État doit mener une politique de consolidation de la dette. Mais il peut l'étaler dans le temps de sorte que les efforts budgétaires pour diminuer le déficit public soient prudemment dosés pour ne pas tuer la croissance.

Encadré 1. Comptabilité de la dette publique

Le compte de dépenses et de recettes du budget de l'exercice s'analyse comme suit :

$H-T+iD_{-1}=\Delta D+\Delta M$

H est le montant des dépenses publiques, T le montant des recettes fiscales, D le stock d'obligations souveraines, ΔD le flux annuel net et ΔM la monétisation du déficit public par la banque centrale. Le côté gauche est donc le déficit, tandis que le côté droit est le financement.

Cette équation comptable peut être exprimée en pourcentage du PIB nominal :
$h-\boldsymbol{\tau}+(i-\boldsymbol{\pi}-g)d_{-1}=\Delta d+\Delta m+(\boldsymbol{\pi}+g)m_{-1}$
Le déficit primaire en pourcentage du PIB ne dépend pas du marché des capitaux :
$b=h-\boldsymbol{\tau}-\Delta m-(\boldsymbol{\pi}+g)m_{-1}$ où $((\boldsymbol{\pi}+g)m_{-1})$. est le seigneuriage
On peut définir le taux d'intérêt réel ex post ajusté à la croissance : $\boldsymbol{\rho}=i-\boldsymbol{\pi}-g$
La dynamique de la dette est décrite par l'équation différentielle en temps discret :
$b+\boldsymbol{\rho}d_{-1}=\Delta d$
Cette équation est résolue par itération pour une dette durant n périodes :

$$d_t = \mathrm{E}_t \boldsymbol{\delta}_{t,n} d_{t+n} - \mathrm{E}_t \sum_{j=1}^{j=n} \boldsymbol{\delta}_{t,j} b_{t+j}$$

Le facteur d'actualisation dans n périodes dans le futur est :

$$\boldsymbol{\delta}_{t,n} = \prod_{s=1}^{s=n} (1+\boldsymbol{\rho}_{t+s})^{-1}$$

On peut remarquer que *le taux d'actualisation de la dette publique est égal à la différence entre le taux d'intérêt réel moyen payé sur la dette en circulation (fonction de la structure de la dette) et le taux de croissance de l'économie*. La valeur actualisée de la dette en t est donc égale à la valeur anticipée actualisée de la dette en t+n augmentée de la valeur actualisée des déficits primaires (lorsque b>0) entre t et t+n ou diminuée de la valeur actualisée des excédents primaires (lorsque b<0).

La condition de soutenabilité est obtenue lorsque $n \rightarrow \infty$. La dette publique est soutenable si sa valeur actualisée $\rightarrow 0$ dès lors que l'horizon de la dette tend vers l'infini. La condition est la suivante : $\lim n \rightarrow \infty \mathrm{E}t\ \delta t+n\ \mathrm{d}t+n = 0$

C'est la condition de transversalité, qui signifie que le ratio dette/PIB doit suivre une trajectoire qui tend vers un état stationnaire pour que les finances publiques soient soutenables. Il n'est pas nécessaire qu'il converge vers un maximum prédéterminé (60 % ou un autre chiffre).

Sa valeur dépend du profil des excédents primaires futurs :

$$d^* = -\lim_{n\to\infty} \mathrm{E}_t \sum_{j=1}^{j=n} \delta_{t,j} b_{t+j}$$

Après une crise financière, un important montant de dette a été transféré du secteur privé au secteur public. Un effort budgétaire trop lourd et trop rapide, comme cela a été accompli en Europe de 2011 à 2013, diminue le taux de croissance tendanciel de l'économie pendant une période considérable, ce qui augmente le taux d'actualisation, donc abaisse le facteur d'actualisation qui lui est inverse. Il s'ensuit que le poids actualisé des excédents futurs lointains devient négligeable. Le domaine des trajectoires de dettes soutenables se rétrécit. Le sentier de la dette future peut alors devenir insoutenable et une défaillance se produire. Mais ce n'est pas le niveau de dette *per se* qui produit ce résultat, contrairement à ce que prétendent Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff. C'est la politique macroéconomique ultérieure qui est menée si elle ne convient pas à ce niveau de dette.

L'importance du taux d'actualisation démontre ce que les expériences historiques avaient fait entrevoir. Pour réussir la consolidation des dettes publiques dans de bonnes conditions, c'est-à-dire en faisant reculer le chômage, il faut une politique de croissance sur un horizon suffisamment lointain. C'est l'opposé de ce qu'ont fait les pays de la zone euro ces dernières années. Plus la période d'ajustement est longue, et donc plus le taux d'actualisation est faible, plus le gouvernement dispose d'une marge de manœuvre pour mettre en œuvre un programme crédible.

Les résultats obtenus jusqu'ici aboutissent à la préconisation suivante. Il faut s'engager sur une programmation à moyen terme, révisable en fonction des changements significatifs de croissance et de taux d'intérêt, et justifiable dans le cadre des scénarios retenus, pour être compris des marchés et maintenir les finances publiques sur une tendance soutenable. Il faut aussi concevoir des politiques macroéconomiques qui élargissent le spectre des trajectoires soutenables en pilotant le mieux possible la croissance et les taux d'intérêt. Ceci implique évidemment un dialogue entre la banque centrale et l'État. En zone euro, cela veut dire entre la BCE et les États associés et coordonnés par une instance dont on définira les contours dans le chapitre 7. Auparavant, illustrons des scénarios de consolidation plausibles pour l'économie française en prenant pour horizon 2025. On sait que les deux variables clé sont le taux d'intérêt réel à dix ans et le taux de croissance.

LES TRAJECTOIRES DE DETTE PUBLIQUE SELON LES SCÉNARIOS DE CROISSANCE ET DE TAUX D'INTÉRÊT POUR LA FRANCE

Ce travail réalisé par Thomas Brand se trouve dans le rapport sur les dettes publiques pour la CDC[7]. On en présente ici les résultats directement liés à l'analyse théorique qui précède. Les simulations utilisent un modèle macroéconomique dynamique de l'économie française où les grandeurs et les paramètres économiques exogènes sont calibrés à partir des données de la comptabilité nationale. C'est un modèle d'économie ouverte où la production dépend de trois facteurs (travail, capital physique des entreprises et énergie). La productivité globale des facteurs travail et capital dépend elle-même du capital public. La consommation privée est déterminée à partir d'une propension à consommer sur le revenu disponible des ménages.

Les dépenses sociales (retraite, santé, famille) dépendent de la démographie et d'un rythme exogène par bénéficiaire résultant de la politique sociale. Il en est de même des allocations chômage par chômeur. Le nombre de chômeurs est déterminé par l'équilibre macroéconomique. Les autres dépenses ainsi que les recettes fiscales sont proportionnelles au PIB. La charge de la dette publique dépend de sa maturité qui est d'environ sept ans. Chaque année, 1/7e de la dette héritée du passé est payé au taux d'intérêt de référence du

marché (taux à 10 ans) et les 6/7e restants sont payés au taux apparent du passé. Il est supposé que la banque centrale a un objectif de taux à dix ans qu'elle contrôle. Pour un taux de croissance du PIB donné, le modèle calcule chaque année la différence entre recettes et dépenses, intérêts compris, qui détermine la croissance ou la décroissance de la dette.

Conformément à l'analyse théorique, les scénarios de consolidation de dette publique sont conçus à partir du taux de croissance et du taux d'intérêt. Trois hypothèses de croissance sont retenues a priori : un scénario bas avec un taux de croissance tendanciel à 1 % annuel sur 10 ans, un scénario central avec un taux de croissance de 1,5 % et un scénario haut avec un taux de croissance de 2,0 %.

Ces estimations recoupent les prévisions disponibles, qui situent généralement la croissance potentielle entre 1 % et 2 % : l'OCDE et le FMI prévoient une croissance moyenne en France de 1,5 % à l'horizon 2020 et la Commission européenne une croissance de l'ordre de 1,4 %. Le Haut Conseil des Finances publiques, dans son avis d'avril 2013, a jugé que l'estimation de croissance potentielle de 1,5 % qui sous-tend les prévisions de finances publiques, « sans être exagérément optimiste, est entourée d'un certain nombre de risques baissiers » (effets plus durables de la crise, impact moins favorable des réformes sur la croissance qu'anticipé par le gouvernement, effets des mesures de consolidation budgétaire). Remarquons que la croissance moyenne entre 1990 et 2007 a été de 1,9 % et la croissance de 1990 à 2012 de 1,5 %.

Le scénario haut est celui d'une résorption complète de la crise financière, hormis les pertes définitives qui entraînent un niveau du PIB chaque année inférieur à ce qu'il aurait été si la crise financière n'avait pas eu lieu. Dans ce scénario, la croissance potentielle d'avant crise serait retrouvée et arracherait donc l'économie à la stagnation séculaire. Le taux de chômage structurel pourrait redescendre à 7 %. Un tel scénario implique des transformations très profondes de l'économie que l'on étudiera dans les chapitres 8 et 9. Dans l'état actuel du paysage politique en France et de la gouvernance paralysante de l'Europe, considérons-le comme fort peu probable.

Le scénario bas installe l'économie dans la stagnation séculaire. Dans ces conditions, le taux de chômage reste bloqué à 9,5 % de la population active.

Enfin, le scénario central est le plus intéressant. Le taux de chômage peut baisser à 8 % à condition que le taux d'investissement et le taux d'utilisation des capacités de production retrouvent des niveaux proches de leurs moyennes sur la période 1990-2007. Il est ambitieux, mais pas totalement hors de portée.

Quelles sont les conséquences sur le niveau de dette publique en 2025 et sur son profil d'évolution ? Pour le calculer, il faut croiser les scénarios de croissance avec les hypothèses sur le taux d'intérêt à dix ans. Le taux d'intérêt apparent, donc nominal, sur la dette publique française a tendanciellement chuté depuis la préparation de l'entrée en zone euro, en passant de 6 % à 3 % aujourd'hui (le taux de marché à dix ans étant à environ 2,5 %).

Le scénario central pour les taux d'intérêt à dix ans sur la dette publique fait l'hypothèse d'un maintien du taux d'intérêt à 2,8 %. Avec une hypothèse d'inflation à 1,5 %, cela revient à considérer un taux d'intérêt réel à 1,3 %, c'est-à-dire proche du taux de croissance. Cette hypothèse n'est en revanche pas compatible avec le scénario bas. Dans ce contexte de stagnation séculaire, la BCE maintiendrait son propre taux d'intérêt au voisinage de 0 %, ce qui conduirait à poursuivre le déclin du taux à dix ans vers 1,8 %. L'inflation se stabiliserait au voisinage de 0,5 % pour un taux réel équivalent à celui du scénario central, mais pour une croissance plus basse, car l'inflation basse fait partie de la stagnation séculaire. De son côté, le scénario haut entraînerait une augmentation des taux à 3,8 %.

On retient donc un scénario bas avec une croissance à 1 % et un taux d'intérêt nominal apparent à dix ans de 1,8 % et un scénario central avec un taux de croissance à 1,5 % et un taux d'intérêt à dix ans de 2,8 %. Trois stratégies budgétaires sont envisagées. La première, le statu quo, c'est-à-dire pas d'effort supplémentaire de restriction budgétaire par rapport à ce qui a déjà été accompli, n'est pas réaliste. Mais son résultat donne un repère qui permet de mesurer ce qu'on gagne en réduction de dette publique par la poursuite de politiques de consolidation. Une stratégie de consolidation rapide est définie par un effort budgétaire structurel de 0,75 % de PIB chaque année jusqu'à 2020, c'est-à-dire qu'on cherche à faire baisser le déficit budgétaire structurel (hors impact budgétaire de la conjoncture) de cette ampleur chaque année, soit 4,5 % de PIB au total d'ici 2020. Une autre stratégie est une consolidation budgétaire lente de 0,4 % de PIB chaque année jusqu'en 2025, soit le même effort budgétaire total, mais étalé sur dix ans au lieu d'être concentré sur cinq ans.

Les résultats de la simulation sont rassemblés sur le tableau 1 p. 218. Ils ne concernent pas seulement le niveau du ratio dette publique/PIB en 2025, mais aussi une indication sur le profil d'évolution de ce ratio après 2025. L'évolution est mesurée par la différence entre le solde budgétaire primaire (hors paiement des intérêts) noté SP et le solde primaire stabilisant la dette en 2025 (SPS). Parce que l'écart (SP-SPS) est positif, l'excédent primaire en 2025 est supérieur au solde stabilisant ; ce qui indique que la dette publique mesurée en pourcentage du PIB continue de se réduire après 2025. La grandeur de l'écart indique la rapidité de la réduction de la dette.

Qu'est-il préférable de faire ? Il est évident qu'une consolidation budgétaire s'impose. Le statu quo fait augmenter perpétuellement la dette publique et la place donc sur une trajectoire divergente. Il ne serait compatible qu'avec un scénario de forte croissance et donnerait les mêmes résultats que les consolidations historiques des années 1950-60. Si la croissance est forte et supérieure au taux d'intérêt réel, la dette publique se résorbe automatiquement. Mais rien dans les politiques actuelles, compte tenu du carcan de règles contraignant les économies de la zone euro, ne laisse envisager le retour à une croissance forte. La question se résume donc au choix du rythme de la consolidation budgétaire, sachant que plus la consolidation est rapide, plus le scénario bas a de chances de s'imposer au détriment du scénario central.

On est donc plutôt conduit à comparer le scénario bas et la consolidation rapide d'un côté, le scénario central et la consolidation lente de l'autre. Ces deux scénarios ne sont pas équivalents. Le scénario central avec sa croissance plus forte a un potentiel de baisse plus élevé de la dette publique après 2025 avec une consolidation lente que le scénario bas avec une consolidation rapide. De plus, la réduction de la dette publique n'est pas, ou ne devrait pas être, l'objectif ultime des politiques économiques. L'abaissement du chômage est un objectif bien plus important pour la société, mais peu considéré par les gouvernements en France notamment. Car, pour le traiter, il faut développer les investissements publics dont les effets de croissance se font sentir à long terme. En outre, le retour d'une priorité à l'investissement implique une restructuration du budget en faveur de dépenses qui sont discrétionnaires par opposition avec les salaires, qui sont des dépenses statutaires, ou les prestations sociales, qui sont des dépenses inscrites dans la loi ou négociées entre les partenaires sociaux. La restructuration du budget en faveur de l'investissement est donc difficile. Réussie en Suède dans les années 1990, elle l'a été grâce à un vaste accord politique sur le principe, un contrôle du Parlement à toutes les étapes de la réforme et un engagement des partenaires sociaux pour sa mise en œuvre dans les entreprises. Aucune de ces conditions n'existe malheureusement en France.

Tableau 1. Dette publique, solde primaire (SP) et solde primaire stabilisant en 2025 (SPS)
en % du PIB

	Statu quo	Consolidation rapide	Consolidation lente
Scénario bas	111	73	84
		SP=2,1 SPS=0,9	SP=2,1 SPS=1,1
Scénario central	102	64	75
		SP=3,6 SPS=0,9	SP=3,6 SPS=1,1

Source : calculs T. Brand, in *Dettes publiques en zone euro*, op. cit., p. 106.

Cette simulation a été menée sur la France. Mais elle concerne toute la zone euro. La leçon est qu'une communauté de choix en faveur de la croissance est indispensable. On essaiera dans les chapitres 8 et 9 de définir quelle peut en être la nature. Mais toute politique de croissance est conditionnelle au processus institutionnel complétant l'euro. Dans le chapitre 5, on a étudié quelles évolutions étaient possibles dans le domaine financier. Il faut maintenant voir lesquelles sont possibles dans le domaine budgétaire.

Notes

1. C. Reinhart et K. Rogoff, « Growth in time of debt », NBER Working Paper, n° 15639, janvier 2010. Cet article a déclenché une controverse enflammée quant à l'effet négatif sur la croissance d'une dette dépassant 90 % du PIB. Leur étude économétrique à partir d'un panel de pays concluait qu'au-delà de 90 % une hausse de la dette publique avait un effet négatif sur la croissance. En cherchant à reproduire leur résultat, trois économistes, T. Herndon, M. Ash et R. Pollin ont trouvé, au contraire, une relation positive : au-dessus de 90 % comme en dessous, une hausse de la dette publique élève le PIB, même si le multiplicateur est plus faible que dans les tranches de dette de 30 à 60 % et 60 à 90 %. La raison de la différence était une erreur de codage de Reinhart et Rogoff entraînant un échantillon tronqué et des erreurs de calcul. Voir l'article : T. Herndon, M. Ash et R. Pollin, « Does public debt consistently stifle growth? A critique of Reinhart and Rogoff », Political Economy Research Institute Working Paper, n° 322, avril 2013.

2. A. Pescatori, D. Sandri et J. Simon, « Debt and growth : is there a magic threshold? », IMF Working Paper, février 2014.

3. Le premier rapport est : M. Aglietta, N. Bayik, T. Brand, B. Carton, D. Coulibaly et C. Loupias, *Finances publiques : l'épreuve de vérité pour la zone euro*, septembre 2011. Le second rapport est : M. Aglietta, N. Bayik, T. Brand, B. Carton, É. Dourille-Feer, G. Dufrénot et K. Triki, *Dettes publiques en zone euro : enseignements de l'histoire et stratégie pour l'avenir*, juillet 2014. Ces deux recherches ont été réalisées avec le soutien de l'Institut CDC pour la Recherche.

4. H. Blöchliger, D. Song et D. Sutherland, « Fiscal consolidation : part 4. Case studies of large fiscal consolidation episodes », OECD Economics Department Working Papers, n° 935, OECD Publishing, 2012.

5. Le dollar a baissé énormément dans les années 1985-87 contre toutes les autres monnaies convertibles. En septembre 1987 la Fed tenta de stopper la baisse du dollar en augmentant

son taux d'intérêt. Cela provoqua une violente panique boursière en octobre, à la suite de quoi la Fed renversa précipitamment sa politique, relançant la baisse du dollar contre le yen. S'endetter en dollars et prêter en yen pour financer la spéculation immobilière donnait aux banques japonaises, qui ne se préoccupaient pas du risque de change, une marge confortable qui les incitait à accompagner la vague spéculative sans mettre de limite au levier des entreprises. L'effondrement de la bulle spéculative en 1990 provoqua la baisse du yen et fut un désastre pour les banques qui subirent à la fois l'insolvabilité de leurs crédits et les pertes de change.

6. L'étude complète de G. Dufrénot et K. Triki se trouve dans le chapitre 3 du rapport *Dettes publiques en zone euro,* op. cit., chapitre 3, pp. 45-63.

7. M. Aglietta, N. Bayik, T. Brand, B. Carton, É. Dourille-Feer, G. Dufrénot et K. Triki, *Dettes publiques en zone euro,* op. cit., pp. 102-107.

CHAPITRE 7

COMMENT FAIRE ÉVOLUER L'UNION BUDGÉTAIRE ?

On a montré dans le chapitre 2 que des initiatives institutionnelles non négligeables ont été prises depuis 2010. Toutefois, le Traité d'union budgétaire tel qu'il est conçu ne permet pas de prendre en compte la dimension intertemporelle de la dette publique qui détermine les trajectoires soutenables. On a défini dans le chapitre 6 ce qu'est une dette publique soutenable pour un État. Comment cela peut-il être étendu à un ensemble d'États étroitement liés par la monnaie ? On pourrait dire qu'il suffit de faire ce qu'a fait Hamilton aux États-Unis en 1790.

Dans les années 1780, les États confédérés qui avaient gagné la Guerre d'indépendance avaient des finances publiques dans une situation périlleuse et surtout très disparate. Ne pas mutualiser les dettes de guerre rendait plausible un fractionnement monétaire et partant politique. Au Congrès, les désaccords étaient virulents. Le débat opposa deux camps. C'était le débat sur l'organisation des pouvoirs publics connu depuis l'Antiquité : fédéralisme politique ou confédération d'États. Les partisans d'une confédération d'États étaient violemment opposés à un transfert de la dette vers le gouvernement fédéral. Les arguments ne manquaient pas. Si le transfert se produisait, les spéculateurs qui avaient acheté des titres de dette à des investisseurs en difficulté seraient récompensés. Certains États seraient soulagés d'un plus gros fardeau que d'autres. Le pouvoir exécutif central serait renforcé au détriment du Congrès et des États. L'orateur le plus véhément de ce courant de pensée était James Madison qui était le porte-parole des États du Sud. Il craignait que la centralisation de la dette ne mette les États sous la coupe d'un pouvoir distant et irresponsable. En outre, il affirmait que la mutualisation allait forcer les États vertueux à venir au secours des États impécunieux et qu'il s'agissait d'une menace pour la jeune république.

Il n'est pas difficile d'entendre dans ces arguments l'écho de la rhétorique allemande d'aujourd'hui. Combien de fois n'a-t-on pas entendu les propos méprisants contre les pays impécunieux et irresponsables rapportés par la presse allemande ? La fermeture à toute solidarité budgétaire, le refus de mutualiser des dettes et d'émettre des euro-obligations repoussées avec horreur. S'appuyant sur la Loi fondamentale derrière le bouclier de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe, les mêmes arguments politiques que ceux de Madison sont formulés : la menace du dévoiement de la démocratie par un pouvoir distant et irresponsable.

Au contraire, Alexander Hamilton prônait l'efficacité d'un marché des titres unifié. En 1790, il fut nommé secrétaire d'État au Trésor. Il proposa donc de centraliser les dettes des États en émettant de nouvelles obligations soutenues par des recettes fiscales crédibles. Il affirmait que la formation d'une dette nationale allait attirer les investisseurs et constituer un lien social très fort pour l'union[1]. Hamilton l'emporta. La dette fut centralisée et financée par une fiscalité fédérale.

Bien sûr, la référence historique ne fait que montrer à quel point les arguments employés aujourd'hui n'ont rien de nouveau. Ils remontent d'ailleurs bien plus loin que l'épisode d'unification des États-Unis d'Amérique. Les anti-fédéralistes reprennent les idées de Montesquieu, elles-mêmes inspirées de Platon : dans une confédération d'États, les gouvernements sont plus proches du peuple. Mais la zone euro a déjà fait un grand pas dans le sens du fédéralisme en instituant une seule monnaie. On retrouve alors l'argument de Hamilton : l'unité monétaire peut-elle ne pas aller de pair avec celle des dettes publiques ? C'est aussi l'argument que nous avons développé dans le chapitre 2 : le contrat social que représente la monnaie n'est complet que si la monnaie est la contrepartie de la dette sociale dont l'État est le fondé de pouvoir.

Si l'on pense que ce lien organique est bien l'horizon politique de la construction européenne, la démarche progressive que nous avons mobilisée dans le chapitre 5 pour étudier comment des institutions communes efficaces peuvent être créées dans le domaine financier est valide dans le domaine budgétaire. Cette démarche doit s'appuyer sur ce qui a déjà été accompli avec le Traité budgétaire de 2012 pour progresser dans la voie de l'intégration en supposant que les arguments des uns et des autres ne sont pas antagoniques, sinon la volonté de préserver l'euro serait lettre morte.

Le fil d'Ariane consiste à trouver un chemin qui transforme la gouvernance européenne d'une manière acceptable par les États membres, tout en enrichissant le contenu démocratique des progrès institutionnels à accomplir. Au plan budgétaire proprement dit, il s'agit de passer de la coordination par les règles à l'action collective.

La théorie des finances publiques a montré que les fonctions économiques de l'État sont de trois ordres : la stabilisation, la redistribution et l'allocation[2]. La fonction de stabilisation passe par un mécanisme d'assurance contre les chocs asymétriques. Comme nous l'avons montré dans la dernière section du chapitre 3, leur maîtrise implique que les pays dont les politiques ont un effet sur les équilibres macroéconomiques des autres prennent en compte les intérêts des autres. La fonction d'allocation implique de restructurer le budget européen en faveur de l'objectif appelé « compétitivité croissance » et en autorisant l'endettement de l'Union par émission d'obligations via le Fonds européen défini dans le chapitre 5. La redistribution est l'ensemble des mécanismes de transferts visant à réduire les inégalités de revenus entre groupes sociaux ou entre régions.

L'action collective peut s'exercer dans chacun de ces dispositifs. La redistribution budgétaire directe en Europe est actuellement un tabou infranchissable pour l'Allemagne. Mais les fonctions ne sont pas indépendantes. Des progrès dans les deux autres fonctions ont indirectement des effets de redistribution qui peuvent être favorables. On se préoccupera d'abord des problèmes de stabilisation. Ensuite, on reviendra sur la question de l'allocation. Elle concerne l'investissement public et plus généralement le financement des investissements structurants dont on a déjà traité dans le chapitre 5. Enfin, on reviendra sur le problème politique. Quel fondement démocratique à ce système institutionnel ?

DE LA COORDINATION PAR LES RÈGLES À L'ACTION COLLECTIVE : L'ÉPINEUX PROBLÈME DE LA STABILISATION

Un problème majeur dans une union monétaire entre des pays hétérogènes est celui posé par ce que les économistes appellent les « chocs asymétriques ». Un pays A qui subit, par exemple, un choc récessif interne parce qu'il veut réduire son déficit budgétaire unilatéralement fait subir des répercussions à ses partenaires par la voie de la réduction de ses importations, donc de leurs exportations vers le pays A. Dans une union monétaire, les pays affectés ne disposent pas de la dévaluation du taux de change pour compenser le choc en rendant leurs exportations moins chères. Sils veulent compenser le choc, ils doivent mener une politique budgétaire expansive qui peut ne pas leur convenir et qui de toutes manières va leur créer un déficit de balance de paiements si elle était équilibrée jusqu'alors. De son côté, la politique monétaire est impuissante puisqu'elle se détermine sur les conditions macroéconomiques moyennes de l'union. Elle est donc trop restrictive pour les pays à basse inflation et sous-activité, trop accommodante pour les pays à haute inflation et surchauffe en présence de chocs asymétriques. Elle entraîne des taux d'intérêt réels trop hauts dans le premier type de pays et trop bas dans les seconds ; ce qui incite les capitaux privés à aggraver les déséquilibres.

On voit que l'interdépendance subie entre les économies crée ce qu'on appelle une externalité, c'est-à-dire une répercussion subie que les marchés n'amortissement pas efficacement. Notre expérience a prouvé que c'était pire : les marchés financiers exacerbent les déséquilibres au lieu de les résorber. Le chapitre 3 a étudié ces processus. Les divergences entre les économies ont été amplifiées dès la création de l'euro par les mouvements de capitaux massifs des pays du Nord vers les pays du Sud conformément à la description du graphique 1b (p. 97). La dette publique n'y était pour rien puisque les déséquilibres qui se sont accumulés sont venus entièrement des dettes privées. Le phénomène symétrique s'est produit à partir de la crise grecque. Le retrait des capitaux a gagné un ensemble de pays solvables, alors qu'ils se sont accumulés en Allemagne et dans un certain nombre de pays satellites de l'Europe du Nord. Il en a résulté une divergence énorme des taux d'intérêt qui a provoqué une récession profonde dans les pays d'Europe du Sud. Le refus de l'Allemagne de mener une politique expansive compensatoire a condamné les pays à endettement fragile à conduire unilatéralement des politiques cruellement déflationnistes. Le résultat a été une baisse généralisée de l'inflation et les enchaînements décrits au chapitre 1 (graphique 4) conduisant à une croissance très basse.

Les autorités politiques et la Commission européenne ont systématiquement sous-estimé ces externalités ; ce qui revient à nier l'incomplétude de l'euro. Pour ce faire, elles ont mis en avant une théorie économique dite « des zones monétaires optimales »[3]. La création du marché unique européen couronné par la monnaie unique devait provoquer les changements structurels faisant de la zone euro une zone monétaire optimale dans laquelle des mécanismes automatiques compensent les chocs asymétriques. La question est donc la suivante : quels mécanismes peuvent compenser la perte du taux de change comme variable d'ajustement pour stabiliser les économies en présence de chocs asymétriques ?

Les théoriciens ont proposé différents critères qui ne sont pas pertinents pour la zone euro. Un premier critère est la migration géographique de la main d'œuvre. La migration d'un pays A en sous-emploi vers un pays B subissant des tensions inflationnistes résorbe le chômage en A et réduit les tensions inflationnistes en B. C'est une idée purement théorique à l'échelle de l'Europe. Il existe une multitude de raisons qui empêchent les travailleurs et leurs familles de suivre les fluctuations conjoncturelles du marché du travail entre les pays. Un autre ajustement envisagé est une « dévaluation interne » qui a les faveurs de la doxa européenne. Il s'agit d'une baisse des salaires dans le pays A souffrant du sous-emploi, suffisante pour y accroître la compétitivité et stimuler les exportations. Mais le taux de change est par définition un ajustement symétrique. Une dévaluation en A est une réévaluation en B, donc un coup de frein à la hausse des prix. Pour obtenir le même résultat, il faut que la baisse des salaires en A ne soit pas absorbée par les marges des exportateurs. Il faut, en outre, que les salaires soient aussi flexibles que le change ; ce qui là encore est impossible pour une multitude de raisons sociales et institutionnelles. Les expériences depuis 2010 en Grèce, Portugal et Espagne montrent que la « dévaluation interne » est possible. Mais elle l'est au prix d'un chômage gigantesque (25 % de la population active en Espagne) et d'un appauvrissement énorme de la population. Cela n'a rien à voir avec un ajustement stabilisant.

On revient donc au point de départ. Pour qu'il y ait un ajustement efficace face à des chocs asymétriques dans une union monétaire, il faut qu'il y ait des politiques économiques concertées des pays. Les règles automatiques n'en sont pas des substituts satisfaisants. Elles ne sont ni flexibles, ni contingentes et elles sont donc inadaptées à la variabilité des situations conjoncturelles. De plus, elles ne fonctionnent que dans le sens restrictif. Aucune règle automatique ne forcera le gouvernement allemand à mener une politique de hausse des salaires ou d'expansion des dépenses publiques pour compenser une déflation salariale dans

un ensemble d'autres pays. Il existe toutefois en principe une limite aux excédents de la balance courante des pays dans les dispositions guidant la surveillance macroéconomique européenne. Cependant, puisqu'un excédent de 7,5 % du PIB de l'Allemagne en 2013 n'a déclenché ni d'observation officielle, ni encore moins de demande de correction, la disposition d'ajustement relative à cette limite est pour toute considération pratique nulle et non avenue.

Il faut donc raisonner autrement pour faire évoluer le Traité d'union budgétaire (TSCG). Il faut que les gouvernements puissent avoir confiance les uns dans les autres grâce à une évaluation des situations macroéconomiques et budgétaires qui prenne en compte ces interdépendances et qui soit effectuée par des organismes d'expertise indépendants. Il faut que sur cette base une agence budgétaire impliquant des représentants des parlements nationaux, donc différente de la Commission, définisse les orientations d'une politique concertée que le Conseil européen valide et que les gouvernements soient chargés de mettre en œuvre. Le « semestre européen », qui est justement destiné à la concertation, est approprié pour développer ces procédures.

À l'heure actuelle, le semestre européen est une procédure modeste. L'élaboration des lois de finances annuelles des différents États membres est précédée par un va-et-vient entre les Trésors publics nationaux et la Commission pour confronter les projets de loi de finances et pour s'assurer qu'ils sont bien compatibles avec les programmes de stabilité à moyen terme sur lesquels les gouvernements se sont engagés. Mais la démocratie n'y trouve pas son compte, car les parlements nationaux n'ont pas d'instance de concertation.

Il faut enfin que les politiques de stabilisation choisies soient compatibles avec les principes de consolidation des dettes publiques mis en évidence au chapitre 6.

Les Hauts Conseils des Finances Publiques et leur mise en réseau

L'instauration des Hauts Conseils des Finances Publiques dans les pays ayant ratifié le Traité d'union budgétaire est une innovation dont il faut comprendre l'apport et le potentiel de développement. Bien avant le traité de 2012, il existait dans un certain nombre de pays des institutions budgétaires indépendantes : le Congressional Budget Office (CBO) aux États-Unis, le Central Planning Bureau aux Pays-Bas, le Haut Conseil de Finance en Belgique, par exemple. Tous ces organismes anciens ou nouveaux sont des instances d'évaluation qui émettent des avis et des recommandations. Ils combinent expertise et indépendance ; aucun n'est décisionnaire. Ils font des projections budgétaires eux-mêmes s'ils ont un staff technique étoffé ou évaluent la plausibilité des prévisions gouvernementales à la lumière de l'ensemble des prévisions existantes s'ils n'en ont pas. Ils visent à montrer les conséquences futures des décisions budgétaires présentes pour la soutenabilité de la dette publique. La garantie d'indépendance qu'ils apportent ne tient pas seulement au statut que leur donne la loi. Celle-ci fournit des procédures de désignation fondées sur le professionnalisme des personnes sollicitées. Les mandats ne sont pas renouvelables. Les ministres et les administrations répondent aux questions du Conseil, mais n'interfèrent pas dans son travail. Enfin, l'incitation de leurs membres est de construire puis de conserver une réputation, non pas d'être influencés par telle ou telle considération politique.

Depuis que les gouvernements se sont engagés à respecter des règles budgétaires, ce qui est le cas du TSCG, un Conseil indépendant dans chaque pays rend explicite les jugements sur la compatibilité de la politique budgétaire avec ces règles. En premier lieu, il éclaire le Parlement sur l'environnement macroéconomique dans lequel l'exercice budgétaire se déroule, parce qu'il analyse les perspectives et questionne explicitement une large palette de prévisions provenant d'instituts divers, publics et privés, nationaux et étrangers. En second

lieu, il apporte des informations à des acteurs économiques privés, à des institutions internationales et à des décideurs publics étrangers. Ses avis publics apportent une information et une analyse indépendante à un large ensemble d'acteurs. On pourrait soutenir que les Conseils des finances publiques sont les meilleures agences de notation des États, évidemment mieux informées et faisant des analyses beaucoup plus profondes que les trois agences de notation américaines !

Les Hauts Conseils pourraient développer leurs rôles si les gouvernements faisaient évoluer le TSCG au-delà des règles simplistes et dangereuses actuellement en vigueur. En effet, ces règles ne prennent en compte ni les contingences inhérentes à l'incertitude, ni les spécificités du financement de l'investissement public. Des Conseils indépendants peuvent juger de la conformité à des règles plus complexes et contingentes. Ils peuvent donner un avis autorisé sur le besoin que les gouvernements ont de décider s'il est sage de dévier d'une règle simpliste dans des conditions données. C'est le cas actuellement où les déficits structurels sur lesquels on s'engage présupposent des croissances potentielles qui sont sujettes à caution. Cela participerait d'une bonne définition du rôle des règles. La politique budgétaire ne saurait être un pilotage automatique. Elle s'apparente au modèle de politique discrétionnaire contrainte qui est celui des banques centrales. Des logiques opérationnelles isomorphes permettraient de guider les relations que la politique monétaire et la politique budgétaire doivent entretenir.

Une mise en réseau des Hauts Conseils dans un Comité budgétaire européen ou un Institut budgétaire européen, comme on veut l'appeler, serait un pas supplémentaire dans la coordination budgétaire pour améliorer la qualité de la politique budgétaire de la zone euro et pour faciliter le dialogue de l'Eurogroupe avec la BCE dans la définition d'un *policy mix* absent jusqu'ici. Les parlements nationaux pourraient participer directement à la coordination budgétaire si l'avis rendu par l'Institut budgétaire européen était examiné et discuté dans une conférence de représentants des commissions des finances des parlements nationaux. Ainsi, un soupçon de démocratie serait réintroduit dans une procédure de va-et-vient qui en est totalement dépourvue actuellement.

Un mécanisme de stabilisation cyclique dans la zone euro

On a observé à maintes reprises dans ce livre à quel point le suivi aveugle de règles budgétaires rigides est nocif. L'absence de stabilisation macroéconomique au sein des pays rend illusoire le retour d'une croissance de long terme suffisante pour améliorer durablement l'emploi. Le mécanisme de stabilisation européen vise donc un effet sur l'emploi à long terme en sus de modérer les fluctuations cycliques dans la zone euro.

Plusieurs mécanismes sont envisageables. Une proposition possible est une assurance chômage européenne[4]. Elle présuppose un contrat de travail européen négocié entre les gouvernements, auquel elle serait associée. Le contrat serait à durée indéterminée, autoriserait la flexibilité des licenciements avec un dispositif bonus/malus pour les entreprises comme dans tout contrat d'assurance. Le contrat de travail doit être inséré dans les législations nationales pour permettre aux travailleurs de choisir le type de contrat qu'ils préfèrent. Le choix de ce contrat ouvrirait des droits à une assurance chômage européenne en sus des indemnités de l'assurance chômage nationale. Une caisse européenne serait nécessaire pour réguler les transferts. Elle devrait chercher à équilibrer ses comptes sur le cycle économique de la zone euro dans son ensemble en faisant varier les taux de cotisation, en sorte qu'il s'agisse d'un mécanisme pur de stabilisation sans redistribution durable de revenu entre les pays.

Si toutefois on osait penser qu'un zest de solidarité serait bienvenu entre des pays cherchant une voie pour se diriger vers une union budgétaire complète, et si en tout cas on voulait éviter une anti redistribution perverse, il serait opportun de moduler la formule d'indemnisation. Il suffirait de calculer les flux à partir du salaire moyen national pour que les pays dont les niveaux d'indemnisation sont les plus élevés contribuent plus que la moyenne et inversement pour les plus pauvres.

Ce mécanisme européen d'assurance chômage est néanmoins exigeant en termes d'intégration européenne en ce qu'il requiert un contrat de travail européen. Au-delà du mécanisme de transfert proprement dit, la réforme vise un début d'harmonisation du marché du travail au rythme des choix en leur faveur des travailleurs des différents pays. En outre, il opère sur le niveau du chômage. Dans la mesure où les cycles sont corrélés, la règle budgétaire sous-jacente n'empêche pas que le chômage agrégé dans la zone euro puisse être au-dessus du taux de chômage « naturel » censé représenter le plein emploi. Il s'ensuit que le fonds d'assurance européen doit pouvoir être en déficit en période de sous-emploi agrégé. Il faut donc qu'il puisse être couvert par un budget européen redéfini ou qu'il puisse émettre des obligations sur le marché financier.

Pour éviter l'objection des États aux partages prématurés de souveraineté, donc pour proposer un mécanisme pur de stabilisation, l'association « Notre Europe » a cherché à définir un mécanisme de stabilisation purement cyclique, c'est-à-dire pour lequel le fonds d'assurance européen est structurellement en équilibre[5]. Le schéma fait référence au PIB potentiel pour calculer l'*output gap* de chaque pays. Les transferts sont calculés sur les *output gaps* relatifs

Si les *output gaps* sont correctement mesurés, tous les pays ont une position nette nulle sur le cycle entier. Il s'ensuit que les transferts sont effectivement temporaires. Il n'existe pas de redistribution systématique dans ce schéma. En outre, puisque les transferts sont calculés sur des positions relatives par rapport à la zone euro, le fonds d'assurance est en équilibre chaque année par construction. Il n'a pas besoin de taxes européennes ou d'emprunts pour se financer.

Cependant, le calcul des *output gaps* est incertain. Les estimations de la Commission et celles des gouvernements nationaux ne coïncident pas. Cela peut provoquer de l'aléa moral suscité par des gouvernements cherchant à augmenter leur *output gap* relatif négatif pour obtenir plus de transferts et des gouvernements cherchant à minimiser leur *output gap* relatif positif pour moins payer. Il faut donc une régulation centrale du mécanisme par le comité de politique budgétaire défini ci-dessus, avec adoption des *output gaps* qu'elle calcule et contrôle effectif des flux de transferts. Car la manière dont les fonds sont dépensés dans les pays déficitaires influence la taille du multiplicateur. Pour effectuer le contrôle d'une façon qui ne soit pas arbitraire, il faut se rappeler la finalité du schéma d'assurance. Stabiliser, c'est avant tout alléger les coûts sociaux du chômage. Le mieux est donc que ces fonds ne soient pas inconditionnels dans la manière dont ils sont dépensés. Ils devraient être pré-affectés aux systèmes de sécurité sociale nationaux. Ce faisant, la philosophie du mécanisme de stabilisation relative à partir des *output gaps* se rapproche du mécanisme direct d'assurance chômage tout en résolvant le problème du financement.

LE BUDGET ET LE FINANCEMENT DE LA CROISSANCE EUROPÉENNE

Le lien entre la consolidation budgétaire et l'investissement public est étroit parce que la première est un processus de longue haleine et que le second améliore la croissance potentielle. La baisse du taux d'investissement public en Europe depuis plus de trente ans, constatée dès le chapitre 1 (graphique 2), est la meilleure illustration de la démission des gouvernements européens devant la globalisation financière. Une inversion de cette tendance est le point de départ d'une volonté commune d'édifier un nouveau régime de croissance. Elle implique naturellement de repenser les finalités du budget européen, d'en accroître la taille et d'en réformer la structure.

Doter l'Europe d'un budget européen digne de ce nom

Le budget de l'Europe est insuffisant par sa taille et les moyens devraient être renforcés pour promouvoir la compétitivité et l'innovation. En outre, l'Europe n'étant pas souveraine, elle ne lève aucun impôt. Le Parlement européen n'a pas les pouvoirs budgétaires classiques qui sont ceux des parlements nationaux. Le budget est donc alimenté exclusivement par les contributions des États membres.

Le budget européen représente environ 1 % du PIB communautaire. Dans l'adoption du cadre financier de la période 2013-2020, le Conseil européen a réussi à le faire baisser ! En vérité, sa baisse est continue. Il est passé de 1,2 % du PIB en 1993 à 0,95 % prévu en 2020. Même la proposition minimale de la Commission de le stabiliser en part de PIB a été rejetée. Rappelons qu'une taxe sur les transactions financières pourrait rapporter de l'ordre de 200 milliards d'euros par an et doubler la taille du budget à 2 % du PIB. La ressource principale est la contribution forfaitaire de 0,73 % du revenu national brut de chaque État qui fait 65 % du total des recettes. Les deux autres ressources significatives sont le prélèvement sur la TVA (transfert de 0,3 % de la TVA perçue par les États membres) et les droits de douane perçus aux frontières extérieures de l'Union en provenance de pays tiers.

Les dépenses pour renforcer la compétitivité et l'innovation en faveur de la croissance et de l'emploi font 9 % du budget, soit moins de 1‰ du PIB européen. Ce sont les dépenses qui ont été les plus réduites en répercussion de l'austérité des budgets nationaux… parce qu'elles ne donnent pas de retours budgétaires ! Il est évident que le budget européen est insuffisant pour participer aux objectifs de la stratégie Europe 2020, comme il l'a été pour la stratégie 2010 énoncée à Lisbonne en 2000.

Tant que le financement du budget européen n'est pas revu, en sorte qu'il ne dépende pas exclusivement des contributions nationales, la Commission propose de recourir à l'emprunt : financer les infrastructures de transport par des « *project bonds* » et développer les partenariats publics privés pour financer l'innovation. Cela ne suffit pas à faire un modèle européen de croissance inclusive. Il faut inventer un modèle de solidarité européenne dédié à la croissance. Il faudrait évidemment pour cela que des projets politiques européens s'élaborent pour les élections européennes, de manière que les citoyens puissent percevoir qu'un intérêt commun et des projets communs peuvent créer des emplois, c'est-à-dire l'opposé de ce qui s'est passé dans l'élection de 2014 qui a donné libre cours à la démagogie nationaliste. La crise a conduit à compléter le budget européen par le Mécanisme européen de stabilité. Mais cela ne règle pas le problème de fond. Comment inventer une politique solidaire de croissance sans un budget européen de taille suffisante ?

Même si l'on accepte l'idée que l'on a besoin d'autres mécanismes de financement des investissements (chapitre 5), le budget européen doit être réorienté pour servir les objectifs que l'on prétend vouloir atteindre. Le minimum que l'on puisse attendre de l'ambition de progresser dans l'union économique est que le budget européen ait la taille et la structure

adéquates pour financer les biens publics européens indispensables à un projet de croissance commun.

Les industries de réseaux sont des biens publics européens qui sont les bases de l'innovation. Le développement des industries de réseaux est essentiel pour dynamiser les régions, créer des interfaces interrégionales et induire des industries en aval grâce aux effets d'agglomération. Or les fonds structurels ne sont pas affectés à l'innovation ! De plus, l'innovation développée sur toute l'Europe est directement liée à la formation d'un marché du travail européen par la mobilité de la main d'œuvre, la reconnaissance des qualifications entre États membres, donc les programmes et cursus de formation avec labels européens. Cela implique de créer des universités technologiques par coopération des États, des investissements humains prioritaires dans les pays en difficulté et des processus de valorisation permettant aux PME d'innover dans toute l'Europe. Dans l'énergie, qui est actuellement un secteur en pleine confusion du fait de choix contradictoires des principaux pays membres, il faut bâtir une communauté européenne de l'énergie avec pour objectifs la baisse drastique des émissions de CO2 et la sécurité des approvisionnements pour tous les pays de l'Union, donc la solidarité entre les pays. Il est donc urgent de négocier un pacte de solidarité énergétique pour une complémentarité des choix des sources d'énergie primaire et le développement de réseaux intelligents de distribution d'électricité à l'échelle de l'Europe.

Ainsi, la rénovation de la croissance en Europe conduit à repenser le financement des investissements d'avenir avec une assise européenne, c'est-à-dire construire une intermédiation financière européenne qui passe par un soutien de ressources budgétaires propres de l'Europe et par une intermédiation financière où le financement public et les garanties publiques de toute l'Europe entraînent les acteurs financiers privés. L'Europe doit donc être capable à la fois d'avoir des ressources budgétaires propres et de s'endetter sur les marchés financiers internationaux sous la forme d'euro-obligations.

Émettre des euro-obligations pour financer la croissance européenne

Si les pays de la zone euro se décident vraiment à faire du relèvement de la croissance un objectif de long terme, ils doivent se mettre ensemble pour produire des biens publics et pour donner l'impulsion à l'investissement privé. Il s'ensuit que l'Europe doit pouvoir créer des euro-obligations (*eurobonds*) dans le cadre de la politique budgétaire européenne de croissance. Ces obligations ne doivent pas être confondues avec celles qui ont été proposées pour mutualiser les dettes publiques des États membres. Elles seraient émises par le Fonds d'investissement européen dont le rôle a été défini dans le chapitre 5 sous le contrôle du Parlement européen et avec la garantie du budget européen.

Étant destinées à des investisseurs institutionnels pour financer des projets d'investissement d'intérêt commun, ces euro-obligations n'ont rien à voir avec la mutualisation des dettes publiques par substitution d'une dette communautaire à des dettes nationales, proposition qui fait controverse. Il s'agit de financer du capital nouveau et pas de convertir des dettes anciennes. De cette manière, une connexion directe entre le budget européen et une intermédiation financière destinée à financer la croissance à long terme serait instaurée.

L'HORIZON DE L'UNION POLITIQUE : QUELLE LÉGITIMITÉ DÉMOCRATIQUE ?

Les changements institutionnels progressifs qui ont été décrits du chapitre 5 à l'actuel chapitre 7 n'ont de sens que dans la perspective de compléter l'euro. Une monnaie complète implique un lien organique avec une souveraineté politique. En Europe, cette souveraineté ne

peut être que démocratique au sens où l'entendait Tocqueville de gouvernement participatif, c'est-à-dire impliquant concrètement les citoyens. C'était l'ambition de Jean Monnet : rassembler les citoyens pour empêcher le déchirement de la rivalité des États. La voie modeste qui fut suivie depuis le début de la construction européenne a été appelée démarche communautaire.

Or, depuis le traité de Maastricht et encore plus depuis l'avènement de l'euro, la démarche communautaire a été étouffée et la distance entre les rites européens et les citoyens est devenue telle que toutes les convulsions de la crise de la zone euro sont devenues incompréhensibles aux non-initiés. Si la démocratie peut être définie comme étant le gouvernement par le débat, elle a déserté les procédés politiques en vigueur au niveau européen. En effet, la gouvernance européenne a été confisquée par les affrontements suivis des pénibles compromis intergouvernementaux et par les bureaucrates de la Commission sans légitimité démocratique.

Face aux choix fondamentaux qui sont requis pour mettre l'Europe sur la voie d'une croissance inclusive et soutenable, seule une conception large de la démocratie peut réussir : participation politique, dialogue, interaction publique. Ce n'est pas en se contentant d'organiser des élections européennes périodiques pour un parlement dépourvu de souveraineté que l'on améliorera la gouvernance européenne.

Dans un ouvrage récent, le philosophe allemand Jürgen Habermas a mis la crise de la zone euro dans une perspective qui mobilise les concepts de la science politique[6]. Les déficiences radicales de l'union monétaire viennent du manque de capacité de régulation politique au niveau européen. La méthode de la concertation intergouvernementale par petits pas est à la fois inefficace et non démocratique, donc sans légitimité. Les décisions gouvernementales ne peuvent être légitimes sans validation démocratique. La tension entre les impératifs économiques et financiers de faire quelque chose pour résoudre la crise et le vide d'un pouvoir politique européen démocratiquement contrôlé par une loi constitutionnelle européenne conduit à la fragmentation politique de l'Europe. Car la concertation intergouvernementale ne résiste pas aux forces centrifuges exacerbées par la crise.

C'est pourquoi l'Union européenne se trouve devant une bifurcation. Il y a déficit démocratique parce que la démocratie enracinée dans les États-nations est submergée par les intérêts financiers privés globalisés. Parce qu'ils déterminent de plus en plus les politiques nationales et donc influencent étroitement la vie des citoyens, les compromis négociés entre gouvernements qui, hormis en Allemagne, s'imposent sans débats publics, dégradent la démocratie dans les pays membres. Peut-être se souvient-on de l'automne 2011 où un référendum convoqué en Grèce, et c'était bien le moins de consulter le peuple devant la gravité de la situation, a été annulé sous la pression conjuguée de Berlin et de Bruxelles. On craignait le surcroît de contagion que le déchaînement de la spéculation financière allait provoquer. La prépondérance du fondamentalisme financier sur la démocratie n'a jamais été aussi évidente.

La démocratie est un processus autoréférentiel sans aucune transcendance : les citoyens considèrent comme légitime de respecter des lois dont ils sont les auteurs. Cela ne peut fonctionner que si le processus politique est inclusif. Or, la procédure est une règle majoritaire. Elle doit donc être accompagnée d'un processus délibératif entièrement inclusif. Ce processus est irrémédiablement dégradé au-delà des frontières nationales par l'intergouvernementalité. Il ne suffit pas d'arguer que les dirigeants qui négocient ont chacun une légitimité nationale. Car la souveraineté d'un État ne se confond pas avec celle d'un peuple. La souveraineté externe de l'État est conçue dans un modèle de théorie des jeux. C'est la question de la liberté des choix en interaction avec d'autres États. La souveraineté

du peuple est, quant à elle, la production de la loi garantissant des libertés égales à tous les citoyens. Il est donc nécessaire de trouver des procédures de transfert des droits souverains au niveau supranational qui laissent intactes les procédures démocratiques nationales. Plus précisément, il faut établir dans la zone euro une manière de formaliser en droit européen des institutions capables de coordonner les politiques économiques pertinentes, de manière à sortir du style gouvernemental bureaucratique qui laisse les citoyens de côté.

Jürgen Habermas énonce trois conditions pour former une communauté démocratique. Elles ne sont réunies aujourd'hui que dans les États-nations : l'association libre de citoyens égaux s'accordant des droits qui garantissent l'autonomie civique de chacun ; la distribution des pouvoirs assurant que les décisions collectives sont bien le fruit de l'association de tous les citoyens ; l'intégration sociale par la solidarité civique qui supporte l'exercice de l'autorité politique. Les deux premières conditions ressortissent de l'organisation des capacités juridiques qui garantissent les droits fondamentaux. La troisième concerne les fondements socio-culturels de la communication et du débat dans la sphère politique. Au niveau national, le pouvoir gouvernemental est encastré dans la grammaire de la loi, de sorte que les citoyens exercent leur autorité à travers la loi à laquelle ils se soumettent. Au niveau européen, cet ordre constitutionnel n'existe pas, ou pas encore.

C'est pourquoi l'Union européenne est un curieux hybride. Contrairement à une confédération de nations, il y a, dans le domaine de la concurrence, une loi européenne qui prévaut sur les législations nationales. Mais, contrairement à un État fédéral, il n'y a pas d'autorité constitutionnelle. C'est pourquoi la priorité de la loi européenne dans les domaines où elle existe n'est pas hiérarchique. Elle se conçoit comme une alliance déléguant des pouvoirs limités à l'Union. Dès lors qu'il a été reconnu une personnalité juridique à l'Union, la citoyenneté européenne existe, mais c'est une forme faible en termes d'organisation politique comme de conscience sociale.

Il s'ensuit que la question de la souveraineté partagée est toujours en suspens. Le Conseil européen est une anomalie juridique. Il peut élaborer des orientations politiques. Mais il ne peut ni promulguer des lois, ni émettre des directives pour la Commission. Il peut être un pouvoir politique concentré en cas de congruence d'intérêts obtenue par consensus, mais il n'a pas de force juridique pour les faire légitimer par les citoyens. Il peut tout au plus susciter des innovations institutionnelles par la procédure simplifiée d'amendements des traités.

Or, nous allons montrer dans les chapitres 8 et 9 qu'il va falloir inventer l'avenir, tant pour établir un contrat social indispensable à une société inclusive que pour réussir la transition écologique, fondement de la croissance soutenable. Cela implique que les élites politiques gagnent l'acceptation des peuples par de larges débats démocratiques. Sylvie Goulard et Mario Monti ont insisté, à juste titre, sur l'importance cruciale du rôle inclusif du débat démocratique, conçu et organisé pour être directement européen[7].

Notes

1. R. Wright, *One Nation under Debt : Hamilton, Jefferson and the History of What We Owe*, New-York, Mac Graw Hill, 2008.

2. Le livre désormais classique qui énonce les fonctions économiques de l'État déterminant la structure des finances publiques est dû à Richard Musgrave : *The Theory of Public Finance*, New-York, Mac Graw Hill, 1959.

3. Les zones monétaires optimales, c'est un peu l'auberge espagnole ; il existe des listes de critères économiques, sans rapport les uns avec les autres où les auteurs décrètent qu'il y a zone monétaire optimale et donc que l'on peut unifier les monnaies sans danger que la monnaie unifiée soit incomplète. Trois contributions célèbres sur le sujet sont : R. Mundell, « A theory of optimum currency areas », *American Economic Review*, 1961, vol. 51(4), pp. 657-665 ; R. Mac Kinnon, « Optimum currency areas », *American Economic Review*, 1963, vol. 53(4), pp. 717-725 ; P. Kenen, « The theory of optimum currency areas : an eclectic view », *Monetary Problems of the International Economy*, 1969, pp. 41-60.

4. *Note du CAE*, n° 3, avril 2013.

5. H. Enderlein, L. Guttenberg et J. Spiess, *Une assurance contre les chocs conjoncturels dans la zone euro*, Notre Europe, septembre 2013.

6. J. Habermas, *The Crisis of the European Union : A Response*, Polity Press, 2012.

7. S. Goulard et M. Monti, *De la démocratie en Europe*, Flammarion, 2012.

CHAPITRE 8

PEUT-ON ÉTABLIR UN NOUVEAU CONTRAT SOCIAL ?

La logique communautaire a été initiée dans les années 1950. On a l'habitude de dire qu'elle a été engagée pour empêcher le retour de la guerre en Europe. Cela est vrai dans les rapports entre États. Mais de la guerre est sortie une transformation profonde des sociétés européennes. Dans les six pays qui ont fait le socle de la communauté européenne, il s'est développé un même type de contrat social qui les a distingués du reste du monde à l'exception des pays scandinaves. L'épanouissement de la société salariale, née aux États-Unis dans les années 1920 et institutionnalisée par le New Deal, a connu en Europe une forme plus accomplie.

La protection sociale universelle, le droit du travail, la reconnaissance syndicale et la négociation collective sont les rapports sociaux constitutifs de la société salariale que Pierre Rosanvallon préfère appeler « société de redistribution »[1]. Ce fut une valeur commune à tous les pays de la Communauté européenne jusqu'à l'entrée du Royaume-Uni dans la Communauté. Ces pays partageaient un même contrat social. Les valeurs de solidarité les distinguaient de la philosophie politique anglo-saxonne comme des types de sociétés existant dans le reste du monde.

La mutation du capitalisme, qui s'est édifiée sur la crise inflationniste des années 1970 et qui a abouti à la crise financière de la fin des années 2000, a détruit le contrat social européen de redistribution. Nous avons détaillé dans les chapitres précédents le processus de transformation institutionnelle qui pourrait aller dans le sens de la complétude de l'euro. Mais la légitimité démocratique de ces évolutions ne saurait être que formelle. Elle doit s'ancrer dans une démocratie réelle et celle-ci ne peut provenir que de l'élaboration d'un contrat social de participation, en lieu et place du défunt contrat de redistribution. Un tel contrat peut s'interpréter, si on veut, comme une refondation de la social-démocratie.

Ce chapitre est consacré à avancer un certain nombre d'idées destinées à faire discuter certains linéaments d'un tel contrat social. Inutile de dire que les inflexions du gouvernement français dans le sens d'un « contrat de responsabilité » pour tenter de faire passer les cadeaux fiscaux aux entreprises ne sont pas du tout dans cette perspective.

Tant que les sociétés, même « avancées », demeurent organisées par le travail, tout contrat social digne de ce nom doit s'ancrer dans l'entreprise. Car c'est le premier lieu d'intégration sociale. Cependant, après trente ans de destruction des principes énoncés dans l'après-guerre, l'entreprise est devenue souvent un lieu de discrimination, de frustrations, d'épuisement physique et intellectuel et d'inégalités de plus en plus gigantesques dans la répartition du produit du travail. Les tendances destructrices venues du travail fragmentent la société et affaiblissent sa cohésion avec des conséquences négatives visibles de tous pour le fonctionnement de la démocratie.

La première section de ce chapitre est donc consacrée à la gouvernance des entreprises. La société salariale ou de redistribution était fondée sur une gouvernance managériale. La financiarisation des entreprises l'a détruite au profit de la gouvernance actionnariale. Un contrat social de participation ne peut s'inscrire que dans une gouvernance partenariale. Quelles structures de coordination ? Quelle répartition des pouvoirs ? Mais aussi quels types d'actionnaires sont-ils compatibles avec la gouvernance partenariale ?

La seconde section concerne les principes que les politiques sociales doivent adopter pour être compatibles avec un contrat social de participation. Le principal problème est le gonflement démesuré de la rente financière, que la gouvernance actionnariale a stimulé et a

permis de diversifier sous la forme de plus-values et de super dividendes, de rémunérations managériales extravagantes, d'assurances retraite démesurées et de services payés à une élite juridico-financière. La question fondamentale est donc celle des principes de justice sociale compatibles avec la participation des citoyens dans la production des biens publics permettant de lier étroitement le contrat social au développement durable.

GOUVERNANCE PARTENARIALE ET INVESTISSEURS FINANCIERS RESPONSABLES

Si le marché du travail était un marché ordinaire, déterminant le juste prix du travail comme le prétendent les tenants de la valeur actionnariale pour justifier l'exclusivité du pouvoir des actionnaires sur les entreprises, il n'y aurait aucun besoin de développer un droit du travail et des modes de négociation spécifiques des salaires et des conditions de travail. Le marché du travail fonctionnerait comme un marché boursier ! Mais le travail ne s'échange pas. Ce qui s'échange, c'est le produit du travail d'un travailleur indépendant, ou le loyer d'une capacité de travail pendant un temps donné d'un travailleur salarié. Le salaire est le prix monétaire du loyer d'une capacité de travail pendant un temps donné. Le contrat de travail est donc incomplet par nature parce que les capacités de travail sont inaliénables, hormis dans un rapport esclavagiste. C'est bien pourquoi la subordination de ces capacités est limitée par une loi spéciale, le droit du travail, alors que la propriété d'un objet ressortit du droit civil (*usus et abusus*).

La transformation de la capacité de travail en flux de travail est un processus qui n'a rien à voir avec l'échange de deux parties égales sur un marché concurrentiel. C'est une relation de pouvoir de celui qui commande l'exécution du travail et de subordination de celui qui l'exécute. De plus, cette relation n'a rien d'individuelle. Elle implique complémentarité et coordination dans des collectifs de travail. Il existe une tension irréductible entre ces deux aspects de coopération et de subordination. D'un côté, l'entreprise est une équipe dont la productivité dépend de la coopération et de l'efficacité de ses talents. Il est donc illusoire de prétendre mesurer séparément les contributions marginales individuelles de chaque employé à la valeur produite par l'entreprise et de faire croire que la structure des salaires les exprime. Mais, d'un autre côté, l'entreprise en tant que groupement humain est placée sous la tutelle d'une société privée qui est conçue pour réaliser un objectif capitaliste : la valorisation de l'ensemble des actifs de l'entreprise. Ce n'est pas la propriété d'une chose, mais celle d'un processus de création de valeur par subordination de groupes de capacités humaines.

Il est donc logique que cette contractualisation respecte des règles collectives négociées entre les employeurs et les représentants de catégories de salariés (négociation collective). Mais cette contractualisation est nécessairement incomplète, puisque la subordination signifie que quiconque commande le travail d'autrui a le droit de ne pas en prédéterminer le contenu. Cette unilatéralité du pouvoir a néanmoins une contrepartie qui peut être revendiquée. Étant parties prenantes à la création de valeur d'une manière qui ne peut être complètement contractualisée, les capacités humaines sont des actifs intangibles en sus des coûts de leur location. Ces actifs intangibles contribuent au rendement économique de l'entreprise. Les salariés qui en sont les porteurs sont des ayants droit sur la valeur totale de la firme. Ce sont des partenaires de l'entreprise avec lesquels il est légitime de nouer un contrat social.

Pourquoi un tel contrat est-il nécessaire ? Parce que, contrairement au capital physique, ces actifs inhérents aux personnes humaines n'ont pas de droits de propriété reconnus dans la comptabilité financière des entreprises. Celle-ci ne les traite pas comme du capital. On comprend donc que des entreprises dirigées selon la valeur actionnariale, c'est-à-dire asservies à la logique financière, ne les traitent pas comme des parties prenantes, sauf s'il s'agit de compétences directement liées à la gestion financière.

Ces considérations théoriques aboutissent au résultat suivant concernant la gouvernance des entreprises. Les actifs intangibles d'une entreprise sont spécifiques par leur complémentarité qui implique une coordination capable d'élever la productivité des entreprises et donc d'en augmenter la rentabilité économique. La gouvernance capable d'atteindre cette performance est un jeu de coordination des intérêts multiples des ayants droit subordonnés sous l'objectif de maximisation de la valeur totale de la firme. C'est le rôle du conseil d'administration, en tant qu'organe politique de l'entreprise, de déterminer des objectifs stratégiques communs capables d'être mis en application, tout en étant conformes au principe universel de valorisation. Les jeux de coordination avec complémentarités stratégiques ont des équilibres multiples. Il existe donc différents modèles de gouvernance, et on ne saurait oublier la possibilité de faillites de gouvernance lorsque les rapports sous-jacents se modifient.

Le contrat social de la société salariale et sa destruction par la financiarisation

L'acteur collectif dominant de la société salariale d'après-guerre a été la grande entreprise industrielle. La finance était dans une position dominée parce qu'elle était étroitement régulée par l'État et surtout parce que les entreprises avaient largement la capacité de s'autofinancer. Corrélativement, la bourse n'avait aucune importance en Europe continentale. Le général de Gaulle a déclaré que la politique de la France ne se faisait pas à la corbeille. Il en était de même de la stratégie des entreprises.

La grande entreprise avait une organisation multifonctionnelle et multidivisionnaire. Elle était capable d'intérioriser les conflits surgissant de la subordination du travail dans une technostructure. Les intérêts des parties prenantes étaient gérés par des compromis salariaux négociés entre les directions de ressources humaines des entreprises et les représentants syndicaux des catégories de travailleurs selon des conventions collectives pluriannuelles. Le principe général guidant ces compromis était l'indexation de l'évolution du salaire nominal sur l'inflation et l'indexation du salaire réel sur les gains de productivité, généralement sectoriels, voire de l'ensemble de l'économie. Dans certains pays, comme la France où le secteur public d'entreprise était large et puissant, les négociations collectives du secteur public donnaient la norme aux autres secteurs de l'économie. La hiérarchie des salaires dans les entreprises était gérée à partir de classifications des compétences, déterminant des grilles de salaires stables et donc limitant les conflits internes.

Il s'agissait donc bien d'un contrat social de redistribution. Le partenaire salarial par l'intermédiaire de ses représentants syndicaux abandonnait à la technostructure, donc aux directions managériales des entreprises, les choix de production et d'investissements porteurs de progrès de productivité. Les directions en retour avaient pour objectif la croissance à long terme des entreprises qui garantissait la stabilité des compromis de répartition, permettant une progression généralisée des revenus.

Ce contrat social était donc étroitement lié à la gouvernance managériale des entreprises dans laquelle les départements techniques et ceux des ressources humaines avaient la position haute et les départements financiers étaient subordonnés à poursuivre des relations stables avec des banques pour des apports de financement externes complémentaires de l'autofinancement.

Au plan macroéconomique, ce mode de gouvernance a été d'une redoutable efficacité pour préserver une croissance élevée et peu volatile. Ce régime de croissance a connu son apogée dans les années 1960 pour développer le mode de consommation de masse de la société salariale, fondé sur l'urbanisation, le logement social, l'automobile individuelle et l'équipement électroménager. La prévisibilité de la progression de la demande favorisait un taux d'investissement élevé et régulier qui incorporait les progrès de productivité par les

rendements croissants de l'industrie. Le rythme de la productivité soutenait la hausse des salaires réels. La croissance absorbait la main-d'œuvre jeune issue du baby-boom et maintenait un taux d'emploi élevé.

L'efficacité de ce mode de régulation a duré autant que les progrès de productivité ont été suffisamment rapides pour satisfaire les anticipations de hausses des revenus. Or, les progrès de la productivité industrielle dans la production de masse dépendaient de l'approfondissement continu de la division du travail et de l'intensification des rythmes de travail. À la fin des années 1960, la croissance de la productivité a commencé à ralentir sous l'effet notamment de la résistance des travailleurs à l'intensification du travail et des conflits internes aux entreprises par résistance des jeunes travailleurs aux hiérarchies pesantes de la gouvernance managériale. En conséquence, une inflation rampante commença à prendre racine et à se nourrir de la fameuse boucle d'interactions salaires/prix[2].

Sur ce processus se greffèrent dans les années 1970 de multiples chocs (surchauffe américaine, politique monétaire délibérément inflationniste sous Nixon, guerre du Vietnam, destruction du système de Bretton Woods, chocs pétroliers) qui le transformèrent en crise inflationniste. Celle-ci mit fin au mode de régulation de la société salariale à la fin des années 1970, lorsque le président de la Réserve fédérale américaine, Paul Volker, décida de mettre fin à l'inflation par un changement radical de la politique monétaire. Cette transformation, en élevant massivement le coût du capital, mit la finance au poste de commandement et détruisit systématiquement le contrat salarial du capitalisme managérial pour promouvoir la gouvernance actionnariale.

Dans les quatre premiers chapitres, nous avons eu l'occasion de mettre en évidence les caractéristiques majeures de ce régime dominé par le cycle financier et les raisons de sa crise. Rappelons ici ses effets sur la société salariale dans les pays qui l'ont adopté le plus complètement. Son foyer se trouve dans le monde anglo-saxon avec l'arrivée au pouvoir de Ronald Reagan aux États-Unis en 1980 et de Margaret Thatcher au Royaume-Uni en 1978. Son idéologie est l'ultralibéralisme qui nie la spécificité du travail et donc cherche à individualiser au maximum la relation salariale.

La prise du pouvoir de la finance dans les entreprises a eu pour conséquence la destruction systématique du pouvoir syndical et la disparition du lien entre la progression des salaires et les gains de productivité. Parallèlement, les règles qui stabilisaient la hiérarchie des salaires ont disparu. Corrélativement, l'organisation des entreprises a été bouleversée par l'extériorisation de fonctions jusqu'alors incorporées dans l'entreprise multifonctionnelle, par l'écrasement des structures hiérarchiques avec disparition du management intermédiaire et par la réorganisation des entreprises en réseaux de centres de profit autonomes contrôlés par l'unité financière du groupe. À partir du milieu des années 1980, ce changement de structures a provoqué une vague de fusions, acquisitions, démembrements et remembrements d'entreprises, déclenchant le premier engouement euphorique des marchés boursiers dans la nouvelle ère du capitalisme financiarisé.

D'énormes mutations dans la division du travail ont généralisé ce modèle d'entreprise à la plupart des économies industrialisées. L'ouverture au commerce international de produits manufacturés de la Chine et de l'Inde a énormément accru la force de travail mondiale, créant un énorme excès d'offre de travail. La baisse subséquente des coûts salariaux unitaires dans ces puissances émergentes a bouleversé les conditions de la compétitivité dans les pays industrialisés, entraînant un double mouvement de délocalisation et de pression féroce sur les salaires et les conditions de travail. Simultanément, la révolution informationnelle a introduit un paradigme technologique très différent de la mécanisation qui guidait la division du travail dans la production de masse des produits industriels. De nouvelles qualifications ont

surgi et d'autres ont dépéri, renforçant la tendance à l'individualisation des salaires et à la polarisation des rémunérations.

Les conséquences macroéconomiques de ces changements structurels ont été dramatiques : un ralentissement très fort, voire une stagnation complète dans les pays anglo-saxons, du salaire réel médian, une montée du chômage structurel en Europe, particulièrement en France, une surenchère à la baisse de la fiscalité sur les entreprises et sur les revenus du capital avec pour conséquences les déficits chroniques des budgets sociaux ou l'amputation des droits.

Une crise profonde de la cohésion sociale s'est progressivement installée. L'exacerbation du besoin d'autonomie financière individuelle pour participer à la compétition des modes de vie est entrée en conflit avec la pression subie sur les revenus de la plus grande partie de la population. L'ajustement s'est fait par l'endettement généralisé des ménages, principale source de la rente financière. La dynamique du cycle financier a emporté la totalité du régime de croissance vers la crise financière systémique.

La crise du capitalisme actionnarial laisse un champ de ruine sociale dont les gouvernements n'ont pas pris la pleine mesure. Les institutions intermédiaires capables de nouer des compromis collectifs ont perdu beaucoup de leur légitimité. La perte de confiance dans l'action collective a provoqué une méfiance endémique dans la capacité du politique de produire des finalités communes. L'exclusion sociale est éprouvée dans de larges couches de la société. La croyance s'est installée d'une régression dans un type de capitalisme où l'intégration du travail n'est plus à l'ordre du jour. Et pourtant, il faut bien tirer de la crise les germes d'un renouveau du lien social.

Le besoin d'un contrat social de participation

Il ne peut pas y avoir de sortie de crise sans un mouvement pour rétablir une croissance inclusive. Cette finalité passe par la reconstitution d'un contrat social capable de relever la productivité. Car, on l'a vu à plusieurs reprises, la productivité du travail a stagné et la productivité globale a baissé depuis 2007 en zone euro. La source des progrès de productivité se trouve dans la promotion des collectifs de travail.

À cet égard, la révolution numérique fait apparaître des opportunités nouvelles. Les outils technologiques (plateformes virtuelles) réunissent des compétences autrefois dispersées. Le développement passe par la valorisation et la reconnaissance du patrimoine humain collectif[3]. Il est essentiel de le considérer comme un investissement, donc de le comptabiliser comme tel, dans la formation, l'accompagnement des mobilités et les pratiques managériales. Les politiques qui décident de cet investissement ne sont efficaces que si elles sont intégrées dans la planification stratégique de l'entreprise. Cette fonction désigne ce qui est permanent dans l'entreprise à l'encontre du modèle Wall Street où rien n'est permanent, tout doit être liquidable selon les errances des marchés boursiers.

Il y a donc une chaîne de valeur intangible qui résulte de l'interdépendance dynamique entre les actifs intangibles individuels, par exemple le rôle du savoir tacite résultant du face-à-face entre les participants d'un projet d'investissement innovateur. La survaleur d'innovation (quasi-rente) est produite par cette synergie. Les individus possédant les compétences associées sont des parties prenantes au profit et doivent participer à la gouvernance de l'entreprise. Le propre des nouvelles technologies, et de l'économie de la connaissance en général, est de reposer sur l'interaction et l'implication des salariés. La motivation des salariés devient le principal facteur de la productivité.

L'intégration de l'industrie et des services est un champ technologique émergent qui ouvre des possibilités immenses aux formes participatives d'organisation des entreprises. Une intelligence collective va devenir de plus en plus indispensable pour réussir dans la concurrence. En conséquence, les salariés deviennent des parties prenantes de l'entreprise : des *stakeholders*[4]. Parce qu'elle mobilise la créativité des ressources humaines rassemblées dans l'entreprise, la gouvernance partenariale est la principale source de compétitivité.

La productivité résulte essentiellement de l'apprentissage collectif : savoir tacite par circulation des compétences qui valorise les capacités individuelles, interactions informelles entre employés au sein de structures horizontales, motivation des salariés en tant que partenaires. Seule la gouvernance partenariale par participation effective des salariés au CA peut créer les contrepouvoirs nécessaires pour garantir la formation de compétences collectives en tant que facteur de production.

Le danger est, bien sûr, que la diversité de la production due à la multiplication des services associés à la production matérielle ne rende les relations interentreprises instables. Cette instabilité se répercuterait sur l'emploi. La réponse se trouve dans les modes de production collaboratifs entre les entreprises avec des partenariats de coproduction entre fournisseurs et clients. Elle est aussi et surtout dans la réallocation des travailleurs dans l'intelligence créative, qui n'est pas susceptible d'être confiée à des ordinateurs. C'est pourquoi la hausse du coût du travail est un incitant majeur à la transformation des processus de production. Alors l'automatisation réduit les besoins de travail non qualifié et renforce le besoin d'investir en compétences pour répondre aux demandes de travail qualifié[5].

Il s'ensuit que la formation tout au long de la vie doit devenir un droit fondamental de citoyenneté, adossé à la personne, car indispensable à l'intégration sociale. Il doit à la fois bénéficier d'un financement public par un impôt universel à base large et devenir la préoccupation déterminante des stratégies d'entreprise dans la gouvernance partenariale. Il s'agit bien d'un contrat social de participation. Il doit élever massivement le niveau général d'éducation de la population, car la capacité à interagir dépend surtout des compétences générales.

La responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) n'est donc ni un supplément d'âme, ni un coût. Mais l'enjeu de la gouvernance partenariale va bien au-delà de la RSE, car les actifs intangibles ne sont pas sur le même plan que le capital physique. Celui-ci se déprécie dans l'usage. En outre, son accumulation dans les mêmes techniques entraîne une baisse de sa productivité marginale. Au contraire, le capital intangible se bonifie dans l'usage. Sa complémentarité avec le capital physique dans des processus intégrant étroitement production matérielle et services contrecarre la baisse de la productivité marginale du capital des entreprises.

Lorsque les entreprises sont organisées en réseaux qui intériorisent les externalités dues à ces interactions, elles constituent des systèmes d'innovation. Pour tirer parti de cette coordination, il faut une gouvernance qui reconnaisse la diversité, la capacité d'interaction et la mobilité des compétences humaines, donc une gouvernance partenariale étendue.

Quel actionnariat pour la gouvernance partenariale ?

La remise en cause de la valeur actionnariale va de pair avec l'abandon du capitalisme financiarisé sous tous ses aspects. Dans le chapitre 5, on a prôné une intermédiation capable de financer le long terme. Plusieurs systèmes sont possibles, mais ils ont en commun la stabilité de l'actionnariat à l'encontre du principe de la valeur actionnariale pour lequel la rotation de l'actionnariat est une méthode de capture de plus-values financières à court

terme. Au contraire, les investisseurs financiers préoccupés du rendement à long terme de leurs investissements sont des investisseurs responsables.

Un écosystème industriel performant et pratiquant la gouvernance partenariale est le Mittelstand allemand. On l'a évoqué au chapitre 4. Certes, il ne s'agit pas de copier le Mittelstand, mais d'observer qu'on y trouve des actionnaires responsables et liés à la gouvernance partenariale. Plus généralement, les investisseurs responsables sont ceux qui combinent trois préoccupations : le service de la société au sens d'investissements confortant la croissance inclusive et soutenable ; la recherche de rendements à long terme pour l'épargne qui leur est confiée ; l'évaluation du rendement social des investissements productifs que leurs apports financiers aident à réaliser. Ces préoccupations les conduisent au dialogue et à la concertation avec toutes les parties prenantes concernées par les projets d'investissement, de manière à internaliser tant que faire se peut les externalités positives et négatives qui sont liées à ces investissements. L'idée est de parvenir à calculer le rendement interne intégral des projets, prenant en compte les coûts et bénéfices futurs non évalués par les marchés.

Un horizon long est indispensable pour conduire de telles stratégies. Des innovations comptables sont également indispensables parce que bien des effets sociaux et environnementaux des investissements projetés par les entreprises n'ont pas de prix de marché. Il faut donc que soient définis par débats entre les parties prenantes des prix notionnels qui permettent de calculer leurs effets. C'est possible pour internaliser des externalités locales à une ville, un district, voire une région. Pour des externalités globales comme la pollution atmosphérique, le prix notionnel du carbone doit être institué par l'État ou mieux par un accord entre États, comme on le verra au chapitre 9. On aboutit ainsi à la formalisation partenariale d'interdépendances présentant des externalités étendues.

PRINCIPES DE JUSTICE ET CHOIX SOCIAL

Comment approfondir l'appartenance sociale ? La société de redistribution avait développé une solution générale : la protection sociale universelle. Quels en ont été les effets régulateurs ?

La protection sociale pour renforcer l'appartenance

La croissance n'est pas en elle-même une finalité sociale. C'est le processus économique par lequel peuvent être conciliés l'exigence du profit et de l'accumulation du capital d'un côté, les besoins de cohésion et de progrès dans les sociétés salariales de l'autre. Nous avons montré en quoi la gouvernance managériale, étroitement liée à la négociation collective des partenaires sociaux, y contribuait. Mais elle est bien loin d'y suffire. Car un même taux de croissance tendanciel peut recouvrir des sociétés bien différentes. Certaines sont des cauchemars, d'autres des matrices de l'épanouissement humain. Certaines sont des sociétés sécrétant inégalités et exclusions, d'autres des sociétés protégeant les salariés des risques économiques. Certaines sont des sociétés dévorées par la cupidité dans la poursuite sans frein de l'enrichissement individuel, d'autres des sociétés déployant des systèmes collectifs de solidarité.

Ce fut l'honneur de l'Europe après la Seconde Guerre mondiale d'avoir fait le choix social de l'inclusion des citoyens. Le traumatisme de la guerre avait fait comprendre à la classe politique des pays belligérants que la solidarité sociale était le ciment d'un esprit communautaire. Le choix des trente dernières années de développer le marché et exclusivement le marché a détruit cet esprit. Car la possibilité d'un mode de régulation tourné vers le progrès social dépend avant tout de la médiation politique.

Après la Seconde Guerre mondiale, le progrès de tous devint la valeur cardinale de l'appartenance sociale. Cette valeur fut inscrite dans les programmes d'éducation, de logement social et de sécurité sociale. Le système de contributions et de prestations eut une capacité de régulation économique si efficace que les partis politiques de tout bord y adhérèrent. La démocratie sociale s'imposa donc comme un principe d'appartenance. Le principe de la protection sociale universelle est qu'aucun membre de la société ne doit être laissé de côté ; tous doivent être traités également. Ce n'était pas seulement de la rhétorique politique comme le sont les discours d'aujourd'hui.

L'effet macroéconomique stabilisant de la protection sociale résultait d'abord de ce que le salaire indirect, comme on l'a appelé, complétait la négociation collective en préservant la régularité du salaire dans le cycle économique ; ce qui amortissait considérablement la profondeur du cycle. C'était un ensemble de transferts sociaux (prestations santé, allocations chômage, salaire minimum, impôt progressif) fonctionnant comme des stabilisateurs automatiques qui diminuaient largement le besoin de mener des politiques budgétaires contracycliques discrétionnaires. Le revenu disponible des ménages était ainsi découplé des fluctuations du revenu primaire résultant du chômage ; ce qui préservait la régularité de la demande finale et donc l'emploi.

Certes, les modèles de protection sociale différaient selon les pays. Mais, si l'on considère les pays d'Europe continentale à l'origine de l'Union européenne, c'est le modèle corporatiste fondé sur le travail qui fut adopté, notamment en Allemagne et en France. Son handicap, peu visible à l'époque de la croissance forte, mais bien réel, était de faire porter sur les contributions partagées des employeurs et des employés, donc sur le coût salarial, le poids des prestations sociales. Cela a fait naître, puis croître le dilemme entre préservation des prestations et limitation du coût du financement lorsque la croissance a fléchi à partir des années 1980. Le dialogue social en a été irrémédiablement altéré.

La discrimination persistante à l'égard des femmes : un énorme coût social

En dépit de sa prétention à l'universalité, le système de la redistribution a laissé de côté bien des discriminations, dont celle à l'égard des femmes n'est pas la moindre. Elle concerne, en effet, la moitié de la société ! L'évolution des rôles sociaux des femmes est sans doute le potentiel de transformation des sociétés le plus riche de progrès futur. C'est aussi le domaine où les effets de croissance sont les plus entravés par des mentalités qui sont encore majoritairement figées dans les stéréotypes vis-à-vis des rôles sociaux, en totale opposition avec les bouleversements de la production évoqués plus haut comme ferments d'une société de participation. C'est enfin le terrain où le volontarisme politique peut mettre le lien social en accord avec les aspirations individualistes et avec l'égalité formelle de la citoyenneté, comme cela a été fait en Scandinavie.

D'un point de vue purement quantitatif, l'OCDE a calculé ce que rapporterait en croissance supplémentaire l'égalisation des taux d'activité hommes/femmes sur la période 2011-2030 par rapport à l'inégalité régnant en 2010. L'Union européenne gagnerait en moyenne 0,5 % de croissance du PIB chaque année sur la période 2011-2030, l'Allemagne autant, la France 0,4 %, l'Espagne 0,6 % et surtout l'Italie 1 %. C'est donc loin d'être négligeable, surtout sur un continent rattrapé par le vieillissement[6].

Mais cet aspect purement quantitatif est le petit bout de la lorgnette. Car les discriminations frappent surtout les femmes dans les rémunérations et dans les opportunités d'emplois. À qualification égale et dans les mêmes secteurs d'emplois, l'écart de rémunération hommes/femmes en France qui était de 10 % en 2000 s'est accru à 13 % en 2010, contrairement à l'idée fausse que les choses s'arrangent spontanément, lentement mais

sûrement. Cet écart s'accroît lorsqu'on monte dans l'échelle des rémunérations. Pour la tranche de salaires des 10 % les plus élevés, l'écart s'élève à 24 %. Les écarts grimpent également avec l'âge à cause de la pénalisation dans les carrières que les employeurs imposent en prenant prétexte de la maternité et des interruptions de carrière qui en découlent. Enfin, les inégalités sont plus importantes dans les pays où les taux de syndicalisation des salariés sont faibles.

Le modèle de la famille nucléaire et hiérarchique est venu des États-Unis à partir des années 1950. Le ménage, pas l'individu, était l'unité économique autonome. La raison se trouvait dans une division sexuelle du travail à un seul revenu monétaire, les femmes étant parquées dans les territoires familiaux. Cette subordination totale des femmes pouvait être présentée sous un jour progressiste. Il fallait, en effet, une société capable de faire croître régulièrement le revenu réel de ses membres salariés masculins pour entretenir l'élévation du revenu des ménages. Il fallait un essor des classes moyennes et un développement universel de l'éducation pour que le mode de vie de la famille nucléaire devienne la norme pour toute la société. Mais, ruse de l'histoire, l'éducation des filles, la demande insatiable de travail et le progrès technique, par la mise au point de la pilule contraceptive, allaient permettre aux premières générations du baby-boom de contester le carcan dans lequel elles avaient vécu. Dans les années 1960 et 1970, les femmes firent irruption sur le marché du travail de manière irréversible. Cependant, la progression du travail féminin a été quantitativement inégale selon les pays. Qualitativement, en outre, les femmes subissent toujours les obstacles de la discrimination dans l'emploi et de la persistance d'une division du travail totalement inégalitaire dans le ménage.

Des lois instituant l'égalité des droits et des chances ont bien été promulguées, un pays après l'autre. Mais elles ne pèsent pas lourd devant les mentalités des employeurs qui les ignorent superbement, faute d'une volonté politique sérieuse de les faire appliquer, à l'exception de la Scandinavie. Aussi, le marché du travail est-il fortement segmenté entre les sexes. La main-d'œuvre féminine s'est révélée bien adaptée au nouveau régime de croissance. Très flexibles, acceptant les emplois à temps partiel et bas salaires, les femmes travaillent dans une gamme d'activités beaucoup plus étroite que les hommes. Le commerce, le travail de bureau, les services sociaux, l'éducation, font plus de 50 % de l'emploi féminin dans l'Union européenne. Dans les emplois où les femmes sont numériquement les plus nombreuses, les salaires tendent à être bas. Travaillant en majorité dans des emplois précaires, à durée déterminée ou par l'intermédiaire d'agences de travail temporaire, elles ne bénéficient pas de la couverture sociale attachée aux emplois normaux.

Les obstacles qui entretiennent cet état de fait sont profondément enkystés dans la structure de la société civile et hantent les stéréotypes dans lesquels la majorité des membres de la société, qu'ils soient hommes ou femmes, se représentent les liens sociaux. Ces obstacles se dressent à la fois dans l'organisation des entreprises et dans celle de la famille.

Une société de participation est celle dans laquelle toutes les fonctions sociales sont partagées également. Il n'existe aucune raison d'efficacité, au contraire, pour que les fonctions supérieures de management dans les entreprises ne soient pas remplies par autant de femmes que d'hommes globalement dans un pays. Mais la culture d'entreprise établit des rites de passage pour la promotion vers les positions de pouvoir. Un rite important pour des cadres candidats à des promotions élevées, rite qui n'a rien à voir avec l'efficacité, mais tout avec la probation, est de montrer que l'on accepte de travailler un nombre d'heures insensé par semaine et que l'on est instantanément disponible pour voyager n'importe où dans le monde. Coincées par la rigidité incompressible de leurs tâches familiales, la plupart des femmes mariées ne peuvent se plier à ces exigences. Ajoutons à cela les préjugés de caste

solidement chevillés qui sévissent parmi les hauts dirigeants des grandes entreprises, de la finance et de la fonction publique, concernant la soi-disant émotivité du « tempérament féminin », et on aura une idée des mécanismes de la ségrégation sociale.

Le verrouillage social s'appuie aussi sur l'extrême inégalité de la division du travail au sein des ménages. Toutes les enquêtes montrent que le travail domestique, les soins et le temps consacré aux enfants, sont très inégalement partagés même lorsque le mari et la femme travaillent tous deux à temps plein. Certes, les degrés d'inégalité varient d'un pays à l'autre et diminuent parmi les jeunes couples ; ce qui peut être le signe encourageant d'une évolution des mentalités pour l'avenir. Quoi qu'il en soit, placées devant les contraintes contradictoires des entreprises et de la famille, les femmes ne quittent plus le marché du travail, mais se résignent à accepter des statuts qui les excluent de la promotion sociale.

L'égalité des chances est un principe d'équité d'une société de participation. Les bonnes âmes, fort nombreuses parmi les économistes, y font référence sans vergogne en « oubliant » que ce principe n'est pas appliqué pour la moitié de la population. Une société réalisant l'émancipation de la subordination personnelle en tirerait des avantages économiques en termes de demande et d'offre, au-delà de l'aspect purement quantitatif d'augmentation de l'emploi chiffrée ci-dessus. L'unité de consommation ne serait plus la famille nucléaire, mais l'individu dans une famille paritaire à double carrière. La diversité de la consommation en serait grandement accrue, surtout dans les services.

Le gain le plus important se trouverait dans l'offre productive. Les niveaux d'éducation des femmes et des hommes ont atteint la parité. Si les verrous artificiels qui barrent aux femmes les positions sociales auxquelles elles ont légalement droit sautaient, elles ne seraient plus cantonnées dans des segments étroits de la division du travail. L'offre de main-d'œuvre qualifiée serait diversifiée et largement accrue au bénéfice des entreprises. Si tant est que les femmes apportent une approche différente des problèmes professionnels et une participation au travail de groupe qui mette en valeur la cohésion par rapport à la compétition, la flexibilité organisationnelle des entreprises serait enrichie. Les styles de direction seraient démultipliés et la capacité d'innovation pourrait être accrue.

Pour avancer dans cette direction, il faut une évolution des pratiques dans la société civile et des réformes institutionnelles. Il faut éliminer les stéréotypes sexués dès l'école primaire. Car il faut faire reconnaître la valeur de l'égalité des sexes en lieu et place de la subordination des femmes. Il faut aussi investir en biens et services publics pour que la vie quotidienne et la carrière professionnelle deviennent compatibles. Des services subventionnés et de grande qualité, complétés par des congés de maternité et des congés parentaux, maintenant intégralement les positions des personnes (hommes ou femmes) dans les entreprises, permettraient aux femmes de poursuivre des carrières tout en conservant des taux de fécondité qui garantissent la reproduction des générations. Enfin et surtout, comme l'expérience scandinave l'a montré, il faut passer par une période de discrimination positive avec des quotas dans les positions de pouvoir pour briser une fois pour toutes l'obscurantisme social qui perpétue les discriminations négatives.

Quels principes de justice pour une société de participation ?

L'exigence d'équité signifie préoccupation pour autrui à l'opposé du postulat utilitariste de l'ultra-libéralisme. On sait, en effet, depuis la démonstration par Arrow du théorème d'impossibilité, qu'il n'existe pas de procédure de choix social susceptible de satisfaire les préférences individuelles qui puisse être qualifiée de rationnelle et démocratique[7]. Selon Rawls, l'équité c'est d'abord le droit égal de tous à un ensemble de libertés de base, réelles (pas seulement formelles), qu'il appelle les biens premiers[8]. Les inégalités légitimes

compatibles avec l'équité doivent satisfaire deux conditions. La première est que toutes les positions sociales soient ouvertes à tous, donc que les mécanismes d'exclusion et de discrimination soient abolis. La seconde est que les inégalités de position soient au service d'une efficacité sociale, au sens où elles procurent les plus grands bénéfices aux membres les plus désavantagés de la société.

La transformation de la société capitaliste financiarisée, qui est une machine à produire de l'exclusion, vers la société de participation passe donc avant tout par l'élimination des enchaînements fatals, c'est-à-dire des cercles vicieux qui bloquent toute possibilité de mobilité sociale ascendante. Car les enchaînements fatals sont des obstacles dirimants aux capacités des personnes à exercer leurs libertés réelles, c'est-à-dire à transformer leurs « *capabilities* », au sens d'Amartya Sen, en projets de vie susceptibles d'être réalisés[9].

L'élimination des trappes de pauvreté, définies comme la privation des biens premiers, doit être le guide des politiques publiques d'inclusion. Il suffit d'observer les résultats de la politique du logement et de l'éducation sur le territoire français pour voir qu'on en est loin. Au-delà de cet objectif minimal, il n'existe pas de principe de justice sociale qui puisse être unanimement qualifié d'optimal ou de supérieur. Le choix social est un domaine de politiques évolutives pour des améliorations relatives. Par délibérations et accords partagés dans une société de participation, il doit être possible de déclarer injustes des situations que l'on trouve de plus en plus dans les sociétés dites « avancées », de manipulations financières répétées et de collusions délibérées qui règnent au sein du lobby bancaire international, d'inégalités de revenus démesurées, de discriminations dans l'emploi, d'exclusion de l'accès aux soins, d'évasion fiscale organisée.

Pour que la démocratie aide à faire évoluer la société dans le sens de la participation, il faut qu'elle soit indissolublement liée à l'exigence d'équité. Elle doit largement dépasser la procédure électorale pour organiser l'intervention des citoyens dans les débats qui concernent les politiques sociales concrètes. Ceci implique une diffusion d'information beaucoup plus exigeante que ce que font les médias et une multiplicité de lieux de contre-pouvoirs élaborant des positions raisonnées. C'est le débat public qui peut faire évoluer les mentalités vis-à-vis des discriminations de genre. Mais l'amélioration de la qualité du débat public lui-même passe par un effort d'élévation du niveau général d'éducation. Tel est le sens de l'ordre démocratique. Telle devrait être la logique de l'État de droit.

Notes

1. P. Rosanvallon, *La Société des égaux*, Seuil, 2011.

2. M. Aglietta, *Régulation et crises du capitalisme* (2e éd.), Odile Jacob, 1997.

3. La mesure des enjeux du patrimoine humain a fait l'objet d'une recherche collective entreprise par le cercle des DRH européens. Pour un bilan de ces travaux, voir Y. Barou (dir.), *Patrimoine humain de l'entreprise et compétitivité*, Les Îlots de résistance, 2014.

4. Voir Michel Aglietta et Antoine Rébérioux, « Financialization and the firm », dans M. Dietricht et J. Krafft (eds.), *Handbook on the Economics and Theory of the Firm*, Oxford, 2012, chap. 23.

5. G. Duval, *L'Entreprise efficace à l'heure de Swatch et McDonald's*, Syros, 1998, pp. 165-176.

6. Voir l'ouvrage très complet publié par l'OCDE : *Inégalités hommes-femmes. Il est temps d'agir*, OCDE, 2012.

7. K. Arrow, *Social Choices and Individual Values* (2e éd.), New-York, Wiley, 1963.
8. J. Rawls, *Théorie de la justice*, Seuil, 1987.
9. A. Sen, *L'Idée de justice*, Flammarion, 2010.

CHAPITRE 9

QUEL RÉGIME DE CROISSANCE SOUTENABLE POUR L'EUROPE DANS LA PERSPECTIVE DE LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE ?

Pour qu'un régime de croissance soit à la hauteur des défis de ce siècle, il doit être non seulement inclusif mais aussi soutenable. Or, l'Europe, comme le reste du monde, subit une triple crise financière, sociale et écologique. On a étudié les deux premières dimensions dans les pages précédentes. La troisième a une évolution plus lente à cause de l'inertie des interactions réciproques entre environnement et économie. Mais c'est celle dont le potentiel destructeur est le plus grand. Inversement, faire de la transition écologique le principe directeur des politiques pour rénover la croissance aurait des effets bénéfiques sur les deux autres dimensions de la crise. Comme on va le voir dans ce chapitre, cela permettrait de vivifier la démocratie réelle en impliquant des choix sociaux de l'espace politique international aux territoires élémentaires. Cela requiert aussi une transformation de la finance dans le sens défini à la fin du chapitre 5, c'est-à-dire la promotion d'investisseurs à long terme responsables.

La croissance soutenable, que d'aucuns appellent aussi développement durable, doit d'abord être définie pour que le principe guidant les politiques de long terme apparaisse clairement. La transition énergétique au sens large, entreprise dans la perspective du changement climatique, c'est-à-dire englobant l'efficacité énergétique de l'ensemble des processus de production, les transports et l'habitat, entraînera l'investissement à long terme qui peut à la fois relever la croissance et en changer la qualité. Les dysfonctionnements entraînés par les choix contradictoires de l'Allemagne et de la France montrent à quel point une politique européenne de l'énergie est indispensable. Cependant, le financement de cette transition requiert une intermédiation financière liée à une valeur sociale du carbone, très différente de la financiarisation des trois précédentes décennies. C'est une raison supplémentaire de restructurer la finance très profondément. Enfin, l'efficacité énergétique passe par un remodelage du système productif dans le sens de l'économie circulaire et territorialisée ; ce qui contribuerait à intensifier l'intégration de l'industrie et des services et à remodeler les territoires qui ont subi la désindustrialisation.

BIEN-ÊTRE SOCIAL ET QUALITÉ DE LA CROISSANCE

Une politique économique tournée vers le bien-être social doit être orientée par des repères, des mesures et des moyens très différents de ceux qui sont en vigueur actuellement. La comptabilité nationale organisée autour du produit intérieur brut (PIB) devrait être profondément modifiée dans le sens exploré par le groupe d'experts des Nations Unies sur la richesse inclusive[1].

Le PIB, toujours considéré par les gouvernements comme le critère ultime du succès ou de l'échec de leurs politiques, est un flux de valeur essentiellement marchande, pendant une période donnée. Il efface l'ensemble des problèmes de répartition dont on a parlé dans le chapitre 8. Un même niveau de PIB peut être atteint dans des sociétés très inégalitaires ou dans des sociétés qui ont édifié des systèmes efficaces de protection collective contre les risques sociaux et de redistribution des revenus par la fiscalité. Dira-t-on que ces sociétés ont le même niveau de bien-être social ?

Considérons les États-Unis qui ont un revenu monétaire moyen par personne plus élevé que celui de la plupart des pays européens. Est-ce la bonne mesure d'un bien-être indiquant que c'est une société plus développée que l'Europe ? Pour une bonne part, le niveau élevé du salaire moyen compense le coût de la santé le plus élevé du monde, parce qu'il n'existe pas de système social d'assurance santé dans le secteur privé, en dépit de la réforme timide et

avortée de Barack Obama, et parce que la collusion des professions de santé et des compagnies d'assurance privées maintient les prix exorbitants des services de santé. De plus, l'augmentation vertigineuse des inégalités exclut environ 47 millions d'Américains de toute assurance santé. Tout cela ne se lit pas dans le PIB. Au contraire, cela gonfle le PIB du fait des salaires élevés nécessaires pour payer la rente extraite par les professions de santé et par les compagnies d'assurance. Enfin, si l'on examine les indicateurs directs de performance de la santé calculés par l'organisation mondiale de la santé (OMS), les États-Unis sont parmi les moins performants des pays dits avancés en espérance de vie et indicateurs de morbidité, dont les maladies cardiaques et l'obésité.

Considérons maintenant les grands producteurs de pétrole : Nigéria, Russie, Arabie Saoudite, Venezuela. Selon les critères de mesure des Nations Unies, aucun de ces pays n'est sur une trajectoire soutenable à l'aune de l'indicateur de richesse inclusive. Cela veut dire qu'ils sont incapables de réinvestir les revenus procurés par les ressources fossiles extraites du sous-sol en éléments de richesse producteurs de bien-être social pour leurs populations. Ces pays détruisent leurs richesses et amputent donc le bien-être des générations futures. Pourtant, leur PIB augmente.

Ces observations et bien d'autres montrent que ni le capital naturel fourni par les écosystèmes, ni le capital social fourni par les personnes humaines dans leur collaboration, ne sont comptabilisés, ni par les nations, ni par les entreprises comme du capital. Car ils n'ont pas de droits de propriété appropriables privativement et pas de prix de marché en tant qu'actifs. Il s'ensuit qu'une logique purement marchande ne peut prétendre conduire à un optimum social, pas plus que des politiques économiques visant seulement à réguler la trajectoire du PIB ne peut y aider.

En 2008, une commission sur la mesure de la performance économique et du progrès social a été réunie sous la présidence de Joseph Stiglitz. Son rapport[2] rendu en septembre 2009 propose différentes méthodes pour dépasser les apories des systèmes comptables existants : enrichir le PIB en prenant en compte les inégalités sociales dans une évaluation corrigée, compléter le PIB par des indicateurs qui permettraient de suivre des objectifs contraignants pour les gouvernements, enfin, étendre la comptabilité à la mesure de catégories de capital ignorées dans le système standard, en dressant des comptes satellites dans la perspective d'un futur système intégrant une conception généralisée du capital. Aucune de ces approches n'a été considérée par aucun gouvernement autre que le gouvernement norvégien pour guider la stratégie de son fonds souverain. En revanche, certaines entreprises, prenant leur responsabilité sociale au sérieux, et certains investisseurs institutionnels responsables s'y intéressent.

La méthode des Nations Unies est la plus complète parce qu'elle essaie d'évaluer les contributions sociales marginales au bien-être des différentes composantes du capital généralisé, donc de mesurer ce que le marché ne fait pas, parce que les coûts et avantages de ces différents actifs sont des externalités, c'est-à-dire des influences ignorées des marchés.

Ces contributions marginales au bien-être social sont controversées parce que ce sont des « prix fantômes » (*shadow prices*) dont l'évaluation ne peut provenir que d'un débat entre parties prenantes concernées par les conséquences néfastes de la pollution, de la destruction de la fertilité des sols, mais aussi d'un climat social conflictuel ou de la rareté de compétences. Construire les instruments de mesure de la croissance soutenable, c'est donc faire progresser la démocratie réelle. C'est aussi lui donner la dimension du long terme, car la société est un collectif qui se perpétue dans le temps. Le bien-être est transgénérationnel, sa base productive est la richesse totale de la nation englobant toutes les formes du capital. L'investissement net d'une nation dans le référentiel de la croissance soutenable est le taux

auquel la richesse sociale totale progresse, lorsque les différents actifs qui composent cette richesse sont mesurés à l'aune de leurs contributions marginales au bien-être social sur une période pour laquelle ces contributions peuvent être tenues pour constantes. La croissance est soutenable sur une durée où cette condition est vérifiée si l'investissement net ainsi mesuré ne décroît pas.

La mesure de la richesse des nations selon cette méthodologie est encore hors d'atteinte et elle le sera tant que les gouvernements n'auront pas pris les dispositions pour développer leurs systèmes statistiques de manière à élargir la mesure du capital et l'intégrer dans un système de comptabilité renouvelé[3]. Mais il est d'ores et déjà possible, à partir des résultats théoriques portant sur la qualité de la croissance, de définir des priorités d'investissement dans le sens de la soutenabilité.

La raison avancée pour ne rien changer au référentiel usuel de la croissance et donc pour ne pas modifier notre conception de l'action publique est toujours la même : la croyance dans le fondamentalisme du marché. Si l'on pense que les différentes formes de capital sont substituables, on croit que l'on peut toujours, dans le système de comptabilité et donc de prix existant, substituer des formes de capital que l'on sait produire (machines, équipements, systèmes d'information) à des formes de capital que l'on ne produit pas (reconstitution des écosystèmes) ou que l'on laisse détruire délibérément (déforestation, acidification et épuisement des ressources des océans). Si, au contraire, la substitution entre les formes de capital est faible ou nulle, la destruction des formes de capital qui ne sont pas reproduites menace la soutenabilité à long terme des sociétés dans leur ensemble.

Or il existe au moins deux types d'évolutions destructrices du capital naturel qui ne peuvent faire l'objet de substitutions par le capital existant dans les modes actuels d'allocation des activités économiques. Ce sont l'attrition de la biodiversité et le changement climatique. La biodiversité ne se prête pas aisément à une valorisation générale. Elle implique des politiques ciblées, localisées à partir d'indicateurs spécifiques et de normes contraignantes. Au contraire, le changement climatique, qui est la cause d'une externalité globale, peut être traité à l'aide d'un standard de prix universel : la valeur sociale du carbone. L'investissement dans la maîtrise du changement climatique a le potentiel de renouveler profondément le régime de croissance dans le sens du développement durable.

LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE AU RISQUE DU CHANGEMENT CLIMATIQUE

La transition énergétique, liée au changement climatique et pas seulement à la rareté à venir des sources d'énergie fossile, n'est pas qu'un processus de substitution de sources d'énergie renouvelables à des non renouvelables. C'est une transformation d'ensemble de la production dans le sens de l'efficacité énergétique à laquelle l'efficacité carbone est étroitement corrélée. En ce sens, on peut qualifier cette transformation de vague d'innovation séculaire.

Les innovations séculaires nourrissent l'accumulation du capital sur de longues périodes parce qu'elles bouleversent la vie des sociétés. C'est une coévolution du changement des structures économiques et des institutions sociales qui oriente des trajectoires de croissance sur de très longues périodes. S'inscrivant dans la logique capitaliste, ces innovations radicales sont concrétisées dans les structures de la production et dans les modes de vie par les paris de la finance. Les crises d'adaptation sont donc toujours marquées par des crises financières de grande ampleur qui résultent des excès dans la valorisation des promesses de rentabilité que ces innovations engendrent. À travers ces crises financières, c'est le régime de croissance qui se redéfinit. Les grandes vagues d'innovation peuvent se chevaucher, la

crise d'adaptation d'un type d'innovation coexistant avec l'émergence du suivant. C'est ainsi que l'organisation taylorienne du travail développée dans les chaînes intégrées de production de l'industrie lourde a essaimé dans la production de masse des biens durables de consommation, fer de lance de la vague d'innovations suivante.

En recoupant les informations sur les dates des révolutions industrielles et sur les déclenchements des crises financières majeures, puis sur l'étude de l'époque dite fordiste, on peut dresser le tableau 1, complété par les connaissances parcellaires sur les révolutions en cours des technologies de l'information et de l'environnement.

Tableau 1. Innovations séculaires

Type d'innovation	Émergence	Diffusion	Crise d'adaptation	Maturité	Période totale
Machine à vapeur et textiles	1762-1774	1794-1834	1834-1843	1844-1861	1762-1861
Rail et sidérurgie	1831-1847	1847-1888	1888-1895	1896-1917	1831-1917
Production de masse	1882-1908	1908-1937	1937-1949	1950-1973	1882-1973
Information et communication	1961-1981	1981-2000	2000-2013	2013- ?	1961- ?
Environnement	1972-2015	2015- ?	??	??	1972- ?

Sources : J. Schumpeter (*Business Cycles*, 1939), D. Landes (*The Unbound Prometheus*, 1969), M. Aglietta (*Régulation et crises du capitalisme*, 1976)

Il décrit le déploiement de ces innovations qui scandent les époques historiques du capitalisme depuis la première révolution industrielle. Elles sont bien au-delà des politiques économiques. Toute la société des pays qu'elles transforment est concernée, soit directement, soit par les répercussions de la mobilité du travail sur les secteurs plus traditionnels. Toutefois, ces innovations requièrent une complémentarité des investissements publics et privés. C'est ainsi que l'automobile a remodelé entièrement les villes. Elles se déploient en phases successives (tableau 1). Les investissements structurants jouent un rôle majeur dans leur expansion parce qu'ils induisent des flux d'investissement qui réalisent le paradigme de l'innovation majeure dans l'ensemble de l'économie. C'est le lien entre l'innovation générique qui révolutionne le progrès technique et transforme le mode de vie et les innovations incrémentales qui la réalisent concrètement dans les entreprises.

La possibilité d'une vague d'innovations radicales fondée sur l'environnement n'est pas reconnue par tous. Si l'on fait remonter l'événement inaugural à l'avertissement du Club de Rome en 1972, la phase d'émergence est particulièrement longue. Même le sommet de la terre à Rio en 1992 et les conférences internationales qui ont suivi n'ont pas véritablement lancé la phase de diffusion. Celle-ci est en effet la phase où le principe qui porte l'innovation séculaire considérée devient dominant dans les choix d'investissement des pays leaders dans les technologies qui concrétisent cette innovation. Même si de plus en plus d'acteurs économiques et de gouvernements sont convaincus de la réalité du changement climatique et de son origine humaine, le lien financier qui déclenche les investissements massifs de l'entrée dans la phase de diffusion n'a pas encore été noué.

Notre hypothèse est que l'Europe a une opportunité à saisir et que le moment inaugural est la conférence de Paris de 2015. Si l'Europe saisit l'opportunité d'être pionnière dans cette révolution industrielle qui va transformer la frontière technologique, elle peut créer une

puissante relance de la croissance et retrouver un rôle éminent dans les futures négociations internationales. Encore faut-il que les pays européens coopèrent dans une politique énergétique intégrée. Or, le choix unilatéral de la transition énergétique allemande d'un côté, l'immobilisme du gouvernement français devant le lobby nucléaire de l'autre, ont rendu cette coopération impossible jusqu'ici.

Les déboires de la transition énergétique allemande et ses conséquences pour l'Europe

En principe, l'Allemagne s'est bien engagée dans l'innovation séculaire environnementale : baisse volontariste des émissions de gaz à effets de serre (GES de 40 % d'ici 2020 par rapport à 1990 et sortie du nucléaire en 2022). Mais les transferts impliqués dans le financement du coût de la transition n'ont pas été bien partagés et ont accru les inégalités. Le double objectif du développement durable, inclusion et soutenabilité, n'est pas respecté[4].

Le premier paradoxe est la remontée des émissions de GES depuis 2011 à cause de l'accroissement de la part de la production d'énergie à base de charbon, elle-même due au développement des gaz de schiste aux États-Unis. En même temps, les efforts pour améliorer l'efficacité énergétique ont ralenti, parce que le rythme de rénovation des bâtiments est très en deçà des objectifs. En revanche, les énergies renouvelables se développent grâce aux subventions accordées. Mais le coût de ces subventions est supporté par les ménages et les PME ; ce qui défavorise le plus les ménages les plus pauvres. Les grandes entreprises industrielles, au contraire, bénéficient d'exonérations. Car la facture des investissements pour la production d'énergie renouvelable est considérable (120 milliards d'euros sur 2005-2012). De son côté, la rénovation de logements, même si le programme plafonne récemment en montants investis, est très supérieure à ce qui est fait en France : 165 000 logements par an pour 76 000 euros par logement contre 50 000 logements pour 37 000 euros par logement en France sur 2010-2012.

Les coûts à venir pour le renforcement des réseaux de distribution d'électricité et l'augmentation des capacités de stockage et de rééquilibrage entre sources énergétiques sont élevés, mais indispensables à la stabilité du système électrique à cause de l'importance croissante des énergies intermittentes. La sortie prématurée du nucléaire par rapport au plan antérieur crée un surcoût de démantèlement des centrales et de traitement des déchets difficile à évaluer.

Les transferts pour le financement des énergies renouvelables et pour les subventions aux entreprises qui sont grandes consommatrices d'énergie sont élevés. Une discrimination en découle dans les prix de l'électricité. Les industriels gros consommateurs d'électricité payent des prix équivalents aux prix français, les autres consommateurs des prix 40 à 90 % plus élevés. Les prix de marché des sources primaires de l'énergie sont complètement dysfonctionnels par rapport aux besoins d'une économie bas carbone. Le développement du gaz de schiste aux États-Unis libère des centrales à charbon qui produisent pour l'Europe au lieu de fermer, d'autant que le prix du CO2 est au plus bas. Pourtant, les prix finaux pour les consommateurs au détail ne baissent pas.

Si l'adaptation par la rénovation des bâtiments grâce au financement par la banque KfW a un bilan positif, d'autant que c'est un bon moyen de soutenir l'activité économique et de créer des emplois ; en revanche la réduction de CO2 à travers le soutien aux énergies renouvelables est provisoirement en échec. Le dysfonctionnement est profond puisque des centrales à gaz sont arrêtées, alors que des centrales à charbon brûlant du lignite (les plus polluantes) s'y substituent ! Or, les causes sont communes à toute l'Europe en raison de l'évolution des prix mondiaux : doublement des prix du gaz entre 2005 et 2012, baisse de 40 % des prix du charbon de 2011 à 2013. Pour la contrecarrer, il faudrait un prix du CO2 de

l'ordre de 50 euros la tonne évitée, donc une vraie politique européenne intégrée de l'énergie et du changement climatique. En dehors des progrès dans les bâtiments, le lobby des transports bloque toute baisse des émissions dans l'automobile, de sorte que les émissions ne baissent plus dans l'industrie depuis quatre ans.

La transition énergétique menée dans un seul pays se heurte à l'intégration des marchés européens de l'énergie du point de vue des réseaux et des réglementations. Intensifier la coopération n'est pas une option, c'est une nécessité. Cela n'implique pas que tous les pays fassent les mêmes choix dans la composition des énergies primaires pour la production d'électricité, mais cela exige l'investissement dans un réseau intelligent de stockage et de distribution unifié au niveau européen. Cela requiert des partenariats technologiques pour les réseaux et pour les énergies renouvelables, en sorte que le solaire soit plutôt développé en Grèce que sur les bords de la Baltique. Pour y parvenir, il faut une planification stratégique à long terme déterminant des objectifs communs. Cela pose directement la question des énormes financements à long terme que les systèmes d'intermédiation existants, banques commerciales et marchés des capitaux, sont incapables d'assumer.

Financer la transition énergétique pour une croissance soutenable en Europe

Les investissements requis par le défi climatique ne font pas partie du *business as usual*. Ils sont affectés d'une double incertitude écologique et technologique, et par conséquent présentent des risques difficiles à appréhender, car ce sont des risques non financiers résultant d'externalités que le marché n'évalue pas. Ils s'insèrent dans des structures très lourdes qui sont affectées d'irréversibilités considérables. Ils requièrent des financements longs et de gros montants, alors que les retours sur investissement sont lointains.

Pour toutes ces raisons, les marchés de capitaux n'offrent que des financements très insuffisants que l'on peut remarquer en observant la faible attraction des obligations « vertes ». Car les investisseurs institutionnels détiennent des actions et des obligations facilement négociables, dont ne font pas partie les titres de dettes finançant les infrastructures et l'environnement. Ce sont des actifs alternatifs que les investisseurs institutionnels ne détiennent presque pas (moins de 1 % de leur portefeuille pour les fonds de pension des pays de l'OCDE)[5]. Quant aux banques, elles ne sont pas outillées pour immobiliser des crédits sur le long terme si elles ne peuvent pas partager les risques, donc trouver les relais d'investisseurs capables d'engagements à long terme. Bref, la transition sera trop lente si les États européens n'organisent pas la politique industrielle requise et l'intermédiation financière capable de la soutenir.

Jusqu'ici rien n'est venu. Ainsi, les politiques énergétiques en Europe sont-elles chaotiques et contradictoires, comme on vient de l'observer en évoquant la transition énergétique allemande. En l'absence de toute cohérence dans les politiques suivies par les différents pays, les subventions pour de nouvelles sources d'énergie peuvent être excessives puis disparaître abruptement avec des effets dévastateurs sur les *cash-flows* des projets en cours. Du point de vue des sources de financement, une forte diversification des instruments et un changement d'échelle sont indispensables.

L'incertitude politique et l'inaptitude des marchés financiers pour investir dans les infrastructures environnementales constituent un double handicap. Les obstacles à l'investissement alternatif sont bien connus : la compétition des gérants d'actifs pour les palmarès trimestriels ne valorise que les rendements à court terme ; la plupart des investisseurs ont des restrictions réglementaires dans la détention d'actifs longs ; la politique de concurrence qui sépare les producteurs de réseaux et les fournisseurs de services forcent les investisseurs à choisir les droits de propriété qu'ils veulent détenir sans pouvoir

incorporer les synergies dans leurs investissements, alors que les activités sont techniquement et économiquement intégrées. Il existe peu d'historique de prix et pas de benchmark, forçant à intérioriser complètement la gestion de ces actifs, ce qui est coûteux. Les investissements verts ont des handicaps supplémentaires. Le plus rédhibitoire est l'inexistence ou l'inadéquation du prix du carbone déterminé sur le marché des droits à polluer. Ce handicap est d'autant plus dirimant que les innovations dans les investissements « bas carbone » portent des risques à la fois technologiques et écologiques. Sans une valorisation crédible suffisante du carbone, garantie par les gouvernements et croissante dans le temps, et sans arrêt des subventions aux énergies fossiles, ces investissements sont dominés par les infrastructures existantes.

Pour rediriger l'épargne dans les investissements bas carbone, il faut abaisser les profils de risque des projets pour les investisseurs sans surcharger les contribuables. Pour cela, il faut reconnaître que la réduction des émissions a une valeur monétaire croissant dans le temps. Mais cette valeur monétaire ne peut pas être présentement fournie par une taxe ou par un marché portant sur les transactions courantes que les économies très affaiblies par la crise ne pourraient pas supporter[6]. Il faut donc penser autrement. La base du financement de la transition vers une économie bas carbone ne peut être que monétaire.

Proposition pour le financement monétaire d'actifs carbone

Pour entrer dans le régime de croissance du XXIème siècle, il est devenu impératif de redéployer les investissements bien au-delà du secteur de l'énergie : transports, bâtiments, nouveaux matériaux et leur transformation, recyclage des déchets et bio-agriculture. Pour identifier les besoins de financement, il faut distinguer deux notions : d'une part, le flux des paiements sur toute la durée de la vie d'un investissement, qui doit être recouvré par les revenus produits de manière à livrer aux investisseurs un rendement interne supérieur au coût du capital (moyenne pondérée du rendement de marché des actions et des titres de dettes de long terme) ; d'autre part, le montant à avancer pour la construction des équipements, l'expérimentation des processus de production et la prospection des marchés avant que la commercialisation ne livre les premiers *cash-flows* (*upfront costs*). Il y a donc un double problème à surmonter. Les investissements de réduction des émissions ont un rendement social (pour la collectivité) dont une dimension est la réduction de la quantité de GES dans l'atmosphère. Il s'agit d'une externalité positive par diminution d'une externalité négative. Si elle n'est pas reconnue par un prix, le calcul du rendement interne de l'investissement sera sous-évalué et ce projet d'investissement sera dominé par la poursuite des investissements (énergétiques par exemple) plus polluants. Il faut pouvoir calculer un rendement interne intégral qui incorpore dans les *cash-flows* futurs le gain social de l'abattement du carbone. Il faut donc une valorisation du carbone suffisamment élevée pour déclencher le flux d'investissement de réduction des émissions qui est devenu urgent. De plus, les investissements de la transition climatique ont un coût d'amorçage et d'installation élevé, parce que les retours de *cash-flows* ne couvrent ces coûts qu'en fin d'exploitation.

Cette distinction recoupe celle qu'il faut faire entre volume d'investissement net et brut. Les volumes d'investissement brut sont très élevés, mais les volumes d'investissement net à long terme des technologies bas carbone peuvent être faibles, parce que les coûts bruts seront compensés, si tout va bien, par la diminution massive de la demande d'énergie liée à une efficacité plus grande et surtout aux gains résultant des choix technologiques et des comportements de consommation urbains plus économes grâce à l'adaptation (*smart cities*).

La première innovation à faire pour amorcer un flux d'investissements bas carbone est politique. Elle incombe au Conseil des chefs d'État de l'Union européenne et elle consiste à instituer une valeur sociale du carbone pour toute l'Europe. Ce ne sera ni un prix déterminé

dans un marché du carbone, ni une taxe incorporée dans les prix des marchandises courantes. C'est un prix notionnel qui se définit comme la valeur d'une tonne d'équivalent CO2 évitée et qui s'applique aux nouveaux investissements et non au capital déjà installé. Il est de la même signification logique que le taux d'actualisation. Il est d'ailleurs indispensable pour contrebalancer l'obstacle que le taux d'actualisation oppose au calcul de la rentabilité anticipée de projets longs et risqués.

Cette proposition introduit une distinction temporelle dans la politique climatique en distinguant la valorisation des investissements nouveaux, c'est-à-dire du capital futur à produire, et la valorisation du capital déjà installé et des biens et services qu'il produit. Cette distinction est faite parce que les investissements sont urgents et qu'ils sont longs et incertains, alors que l'établissement d'une taxe ou d'un prix de marché à un niveau suffisant pour rendre ces investissements possibles est actuellement hors d'atteinte politiquement dans la plupart des pays. C'est la réalisation des investissements bas carbone qui modifiera progressivement la structure de la production et rendra possible et acceptable l'instauration ultérieure d'une taxe carbone.

La valeur sociale du carbone, définie en unités monétaires, établit un nouvel espace de commensurabilité, celui des actifs carbone. Ceux-ci sont les valeurs appliquées aux volumes d'équivalents CO2 évités par des investissements « bas carbone » dans toutes les activités économiques. Ils sont des produits joints de tous les investissements orientés « bas carbone », qu'ils soient d'abattement ou d'adaptation, qu'ils soient centralisés ou décentralisés. Il y a actif carbone lorsque la quantité de gaz à effets de serre évitée par un investissement a été vérifiée et certifiée par des agences d'expertise indépendantes.

Pour lancer effectivement une politique européenne d'investissements sur la base de la valorisation d'actifs carbone, les gouvernements des pays membres doivent s'engager à garantir pour une période de cinq ans une certaine quantité d'actifs carbone. Cet engagement ferait l'objet d'un accord scellé par le Conseil européen et validé par le Parlement européen. Pour les entreprises porteuses de projets, l'avantage se trouve dans la certitude de l'accroissement de la valeur sociale du carbone dans le temps, laquelle élève la valeur des investissements de long terme conformes à la politique climatique relativement aux autres. Pour les prêteurs, qui cherchent à réduire les pertes incorporées dans leurs actifs hérités de la crise et qui accumulent des liquidités, il s'agit de l'opportunité de sources de crédit dont le risque est partagé à la hauteur des actifs carbone validés. Il reste à déterminer le système d'intermédiation financière réalisant ce partage des risques[7].

Le pivot en est la BCE. Grâce à la garantie des gouvernements portant sur les actifs carbone produits par les investissements, la banque centrale peut inscrire à l'actif de son bilan la valeur des actifs carbone garantis. En contrepartie, elle émettrait à son passif des certificats carbone. Ceux-ci entreraient dans les réserves des organismes financiers (banques de financement, banques de développement, fonds d'investissement) qui ont financé les projets d'investissement validés par les agences de certification. L'incertitude pour les preneurs de risque qui financent les projets, découlant des « *upfront costs* » sur les projets financés, est en quelque sorte socialisé en partie. Il est diminué du montant des certificats carbone sur les actifs carbone garantis. Quant à la banque centrale, ce mode d'action monétaire peut être considéré comme entrant dans les politiques quantitatives de bilan mises en œuvre depuis la crise. La différence est que, contrairement à des achats de titres publics ou hypothécaires qui monétisaient des dettes existantes, le financement monétaire des actifs carbone s'applique à la création d'actifs réels nouveaux. Ces actifs sont des valeurs produites par des investissements qui ne seraient pas entrepris sans ce partage des risques.

Le mode de financement proposé correspond à une politique monétaire de transition comme l'est l'action quantitative des banques centrales en réponse à la crise financière. Il est possible d'envisager sa sortie ultérieure lorsque les investissements bas carbone auront fait la preuve de leur efficacité par un abattement significatif de la concentration en GES et par l'équipement des agents économiques leur permettant une adaptation meilleure au changement climatique. La condition de sortie du financement monétaire serait la convergence à terme entre la valorisation de l'externalité carbone par l'outil financier et celle qui émanerait d'une future taxe carbone. Cette condition de convergence garantit la cohérence temporelle du rendement espéré des investissements. Pour une sortie souple de la politique financière d'acquisitions des actifs carbone, la banque centrale pourrait se contenter de ne plus en acquérir en contrepartie des certificats carbone que les banques lui présentent (une sorte de « *tapering* »), mais d'en conserver le stock dans son bilan. Elle pourrait aussi les remettre progressivement sur le marché sous forme d'obligations vertes, détruisant la contrepartie de monnaie créée antérieurement.

DÉCENTRALISATION :VERS UNE ÉCONOMIE CIRCULAIRE ET TERRITORIALE

Le changement climatique n'est pas la seule menace pour le régime de croissance des économies capitalistes. Selon la définition de la croissance soutenable donnée au début de ce chapitre, c'est la préservation de la richesse sociale totale des nations qui est en jeu. Comme l'avaient déjà pressenti les conclusions du Club de Rome, la surexploitation des écosystèmes et des ressources naturelles finies ne peut s'autoréguler, car elle est ignorée des normes que la finance affiche pour orienter l'investissement. Il n'existe pas de « valeur fondamentale » révélée par les marchés financiers pour les actifs non produits, porteurs de rareté absolue, qu'ils soient renouvelables ou pas.

La baisse tendancielle du prix réel des matières premières autres que le pétrole au cours du XXème siècle (70 % en moyenne) a été renversée dans la première décennie du XXIème siècle. Il en a résulté des déséquilibres financiers et des désordres sociaux que la spéculation financière a exacerbés. La logique de l'accumulation du capital sous la contrainte de la concurrence a été un aiguillon pour augmenter sans relâche la productivité du travail et du capital physique. Rien de tel pour le capital naturel. Si les prix ont baissé longtemps, c'est parce que le coût social de reproduction des ressources renouvelables (forêts, eau et ressources halieutiques) d'une part, le coût de l'épuisement des ressources non renouvelables d'autre part, n'étaient pas pleinement pris en compte. Ce n'était pas parce que des technologies étaient choisies pour accroître la productivité de l'usage des ressources naturelles. Au contraire, le gaspillage, l'augmentation des déchets, la pollution de l'eau et la destruction des espèces par les produits chimiques, l'épuisement des sols par l'agriculture intensive, sont des caractéristiques persistantes des modes de production et de consommation capitalistes.

L'économie circulaire fondée sur le recyclage est la première étape d'une transformation des systèmes productifs pour augmenter l'efficacité de l'usage des ressources[8]. Les pouvoirs publics commencent à bouger pour faire porter la responsabilité des producteurs sur la gestion des déchets issus de leurs processus de production. C'est toujours la même question. Il faut créer des protocoles et des réglementations pour conduire les agents économiques à internaliser les externalités environnementales à la place des marchés défaillants. Les économies peuvent être énormes. Par exemple, la production de verre à partir du sable consomme cinq fois plus d'énergie que la production de verre à partir de verre recyclé. D'après un rapport du programme des Nations Unies pour l'environnement, le recyclage des métaux est bien plus faible que leur potentiel de réutilisation. Les économies viennent de

partout : moins de coûts d'extraction, moins de dépenses d'énergie et d'eau, moins de dégradation de l'environnement naturel et moins d'émission de CO2.

Pour l'Europe, l'économie circulaire peut être un vecteur de compétitivité industrielle et de restructuration des activités économiques dans les territoires au service de la croissance soutenable. L'économie circulaire reterritorialise les activités de production à l'opposé des chaînes de valeur linéaires, car ce qui est un résidu pour une activité devient une ressource pour une autre dans des échanges en boucles. Cherchant à accroître la productivité de l'usage des flux de matières, l'économie circulaire est un principe d'intégration de l'écologie et de l'économie. Pour mettre en œuvre ce principe, il faut penser le recyclage dès la conception des produits. Il s'agit donc bien d'une logique d'innovation qui cherche à tirer parti d'externalités positives dans un modèle général de développement viable. À l'encontre de la conception mécanique de la croissance économique selon la théorie néo-classique, l'économie circulaire oriente le développement économique vers la théorie des systèmes complexes : importance des boucles de rétroaction, multifonctionnalité, saturation des capacités de réparation des sous-systèmes, donc limites au recyclage.

Compte tenu des interdépendances à mobiliser, les acteurs politiques en première ligne sont les pouvoirs politiques locaux. Il leur incombe d'organiser une démocratie du territoire pour produire une intelligence collective stratégique permettant de mettre en réseau de coopération des collectivités territoriales, des associations de citoyens et des entreprises pour promouvoir des innovations *bottom-up*. Des systèmes d'information ouverts et en développement continu sont nécessaires pour les évaluations de politiques territoriales[9]. Il s'agit donc bien d'un approfondissement de la démocratie. Du niveau européen pour instituer la valeur sociale du carbone à l'organisation de la démocratie réelle et à la mise en réseau des entreprises sur les territoires, la gouvernance européenne doit devenir multi-niveaux et multi-acteurs pour inventer l'avenir.

Notes

1. Les Nations Unies pilotent des programmes sur les dimensions humaines du développement et sur l'environnement qui unissent leurs forces pour produire périodiquement un rapport sur la richesse inclusive et soutenable, dont l'enjeu est de dépasser les conventions du système officiel de comptabilité nationale pour accéder à une mesure exhaustive de la richesse des nations. Le rapport disponible le plus complet est : UNU-IHDP et UNEP, *Inclusive Wealth Report 2012 : Measuring Progress Towards Sustainability*, Cambridge University Press, 2012.

2. J. Stiglitz, A. K. Sen et J.-P. Fitoussi, *Mismeasuring our Lives : Why GDP Doesn't Add Up*, New-York, The New Press, 2010.

3. M. Aglietta, « Sustainable growth : do we really measure the challenge? », in *Measure for Measure : Do we measure development?*, Proceedings of the AFD-EUDN conference 2010, AFD, décembre 2011.

4. Voir l'étude documentée du think tank Terra Nova : M. Girardé, P. Musseau et C. Schramm, *La Transition énergétique allemande*, Terra Nova, juin 2014.

5. Institutional investors and green infrastructure investments », OECD Report, octobre 2013.

6. J.-C. Hourcade, P. R. Shukla et C. Cassen, « Climate policy architecture for the Cancun paradigm shift : building upon the lessons of history », *International Environmental Agreement*, numéro spécial, à paraître en 2014.

7. M. Aglietta, J.-C. Hourcade, C. Jaeger et B. Perrissin Fabert, « Financing transition in an adverse context : climate finance beyond carbon finance », *International Environmental Agreement*, numéro spécial, à paraître en 2014.

8. V. Aurez et J.-C. Lévy, *Économie circulaire, écologie et reconstruction industrielle ?*, CDNC, 2013.

9. Voir le rapport dirigé par J.-P. Aubert, *Mutations socio-économiques et territoires : les ressources de l'anticipation*, septembre 2014.

CHAPITRE 10

QUELLE PLACE POUR L'EUROPE DANS LA NOUVELLE ÉPOQUE DE LA MONDIALISATION ?

L'Europe en tant que telle n'existe pas au plan politique. La première raison, sur laquelle nous avons insisté tout au long de ce livre, est l'incomplétude de l'euro. Il ne peut y avoir d'influence politique de l'Europe que si les évolutions institutionnelles étudiées dans les chapitres 5 à 7 sont conduites à leur terme. Un ordre constitutionnel européen, légitimant un niveau communautaire du pouvoir politique, est un prérequis pour exprimer une ambition de l'Europe vis-à-vis du monde.

Mais cela ne suffit pas. Il faut encore que cette ambition ait un contenu pertinent pour apporter des réponses aux problèmes auxquels l'humanité va faire face en ce siècle. Comme nous l'avons rappelé, après la Seconde Guerre mondiale, cette ambition existait. C'était d'établir la paix et d'apporter au monde le modèle de progrès social le plus avancé. À notre époque, nous avons tenté de montrer dans les chapitres 8 et 9 que l'ambition devait être la croissance inclusive et soutenable.

Cela pose un sérieux problème, parce que cette ambition n'est pas affirmée en Europe dans les milieux politiques influents, autrement que dans des discours de campagne ou dans des postures médiatiques. Elle n'est pas prise en charge par les gouvernements dans leurs politiques intérieures, pour lesquelles l'alpha et l'oméga sont l'austérité budgétaire. Comment pourrait-elle être projetée à l'extérieur ? Mais il y a un problème idéologique plus profond. Depuis plus de trente ans, l'Europe a abandonné l'économie sociale de marché pour le fondamentalisme du marché. Il s'en est ensuivi logiquement l'alignement politique unilatéral sur les États-Unis qui n'a connu qu'une exception dans la non-participation de la France et de l'Allemagne au désastre de la seconde guerre d'Irak. L'élargissement de l'Union européenne s'est fait selon des vues exclusivement anglo-saxonnes, dont une constante est l'hostilité à la Russie. La négociation d'un accord de libre-échange transatlantique ne fera qu'aggraver cette inclination.

L'Europe ne peut donc occuper aucune place autonome si elle n'a rien à dire d'essentiel sur les solutions aux problèmes de ce siècle. Pourtant, la montée en puissance d'énormes nations continentales, qui ne sont pas dans l'orbite occidentale et n'épousent pas le fondamentalisme du marché, devrait faire réfléchir sur la possibilité et sur le sens de la poursuite d'une globalisation financière profonde dans un espace de nations aux intérêts contradictoires sans gouvernance mondiale.

Comprenons bien le sens profond du chapelet de crises financières qui se sont échelonnées du milieu des années 1990 à la crise générale de 2007-2008. Il dit qu'un multilatéralisme généralisé de marchés ne peut exister si ne sont pas produits des biens publics globaux capables de faire une régulation mondiale. Dans les conditions actuelles, la globalisation ne peut que reculer comme elle l'a fait plusieurs fois dans l'histoire du capitalisme : au XVIIème siècle après l'expansion de la Renaissance ; dans les premières décennies du XIXème siècle après l'époque des Lumières et l'effondrement de l'impérialisme napoléonien ; dans la période 1914-1958 après la grande expansion financière de l'époque 1873-1913. Un multilatéralisme limité pour être viable est une hypothèse raisonnable pour la période post-crise dans laquelle nous sommes entrés[1].

Toutefois, un phénomène nouveau se dresse devant toutes les nations en ce siècle. Les flux et reflux du capitalisme mondial jusqu'ici exprimaient l'impossibilité d'une autorégulation par la seule logique des marchés. L'essence du capitalisme est l'expansion sans rivages qui répand l'inégalité et le conflit. Elle se heurte à la fragmentation des espaces nationaux. La

contradiction était surmontée par l'affirmation d'une hégémonie militaire et monétaire qui pour un temps ordonnait l'accumulation du capital, entraînant une croissance partiellement partagée. En outre, cette hégémonie n'échappait pas au monde occidental sur les terres que le capitalisme labourait dans son expansion géographique. Mais une hégémonie finit toujours par décliner, asphyxiée par les coûts qu'elle engendre.

L'hypothèse qu'il est intéressant d'explorer est que le XXIème siècle n'est pas dans la lignée des évolutions du passé. Le capitalisme asiatique n'est pas un élève du fondamentalisme du marché. La puissance économique chinoise est devenue incontournable. C'est le pôle structurant des échanges en Asie orientale. La visée politique est de faire de la Chine le centre d'attraction d'un espace régional intégré, de projeter ses entreprises pour absorber la technologie, de sécuriser les voies d'accès aux ressources et de multiplier les accords de partenariat à long terme d'États à États sur les continents africain et latino-américain. C'est une conception des relations internationales qui n'est pas d'emblée multilatérale par un marché mondial. Elle prône l'organisation d'espaces régionaux et un multilatéralisme par une gouvernance construite sur la nécessaire collaboration dans la production des biens publics globaux.

Constituant déjà un espace qui serait consolidé par la complétude de l'euro à l'horizon de 2020 et qui aurait aussi une force d'attraction sur son voisinage en Afrique du Nord et au Proche-Orient, l'Europe pourrait être un médiateur dans l'établissement d'une telle gouvernance, si elle recouvrait une volonté d'autonomie politique. Les deux types de biens publics globaux pour lesquels une gouvernance mondiale devrait finir par être négociée sont le changement climatique et le système monétaire international. Ils sont d'ailleurs liés, car l'établissement d'une valeur notionnelle du carbone et un financement monétaire d'actifs carbone, dont on a vu la nécessité au chapitre 9, doivent pouvoir être accessibles à tous les pays.

LA NÉGOCIATION CLIMATIQUE INTERNATIONALE

Le problème majeur qui rend la négociation climatique si difficile est que le changement climatique d'origine anthropique est une menace globale pour l'ensemble de l'humanité, alors que les responsabilités et les conséquences potentielles sont et seront inégales. Le changement climatique représente, en effet, une externalité globale. Ses causes historiques sont très inégalement réparties entre les pays suivant leur période d'entrée dans la révolution industrielle et particulièrement dans l'utilisation massive d'énergies carbonées.

C'est aussi une externalité globale dont les effets sont différenciés selon les régions du monde, en raison des caractéristiques géographiques propres au changement climatique et des caractéristiques propres aux économies qui le subissent et le subiront, dont la résilience à ce type de choc est très variable. Les premières victimes des effets du changement climatique seront les pays les moins avancés, les États insulaires et les populations défavorisées des pays émergents. Enfin, cette externalité globale a d'importants effets sur les générations futures, en raison des constantes de temps propres aux lois physiques d'accumulation des puits de carbone et de la durée de vie particulièrement longue de certains GES.

La politique climatique, qui réclame l'allocation de moyens publics, interfère avec des finalités sociétales concernant la santé humaine, la sécurité alimentaire, la biodiversité et la vulnérabilité des populations les plus démunies. La multiplicité des objectifs et leur interdépendance disqualifie l'analyse coûts/bénéfices au moyen d'une fonction d'utilité comme méthode pour accorder les pays sur la répartition des efforts consacrés à l'atténuation et à l'adaptation aux effets du changement climatique. La seule méthode pertinente repose

sur l'analyse coûts/efficacité qui cherche à minimiser les coûts d'obtention d'un résultat politiquement considéré comme souhaitable. Encore faut-il postuler un critère d'équité répondant aux considérations du « partage du fardeau »[2].

C'est ce que prétendait faire le protocole de Kyoto. Il affirmait un principe de subsidiarité. Les pays développés, soumis à l'obligation d'atténuer leurs émissions, avaient toute latitude pour définir leurs politiques d'abattement de manière à atteindre leurs plafonds d'émission. L'interdépendance entre les pays participant à l'accord devait être réalisée par un marché international du carbone entre les gouvernements. Le marché intergouvernemental devait engendrer un prix mondial du carbone. L'équité devait apparaître dans la distribution des droits à polluer qui devait déclencher les transferts financiers entre les participants au marché, conduisant les pays du Nord à financer la réduction des émissions dans les pays du Sud.

Mais la croyance dans le mythe du marché parfait a surajouté au protocole de Kyoto un principe d'égalité des droits d'émission. Or, allouer des permis d'émission ne revient pas à accorder des droits d'émission égaux à chaque pays. L'allocation de permis d'émission n'est en effet qu'une forme d'allocation d'actifs financiers. Or, dans un monde où l'inégalité de richesse atteint des niveaux extrêmes, les plus riches ont tôt fait d'acheter les montants de permis qui leur conviennent sur le marché des droits à polluer, contournant ainsi cette pseudo-égalité. Ce sont les émissions réelles par tête qui doivent être égalisées à très long terme[3].

La conférence de Kyoto fut un échec en ce que les États-Unis refusèrent le protocole et que les principaux pays émergents refusèrent tout engagement international sur des objectifs d'abattement tant que les États-Unis ne participaient pas à un accord international. Il fallut attendre la conférence de Cancun en 2010 pour qu'un changement de démarche se dessine. La conférence des parties de Cancun (COP-16) peut être comprise comme une véritable bifurcation, déplaçant les négociations internationales d'un jeu *top-down* insuffisamment coopératif (un prix unique du carbone reposant sur un marché mondial des droits à polluer entre États et un partage du fardeau) basé sur les obligations des États, vers un régime climatique international fondé sur la responsabilité des États à promouvoir volontairement des actions nationales appropriées[4], donc sur une addition d'actions *bottom up*.

Cette démarche liant les politiques climatiques au développement mettait l'accent sur l'investissement dans les technologies « bas carbone » et par conséquent posait le problème du financement. Car, dans les pays en développement, les actions nationales appropriées (NAMAs) pour la réduction des émissions de gaz à effet de serre conduisent à lier les technologies bas carbone et l'environnement local, à investir prioritairement en capacités humaines et R&D. Il y a là potentiellement une pluralité d'initiatives « *bottom up* ». Mais se pose alors immédiatement la question de savoir comment trouver la compatibilité entre une myriade d'actions décentralisées et le but de contenir le changement climatique global, dès lors qu'on a compris que c'est le domaine où les échecs de marché sont irréductibles[5].

Comment renforcer la résilience du système financier tout en réorientant une partie de l'épargne mondiale vers les investissements en énergie bas carbone, modes de transport, logements et infrastructures urbaines ? Les NAMAs permettent aux gouvernements des pays en développement d'intégrer les objectifs gouvernementaux sur la réduction et l'adaptation au changement climatique dans leurs politiques nationales de développement ; ce qui est la condition primordiale pour la participation des pays en développement, pays émergents compris. Mais les émissions de GES nourrissent une externalité globale. Il faut donc, comme le souligne Roger Guesnerie, une coordination au niveau mondial pour un contrôle global

des quantités. Pour cela les pays doivent se mettre d'accord sur un plafond d'émission global.

Un marché international des permis régulerait les écarts entre les permis alloués aux pays et les émissions, opérant une coordination internationale à la marge (et non sur chaque unité de carbone émise comme dans la mise en œuvre pratique du Protocole de Kyoto), tandis que les États ou les groupements régionaux d'États chercheraient à atteindre leurs objectifs internes à l'aide de taxes et de politiques publiques d'investissements. La compatibilité entre une myriade d'actions décentralisées et le changement climatique global peut ainsi être assurée.

La réussite de la stratégie de Cancun passe par des investissements bas carbone dans les pays en développement. Or la Banque mondiale a tiré la sonnette d'alarme en 2010, montrant que les moyens financiers étaient très insuffisants. C'est le cas du Mécanisme de développement propre conçu en principe pour engendrer de tels financements. Les activités économiques réduisant les émissions dans les pays en développement créent des crédits carbone qui sont négociables sur le marché européen des droits à polluer contre des permis inutilisés qui sont détenus par les compagnies d'électricité. Ce mécanisme s'est avéré totalement inadéquat. Selon la Banque mondiale, le financement obtenu par cette voie en 2012 pour la réduction et l'adaptation fut de neuf milliards de dollars, alors que les besoins étaient de 17 milliards de dollars par an au début de la décennie pour grimper à 100 milliards en 2020. Les revenus tirés de la vente des droits ont été réduits comme une peau de chagrin par l'effondrement du prix du carbone sur le marché européen. De plus, les pays les moins avancés n'ont reçu que 3 % des revenus tirés des ventes ! Enfin, le mécanisme a exclu de son champ la déforestation qui est la principale source d'émission de GES dans les pays tropicaux. Le résultat de cette inefficacité dramatique est que les pays en développement sont bloqués dans les technologies polluantes.

Pour remédier à cette situation, le Fonds climat Vert a été créé à l'issue de la conférence de Cancun. Selon le FMI, il faudrait qu'il offre des financements de 100 milliards de dollars par an, moitié pour l'abattement, moitié pour l'adaptation. Pour les pays à bas revenus, le financement de l'adaptation devrait être fourni par dons et celui de l'abattement par des prêts à taux bonifiés. Le problème est que le Fonds, dont le siège est installé en Corée, n'est toujours pas opérationnel.

C'est là que l'Europe, au premier chef la France qui doit organiser la conférence de Paris en 2015, a l'opportunité de donner une impulsion décisive. D'abord, l'Europe devrait proposer et prendre en charge pour sa part le mécanisme de financement monétaire décrit au chapitre 9. Pour cela, elle devrait proposer que soit institué le prix notionnel du carbone destiné à créer les actifs carbone associés au financement monétaire des projets d'investissements bas carbone validés par les agences indépendantes. Dans ce schéma, l'Europe proposerait que les gouvernements capitalisent le Fonds Vert en injectant des actifs de réserve provenant des allocations de droits de tirages spéciaux (DTS) excédentaires ou non utilisés. Les parts devraient être déterminées en proportion de quotas des pays au FMI. En contrepartie, les pays contributeurs recevraient des parts de capital dans le Fonds Vert. Sur une base en capital solide de 100 milliards de dollars, le Fonds pourrait émettre des obligations vertes en direction des investisseurs institutionnels du monde entier, réalisant un levier pouvant atteindre dix et donc aboutir à une capacité de financement de 1000 milliards de dollars.

De cette manière, le financement de la politique climatique serait lié au besoin de faire évoluer la gouvernance monétaire internationale en rehaussant le rôle monétaire des DTS, l'autre domaine où une plus grande symétrie est nécessaire pour un monde devenant plus polycentrique. Dans les deux domaines, climatique et monétaire, il ne sera possible de faire évoluer la position américaine que par une collaboration avec la Chine qui est en train de

prendre un tournant majeur dans la politique anti-pollution et qui s'est déjà prononcée en faveur du DTS comme moyen de réserve ultime.

À LA RECHERCHE D'UNE GOUVERNANCE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

S'il devient une monnaie complète dans la zone où il est censé être souverain, l'euro a potentiellement un marché de titres publics unifiés d'une taille, d'une profondeur et d'une liquidité qui seraient équivalentes à celles du dollar. L'euro peut être la devise clé d'une vaste région dans les transactions internationales, bien au-delà de la zone euro proprement dite. Le problème est entièrement et exclusivement politique. Ou bien la zone euro progresse vers une union politique conférant la souveraineté à la monnaie, ou bien l'euro ne restera qu'une monnaie internationale secondaire.

On a montré dans ce livre quelles sont les réformes nécessaires pour faire de l'euro une monnaie complète. Ce sont l'union bancaire et l'union budgétaire. L'union bancaire permettra d'unifier l'espace financier européen. L'union budgétaire permettra d'émettre les euro-obligations concurrentes des *Treasury Bonds* américains et donc de constituer le marché liquide indispensable à une monnaie internationale de premier plan.

Si l'on admet qu'il existe des forces endogènes pour l'accroissement de l'envergure internationale de devises concurrentes du dollar, encore faut-il que la coexistence des devises fasse système. Un système pluri-devises est-il capable de stabilité ? Cette question générale en appelle deux autres pour y répondre : qu'est-ce qui dans la nature de la monnaie rend inefficace la concurrence des devises pour les fonctions monétaires internationales ? Comment concevoir des régimes monétaires internationaux en tant qu'organisation des relations monétaires entre États parvenant à une coopération permanente, au lieu d'accords de circonstance vite transgressés et sans lendemain ?[6]Un système monétaire international est un bien public en ce qu'il doit être conçu et capable de fonctionner pour résoudre deux problèmes joints : fournir une forme de liquidité acceptée par tous les utilisateurs et réglée de telle manière que l'offre s'adapte à la demande suscitée par les besoins de financer les échanges internationaux, d'une part ; produire des ajustements dans les prix et dans les flux d'échanges en sorte que les déséquilibres de balances de paiements ne s'accumulent pas et ne créent pas des vulnérabilités dans le système financier international, d'autre part[7].

Le système à devise-clé ancré sur le dollar a échoué à procurer ces avantages, tout en étant capable de perdurer en créant une instabilité latente, ponctuée de crises. Il a perduré par défaut en l'absence de devises concurrentes pour assumer les fonctions régulatrices globales. La possibilité d'ici 2020 de la complétude de l'euro et de la convertibilité du yuan peut changer la donne et faire apparaître au grand jour les failles du système monétaire international.

Ce qui dans la nature de la monnaie rend inefficace la concurrence des devises pour les fonctions monétaires internationales est l'unicité de la forme ultime de la liquidité, celle qui doit être acceptée par tous et qui, dans un espace monétaire national, est émise par la banque centrale. Dans l'espace monétaire international, la devise clé en est le substitut imparfait en l'absence d'une autorité monétaire émettrice d'une forme de liquidité qui ne serait la dette d'aucun pays.

Il revient à la devise clé d'exercer les fonctions de régulation de la monnaie internationale : ajustement ordonné des balances de paiements compatible avec l'équilibre interne des pays et fourniture de la liquidité internationale demandée par l'expansion des échanges, sans excès pour ne pas provoquer de prolifération désordonnée des mouvements de capitaux, ni insuffisance pour ne créer ni des pressions déflationnistes sur les prix internationaux, ni des contraintes trop fortes dans les bilans des intermédiaires financiers. Si le pays émetteur de la

devise clé ne conduit sa politique monétaire qu'en vue de ses seuls intérêts et s'il ne subit aucune contrainte en retour, résultant des perturbations que sa politique provoque sur les autres pays, il n'y a aucune raison que l'émission de monnaie internationale soit compatible avec les besoins de l'ensemble des pays. Cela est vrai même à changes flottants, si les taux de change sont déterminés par une dynamique de « *momentum* », fonction des divergences perçues dans les politiques macroéconomiques conduites par les pays qui pèsent dans les échanges internationaux, perceptions qui n'incorporent pas une anticipation de valeurs d'équilibre futur des taux de change parce que cet équilibre n'existe pas. Le bien public qu'est la monnaie internationale n'est pas produit.

C'est ce que les États-Unis ont toujours fait depuis que la Seconde Guerre mondiale leur a donné un pouvoir dominant dans les relations internationales[8]. Ils ne laissent aux autres pays que le choix de s'aligner sur leurs intérêts en prétextant qu'ils sont la traduction politique de « valeurs universelles », ou de mettre suffisamment de contrôles aux mouvements de capitaux pour conserver une autonomie de leur politique économique. La croyance que l'hégémonie est un mode stable de régulation internationale est une illusion dès que l'on dépasse le cercle des pays qui l'acceptent. Lorsque se lèvent des forces démographiques, poussant des États développeurs à sortir de l'assujettissement au dollar, ce cercle se restreint et la capacité de la devise clé de jouer le rôle d'un substitut à une monnaie internationale absente devient de moins en moins efficace. Le bien public global qu'est la stabilité monétaire internationale pour tous les pays disparaît.

Comme on l'a analysé à l'intérieur de la zone euro, la concertation intergouvernementale est stérile pour gérer les contradictions découlant de cette asymétrie. Il faudrait négocier des compromis pour faire avancer une coopération internationale minimale. Dans le feu de la crise financière, on a pu croire que le G20 serait l'arène nouvelle où de tels compromis pourraient être conclus. Mais, dès 2010, le G20 est tombé dans l'insignifiance, soulignant une fois de plus les pièges des démarches ad hoc par défaut d'institutionnalisation. La négociation est difficile à maintenir parce qu'elle n'est efficace que si elle aboutit à des compromis explicites dans le contenu des politiques économiques des principaux pays sans se référer à une médiation externe. Devant des situations changeantes, donnant lieu à des interprétations diverses des responsabilités de chaque pays, la négociation manque de règles générales pour légitimer ses recommandations. Elle manque aussi d'une organisation pour les traduire en moyens d'action compatibles dans les politiques nationales et pour les faire exécuter.

Pour dépasser ces apories, la coopération institutionnalisée doit parvenir à établir des institutions régulatrices pour préserver les comportements décentralisés dans une économie mondiale où les interdépendances se diversifient avec la convergence de régions précédemment aux marges du jeu international[9]. De même que dans la négociation climatique, une Europe accédant à une autonomie politique et cherchant à préserver le multilatéralisme pourrait jouer un rôle médiateur très utile pour bâtir une gouvernance monétaire internationale pour un système pluri-devises. Le pivot en est une réserve internationale vraiment ultime. À notre époque, ce ne peut être que les droits de tirage spéciaux. La France qui était hostile aux DTS à leur création en 1968 s'honorerait en se faisant le promoteur d'une extension de leur usage.

Il y a trois raisons de développer le DTS. La première est de corriger les inconvénients de la surabondance de dollars en réduisant les incitations des banques centrales dont les monnaies sont faiblement convertibles à acquérir des dollars pour auto-assurance. La seconde est d'allouer les montants de DTS suffisants selon une règle d'émission agréée collectivement pour éviter les fluctuations entre le trop et le trop peu de dollars qui se répercutent sur les

taux de change. Si la règle d'émission était contracyclique, elle ferait du FMI l'embryon d'un prêteur en dernier ressort international. La troisième est de créer un compte de substitution au sein du FMI pour permettre aux pays surchargés de réserves en dollars de les diversifier de manière ordonnée sans passer par les marchés de change, donc sans risquer de provoquer des fluctuations de change propices aux crises monétaires[10].

Pour que le DTS soit au cœur du système monétaire international, il faudrait aller au-delà de l'allocation par quotas et instaurer une création ex nihilo au service d'un mécanisme de financement en dernier ressort multilatéral. Ce dispositif mettrait le FMI en tant que prêteur en dernier ressort international dans la même logique que les banques centrales en tant que prêteurs en dernier ressort nationaux. C'est la seule manière d'éviter la généralisation de l'auto-assurance, comportement qui nourrit les déséquilibres persistants des balances de paiements. De plus, les DTS issus des allocations par quotas et non utilisés par les pays pourraient utilement l'être pour prêter aux pays qui ont des besoins de liquidités non satisfaits, en tant qu'instrument de financement contracyclique.

Bien sûr, cette innovation monétaire implique une réforme profonde du FMI et celle-ci dépend d'abord de la prise de conscience par les gouvernements des pays membres de la zone euro de leur intérêt commun. En effet, pour assumer la double mission d'empêcher les discordances dans les politiques macroéconomiques et de surveiller les facteurs communs d'instabilité financière, le FMI doit élargir sa base politique. Cela entraîne un changement profond dans la distribution des pouvoirs et des responsabilités des pays membres. Il faut accroître sensiblement le poids politique des pays non occidentaux. Des révisions substantielles de quotes-parts sont donc indispensables. Les critères adoptés pour définir les quotas et les droits de vote associés doivent abandonner définitivement et totalement l'héritage des pouvoirs de négociation et des alliances de 1944. Ils doivent être remplacés par une formule objective qui s'appuie exclusivement sur des facteurs économiques et financiers.

Il revient à l'Europe de jouer un rôle majeur pour faire du FMI l'instance de coordination monétaire internationale qu'il a dû abandonner depuis la disparition du système de Bretton Woods. Puisque le système pluri-devises se structure par régions, la représentation individuelle des pays de la zone euro doit s'effacer devant celle de la zone euro en tant qu'entité unique. Cette réforme mettra un terme à une anomalie grotesque. Actuellement, un ensemble des pays qui n'ont plus de monnaies nationales siègent séparément à l'assemblée générale du FMI, alors que la seconde monnaie internationale n'a pas de représentant pour parler en son nom. Il s'ensuit que les Européens n'ont pas de capacité d'initiative officielle dans le débat sur l'évolution souhaitable du SMI. Il doit donc y avoir une fusion des quotes-parts et des droits de vote associés ; ce qui aura un double avantage. En premier lieu, la fusion donnera un poids agrégé considérable à la zone euro. En second lieu, fusion ne veut pas dire sommation. Elle libérera une proportion substantielle de quotes-parts qui pourront être réattribuées dans le reste du monde et faciliteront ainsi le redéploiement visé.

Cette réforme de simple bon sens aura un effet induit pour la complétude de l'euro. Elle renforcera le besoin d'un exécutif commun capable de promouvoir une politique économique agrégée en conduisant à formuler une politique monétaire externe.

Les autres changements concernent les procédures opérationnelles pour rendre le Fonds plus efficace. Il doit s'assurer la participation de tous ses membres influents dans un système pluri-devises. Le Fonds ne peut devenir l'institution centrale de la gouvernance monétaire internationale s'il n'est pas mis un terme à la confiscation des pouvoirs en son sein par un seul pays disposant d'une minorité de blocage. Un amendement devra abaisser à 75 % la majorité qualifiée, qui fut fixée à 87,5 % pour permettre aux États-Unis de l'exercer à eux

seuls. Enfin, pour pouvoir jouer le rôle monétaire central défini ci-dessus, le Fonds devra prendre des décisions d'urgence. Son directeur exécutif doit donc disposer d'un soutien politique efficace de la part d'une instance rapide à convoquer et d'un niveau politique suffisamment élevé pour engager les pays membres. Cela implique de rehausser le comité exécutif au rang de conseil politique, rassemblant des officiels de haut niveau et mandatés par leurs gouvernements respectifs. Ce conseil devrait se réunir mensuellement et à n'importe quel moment dans les situations d'urgence. Le poste de directeur exécutif lui-même doit cesser d'être la chasse gardée des Européens. Il est plus que temps de définir une procédure ouverte de sélection fondée exclusivement sur des critères de compétence.

Telles sont les évolutions à long terme que l'Europe devrait aider à promouvoir en prolongement de sa propre affirmation politique et pour la conforter dans un monde multipolaire.

Notes

1. C'est la position adoptée par Dani Rodrik à la suite d'une analyse visant à montrer l'impossibilité d'un système de marchés de réguler les rapports entre des puissances économiques rivales. Voir D. Rodrik, *The Globalization Paradox,* New-York, Norton & Company, 2011.

2. Nicholas Stern insiste sur la nécessité d'un principe éthique pour guider la négociation climatique. Voir R. Guesnerie et N. Stern, *Deux économistes face au changement climatique*, Le Pommier, 2012, pp. 93-97.

3. Comme Nicholas Stern le dit clairement, si le monde doit émettre moins de 20 milliards de tonnes de CO2 éq. en 2050 et sachant que la planète comptera environ neuf milliards d'habitants, cela veut dire qu'il faut limiter les émissions partout de manière égale à deux tonnes de CO2 éq. par tête en 2050.

4. *Nationally Appropriate Mitigation Actions* (NAMAs) pour les pays en développement et *Nationally Determined Contributions* (NDC) pour tous les pays.

5. R. Guesnerie et N. Stern, *Deux économistes face au changement climatique*, *op. cit.*

6. Ces questions sont étudiées en détail dans le livre de Michel Aglietta et Virginie Coudert, *Le Dollar et le système monétaire international*, La Découverte, coll. « Repères », octobre 2014. Les développements qui suivent s'appuient sur les analyses et les propositions de ce livre.

7. M. Aglietta et V. Coudert, *Le Dollar et le système monétaire international,* op.cit., chapitre 4.

8. B. Eichengreen, *Exorbitant Privilege,* Oxford University Press, 2011.

9. Il s'agit d'établir un régime monétaire international qui encadre les politiques économiques des pays dans des principes communs, des règles d'actions évitant les discordances déstabilisantes entre les politiques nationales et des procédures de concertation et de surveillance commune sous l'égide du FMI. Pour une définition théorique des régimes internationaux, voir R. Keohane, *After Hegemony,* Princeton University Press, 1984.

10. Lorsque le compte de substitution a été sérieusement envisagé en 1979, Jacques Polak, conseiller du directeur du FMI, avait fait un plaidoyer argumenté pour que le DTS soit mis au centre du SMI : J. Polak, « Thoughts on an IMF based fully on SDR », International Monetary Fund, *Pamphet Series*, n° 28, 1979. Voir aussi P. Kenen, « Reforming the global reserve regime : the role of the substitution account », *International Finance*, vol. 13, n° 1, 2010.