

POLITIQUE ECONOMIQUE ET EUROPE

Mars 2001

Plan de l'intervention

INTRODUCTION

A) Fondements théoriques des politiques économiques

- 1) Politique économique et logique keynésienne
- 2) Politique économique et logique néoclassique
- 3) Politique économique et hétérodoxie

B) Questions de politique économique : les vues du CES

- 1) La place de la nouvelle économie
- 2) La pérennité de la croissance en Zone Euro
- 3) La réduction de la dette publique

C) Les nouvelles contraintes de la politique économique

- 1) La transformation des économies
- 2) Une nouvelle perception théorique de la politique économique

Partie I : POLITIQUES ECONOMIQUES ET EUROPE

A) Du SME à l'UEM

- 1) Objectifs et bilan du SME
- 2) Emergence de l'UEM
 - a) Le pacte de stabilité et de croissance
 - b) UEM et monnaie unique
 - c) Euro et critères de convergence

B) Le rôle des politiques économiques et la gestion de l'EURO

- 1) La politique monétaire commune
 - a) Union monétaire et théorie économique
 - b) La Banque Centrale Européenne : le garant de la stabilité des prix
 - c) La BCE et politique de change européenne
 - d) La parité €/ \$
 - e) La BCE et la FED : deux visions différentes de l'économie
- 2) Politique budgétaire, Endettement, Croissance
- 3) Fédéralisme monétaire et atomisation budgétaire

PARTIE III : POLITIQUES ECONOMIQUES COMMUNAUTAIRES

A) Politique fiscale et politiques conjoncturelles

- 1) Stabilité des prix et politique salariale
- 2) Les retraites au cœur de l'harmonisation fiscale

B) Politique structurelle et politique conjoncturelle

C) De la monnaie unique au gouvernement unique

Introduction

La politique économique est généralement définie comme le domaine d'intervention des pouvoirs publics dans la régulation de l'économie marchande capitaliste¹. De façon plus précise, la politique économique est «*la branche des théories économiques qui traite des diverses façons dont l'Etat peut intervenir pour infléchir la conjoncture, notamment en ce qui concerne l'évolution de la production et du niveau des prix* » (Guerrien, 2000, p 384).

Dans une économie marchande capitaliste², l'Etat doit en effet affronter deux ensembles de questions essentielles. **La première est la stabilisation conjoncturelle de l'économie.** L'apport essentiel de J.M Keynes³ aura été d'avoir exploré les conséquences de l'introduction de l'hypothèse d'incertitude sur le fonctionnement d'une économie de marché. Une économie soumise à l'incertitude, doit faire face à des fluctuations imprévisibles comportant de fort risques récessionnistes. Ainsi, l'incertitude qui caractérise les marchés boursiers, génère une spéculation financière. Dès lors, la masse d'épargne existante est susceptible de ne pas se convertir en projets d'investissements à long terme dans la sphère réelle (en effet, une partie de l'épargne apparaîtra sous la forme de mouvements spéculatifs à court terme).

Pour stabiliser conjoncturellement l'économie, l'Etat dispose de plusieurs instruments, dont la politique budgétaire – qui fixe les dépenses (salaires, équipements, subventions) et les recettes (impôts, taxes) de l'Etat – et la politique monétaire – qui vise à contrôler l'évolution de la masse monétaire. Le modèle IS-LM est à la base de la plupart des analyses de politique économique.

A côté de ces deux politiques conjoncturelles que sont la politique monétaire et la politique budgétaire, on retrouve généralement la politique de change (dévaluation-réévaluation, appréciation-dépréciation) et la politique des prix et des revenus.

La deuxième question est celle de la politique structurelle. L'Etat cherche ainsi à modifier l'économie en profondeur, tel est le cas de la politique industrielle (aides à des entreprises naissantes, constitution de pôles technologiques...), de la politique d'aménagement du territoire, des politiques de redistribution de revenu (aide à la famille, RMI, ...), la politique agricole...

Lorsque l'on intègre dans la politique économique, ces différents types de politiques (conjoncturelles et structurelles), on peut alors rappeler, à l'image des travaux de Musgrave⁴ (1954), que la politique économique a trois fonctions : la régulation de la conjoncture, l'allocation des ressources entre les diverses activités, la redistribution des revenus entre les différentes catégories de la population. Ces fonctions ne sont pas complètement indépendantes, par exemple, la politique fiscale influence à la fois l'évolution de la conjoncture, l'affectation des ressources et la redistribution des revenus.

Si les fonctions sont induites par le fonctionnement de l'économie marchande capitaliste, le contenu de la politique économique détermine en grande partie les performances du mode de régulation donné. Le débat porte donc sur les politiques appropriées à la survie ou/et à l'expansion du mode de régulation existant, mais aussi, en cas de crise de ce mode de régulation, sur le choix d'une autre régulation.

¹ Il convient ici de distinguer l'économie marchande de l'économie capitaliste. Ainsi l'économie qui s'est imposée au cours du XX siècle, était en premier lieu, une **économie marchande** parce que le marché était le lieu par excellence de la socialisation des richesses humaines, matérielles ou immatérielles. Elle est en second lieu une **économie capitaliste** parce que l'entreprise capitaliste, définie par un droit de propriété fondant l'existence d'un rapport salarial, est le lieu de création du surplus économique).

² Bidet J. (1990), *Théorie de la Modernité, suivie de Marx et le marché*, PUF.

³ Keynes J.M (1969), *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot.

⁴ Musgrave R. (1954), *The Theory of Public Finance*, New York, Mc Graw Hill.

A) Les fondements théoriques des politiques économiques

Les justifications théoriques des politiques économiques ont fait l'objet depuis les années 30 de vifs débats qui mettent en prise deux grands courants de pensée.

Ainsi, durant les trente glorieuses, âge d'or de la politique keynésienne, le débat portait sur les moyens d'une stabilisation de l'économie (relance par la demande), sur le rôle du secteur public en matière d'allocation des ressources, sur les instruments de redistribution nécessaires pour soutenir la consommation et l'investissement. L'objectif de plein emploi et la gestion du chômage étaient au cœur de la politique économique. Cette dernière trouve sa légitimité dans le défaut de coordination par les prix.

Durant les années 80 et 90, la remise en cause de la régulation keynésienne⁵ a fait prévaloir les thèses néo-libérales – lesquelles privilégient une logique d'accumulation financière. La stabilisation monétaire de l'économie, le rôle confié au capital privé pour organiser l'allocation des ressources, l'allègement de la fiscalité pesant sur l'offre et le capital en matière de redistribution caractérisent les trois fonctions de la politique économique.

Ce conflit entre les grands courants économiques ne doit cependant pas masquer la diversité des points de vue au sein de chaque courant (les monétaristes, l'Ecole de l'Offre, ...).

1) Politique économique et logique keynésienne

⇒ Selon Keynes, les économies contemporaines se caractérisent par une rigidité des prix (ajustement imparfait des prix), ne permettant pas de coordonner l'action des différents agents. L'équilibre de sous-emploi (équilibre du marché des biens et chômage sur le marché du travail) requiert ainsi l'intervention de l'Etat⁶. Il revient alors à la politique économique de réguler la conjoncture en relançant la demande en période de récession et en la diminuant en période de surchauffe. Ces politiques du **Stop and Go** reposant sur une série d'instruments (modèle IS-LM, courbe de Phillips...) ont connu leur heure de gloire durant les années 50 et 60. Aujourd'hui les néo-keynésiens (Mankiw, Stiglitz...) réaffirment de la politique conjoncturelle à court terme du fait des rigidités nominales (prix et salaires) fondées sur des comportements rationnels en situation de concurrence et d'information imparfaites.

La régulation de la conjoncture peut s'effectuer au moyen de différents instruments. **La politique budgétaire** a longtemps été l'instrument privilégié : une relance des dépenses publiques permet d'accroître la demande effective, ce qui conduit sous l'hypothèse de prix fixes, à un accroissement de la production et de l'emploi. En économie fermée, le multiplicateur budgétaire équivaut à $1 / (1-c)$. Il est d'autant plus fort que la propension marginale à consommer est élevée. **La politique monétaire** doit permettre une détente des taux d'intérêt, favorable à la reprise de l'investissement, cependant son effet sur l'activité est indirect : les keynésiens assignent ainsi à la politique monétaire un rôle d'accompagnement à la politique budgétaire (*policy mix*). La politique fiscale consiste à baisser les impôts pour permettre une reprise de la consommation des ménages. En économie fermée, le multiplicateur fiscal est égal à $-c/(1-c)$

⇒ Si les keynésiens accordent une place de choix à la politique économique conjoncturelle, ils insistent néanmoins sur son efficacité conditionnelle, notamment dans un contexte d'ouverture sur l'extérieur.

⁵ L'importance et la persistance de certains dysfonctionnements (chômage en Europe, croissance au Japon...) ont en effet contribué à l'émergence d'un certain scepticisme quant à l'efficacité des politiques économiques. L'exemple actuel du Japon est là pour rappeler que les recettes usuelles de la politique économique ne fonctionnent plus. Depuis le début des années 90, le Japon cherche à sortir de la récession en ayant recours aux instruments usuels de la relance par la demande et du déficit budgétaire (7% du PIB en 1995).

⁶ Parienty A. (2001), A quoi sert la politique budgétaire ?, *Alternatives économiques*, n° 190, mars, pp. 62-65.

Ainsi l'efficacité d'une politique de relance budgétaire ou fiscale peut être altérée par plusieurs phénomènes :

- la relance fiscale est moins efficace que la relance budgétaire (en effet, $c / (1-c) < 1 / (1-c)$). Ceci provient du fait qu'une baisse des impôts se traduit par une augmentation du revenu disponible, laquelle n'est pas intégralement consommée : l'agent accroît sa consommation dans une proportion égale à c .
- La relance budgétaire se traduit généralement par une augmentation des taux d'intérêt. **En économie fermée**, un déséquilibre (besoin de financement > capacité de financement) se traduit par un *effet d'éviction* : les emprunts d'état étant les plus recherchés (car plus rémunérateurs), ce sont les entreprises (et donc les agents privés) qui vont subir la raréfaction des capitaux disponibles et la hausse des taux d'intérêt. **En économie ouverte**, la hausse des taux d'intérêt attire les capitaux étrangers⁷ qui viennent combler le déséquilibre national et réduire les taux d'intérêt. Ainsi, l'effet d'éviction ne joue pas mais c'est au prix d'un endettement de la nation (exemple des USA).
- Le multiplicateur budgétaire est altéré par l'ouverture de l'économie, et plus spécifiquement par la fuite due aux importations. En effet, la valeur du multiplicateur est d'autant plus faible que la propension marginale à importer est forte.
- En situation de changes fixes, l'efficacité d'une politique de relance dépend de la mobilité internationale des capitaux (**Modèle MUNDELL-FLEMING**). Lorsque ces derniers sont immobiles, la relance budgétaire est sans effet sur l'activité réelle (en effet, si un pays augmente ses dépenses publiques, une partie de la relance part en importations, un déficit commercial apparaît, on assiste à une dépréciation du taux de change, la Banque Centrale doit alors intervenir pour soutenir la monnaie nationale, ce qui a pour effet de contracter la masse monétaire).
- Enfin, une politique budgétaire financée par emprunt occasionne une augmentation de la dette publique. Ceci est pénalisant pour une économie, surtout lorsque les taux d'intérêt sont supérieurs aux taux de croissance de l'économie.

De son côté, l'efficacité de la politique monétaire est également soumise à certaines conditions :

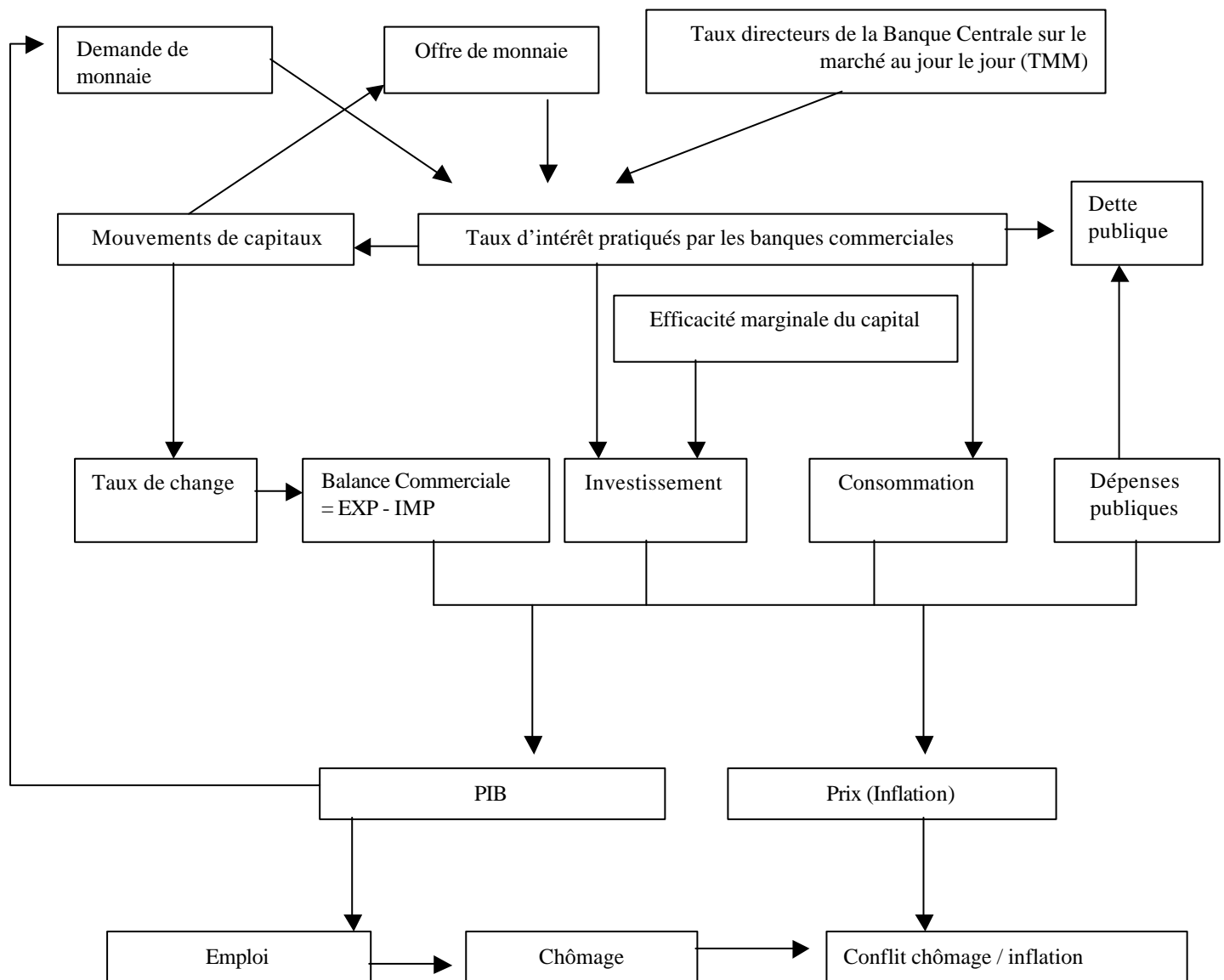
- L'augmentation de l'offre de monnaie doit avoir une incidence notable sur les taux d'intérêt (baisse).
- La baisse des taux d'intérêt (le coût du capital) doit se traduire par une relance de l'investissement. Toutefois, ce dernier dépend de nombreuses **variables, imprévisibles** (efficacité marginale du capital : anticipation de la demande par les entrepreneurs, pessimisme des chefs d'entreprises).
- La relation offre de monnaie – taux d'intérêt n'est pas le seul canal de transmission de la politique monétaire : la politique de crédit (contrôle), l'organisation bancaire (concurrence...) jouent également un rôle important.
- En situation de changes fixes, l'efficacité d'une politique monétaire dépendra de la mobilité internationale des capitaux (**modèle MUNDELL – FLEMING**). Lorsque les capitaux internationaux sont parfaitement mobiles, une politique monétaire expansive se traduira par une baisse du taux d'intérêt qui entraînera une sortie de capitaux, s'en suivront une dépréciation du taux de change et une intervention de la Banque Centrale (offre de devises et demande de francs : l'offre de monnaie se contracte et l'on revient à la situation initiale).

⁷ Plus précisément, l'effet d'éviction ne joue pas pour les pays présentant suffisamment de garanties pour attirer les capitaux étrangers, mais il peut jouer pour des pays moins attractifs ou à risques qui ne trouvent pas les financements nécessaires ou à un coût élevé : ainsi, l'Etat Russe faute de pouvoir collecter l'impôt, a creusé son déficit budgétaire et émis, pour le financer des bons du Trésor qui n'ont pu trouver acquéreurs (des banques occidentales) qu'avec des taux d'intérêt très élevés (70 à 100% au cours de l'été 1998).

⇒ Les politiques d'inspiration keynésienne, ont suscité la critique des monétaristes et des nouveaux classiques. Les premiers ont rappelé - compte tenu des hypothèses d'anticipations adaptatives et de taux de chômage naturel – **qu'une politique budgétaire expansionniste entraînait un effet d'éviction total, et qu'une politique monétaire se traduisait inévitablement pas une hausse du niveau général des prix** (courbe de phillips verticale à long terme, pas de relation inflation/chômage). Les seconds (Lucas, Barro...) ont souligné – à partir des hypothèses d'ajustements continu des marchés et d'anticipations rationnelles – que **les politiques de relance n'avaient aucun effet sur l'activité dans la mesure où les agents en anticipent les effets.**

Barro (1974) montre qu'une politique budgétaire expansionniste - déficit budgétaire⁸ financé par emprunt (bons du trésor, obligations du Trésor) – serait sans effet sur l'activité dans la mesure où les agents ne sont pas victimes de l'illusion fiscale : ils anticipent pleinement la hausse future des impôts, destinée à rembourser l'emprunt initial. Pour Lucas, seule une politique monétaire non anticipée pourrait avoir des effets sur le niveau de production (fonction d'offre : $Y - Y_n = P - P_e$).

Effets des politiques monétaire et budgétaire



⁸ La notion de déficit budgétaire est souvent associée à celle de déficit public, cependant, au sens général, le déficit public fait référence au déficit des administrations publiques (Etat, Collectivités locales, Sécurité Sociale). La dette publique désigne quant à elle, l'ensemble des emprunts publics, c'est à dire, les dettes de toutes les administrations publiques.

2) Politique économique et logique néoclassique

Si l'école néoclassique se montre très critique quant à l'efficacité des politiques conjoncturelles, elle envisage cependant l'intervention de l'Etat, à travers deux missions fondamentales :

- L'économie de marché reposant sur l'attribution des droits de propriété, il revient à l'Etat de les définir et de les faire respecter (l'Etat interviendra notamment en cas d'imperfections des droits de propriété : biens collectifs et effets externes). **Dans le cas d'effets externes**, l'Etat pourra soit choisir une solution fiscale (système du pollueur-payeur ou taxe pigouvienne), soit attribuer la ressource à l'origine des externalités à l'une des deux parties (il s'agit d'internaliser les effets externes, approche défendue par R. Coase), soit développer les effets externes synonymes de croissance économique (logique de la croissance endogène, l'Etat pourrait avoir pour mission de développer la recherche fondamentale, le capital humain, les infrastructures...). **Dans le cas de biens collectifs** (non rivalité, non exclusivité), l'Etat peut pallier la défaillance du marché en prélevant des impôts pour financer l'offre de ces biens.

- La concurrence étant une situation optimale, l'Etat devra veiller à son maintien : **soit en empêchant la formation des ententes** (Ecole de Harvard ou des structuralistes), le Sherman Act et le Clayton Act aux USA, l'article 85 en Europe en sont de bonnes illustrations; **soit en dérèglementant l'économie** (Ecole de Chicago, Beaumol, Posner...) **lorsque les marchés sont dits contestables**⁹ (l'Etat doit ainsi rendre contestable les marchés, exemple du transport aérien), **soit en réglementant les monopoles naturels** (théorie de l'organisation industrielle défendue par Laffont et Tirole) **lorsque le maintien de la concurrence n'est pas possible**¹⁰ (exemple du transport ferroviaire en France).

3) Politique économique et hétérodoxie

Au delà des clivages keynésien/néoclassique, on trouve d'autres approches et courants abordant la question de la politique économique :

⇒ **Dans l'analyse marxiste, la question de la politique économique est uniquement appréhendée à partir du rôle de l'Etat.** Ce dernier ne jouerait pas le rôle d'un arbitre extérieur aux rapports de classe, mais serait l'instrument de la classe dominante. Ainsi, au travers de sa politique économique, l'Etat se voit assigner la gestion des contradictions du capitalisme : une politique budgétaire expansionniste devrait permettre de limiter la baisse tendancielle du taux de profit.

⇒ **Pour l'Ecole du Public Choice** (Buchanan, Nordhaus, Tullock...), les décisions de politique économique ne peuvent être véritablement comprises sans une réflexion préalable sur l'organisation et le fonctionnement de l'Etat.

Ainsi **la politique économique serait soumise au cycle électoral.** Nordhaus (1975) souligne que les décisions de politique économique ne sont pas indépendantes du jeu politique des pays démocratiques (hypothèses qui apparaissent sous le forme de motivations partisans des hommes politiques, d'anticipations adaptatives des électeurs, de myopie des électeurs...). De même, **la théorie de la recherche de la rente (rent seeking) initiée par Buchanan, Tullock et Krueger, indique que les choix de politique économique sont d'abord destinés à satisfaire les groupes de pression** (lobbies). Dès lors, les firmes ne vont pas hésiter à engager des dépenses (pots de vin, financement de partis, campagnes de lobbying, manipulation de consommateurs...) pour inciter l'Etat à prendre des mesures altérant la concurrence sur le marché national (exemple des quotas de voitures japonaises en France...).

⁹ Absences de barrières à l'entrée et à la sortie. L'entreprise ne peut plus tirer parti de son pouvoir de monopole puisqu'elle est en permanence menacée par l'entrée de concurrents. L'intensité concurrentielle dépend de la concurrence potentielle et non du nombre de concurrents sur le marché.

¹⁰ Les auteurs proposent différentes solutions à ce problème, notamment la fixation par le régulateur d'un prix plafond (the cap price), ce qui inciterait la firme à réduire ses coûts pour s'accaparer une rente différentielle.

B) questions de politique économique

1) Les effets de la Nouvelle Economie

Il y a un paradoxe dans la montée spectaculaire de la Nouvelle Economie : le caractère massif du phénomène (que l'on pourrait apparenter à une **révolution industrielle**) contraste avec la faiblesse apparente de ses effets à court terme et l'incertitude de ses effets à moyen terme.

Si la poussée de l'investissement dans les nouvelles technologies est spectaculaire dans un nombre de plus en plus grand de pays, ceci n'entraîne pour l'instant de rupture visible sur le progrès technique qu'aux Etats Unis. Le paradoxe de Solow : « *je vois des ordinateurs partout sauf dans les statistiques de productivité est peut être en voie d'être résolu* », mais il faudra encore attendre un peu de temps.

Les effets de cette évolution sont pour l'essentiel encore largement devant nous et bien difficiles à quantifier. Cela se lit dans le comportement des marchés d'actions dont la nature est d'anticiper : l'explosion des capitalisations boursières des sociétés de la Nouvelle économie témoigne de l'importance attribuée aux changements potentiels, mais l'incertitude qui les affecte s'observe dans leur grande volatilité (chute du Nadasq, du CAC 40...).

Les nouvelles technologies apportent également des bouleversements dans les comportements microéconomiques des agents (fonctionnement et organisation des entreprises et des marchés). Ces effets sont complexes et leur résultante est parfois ambiguë : tendance à l'égalisation des prix mais aussi possibilités nouvelles de discrimination entre les consommateurs, rendements d'échelle (croissants) poussant à la création d'entreprises dominantes (coûts fixes élevés, coûts marginaux faibles) mais faiblesse des barrières à l'entrée...

Cette incertitude pose un problème à la politique macroéconomique dans la mesure où il est aujourd'hui difficile d'apprécier dans quelle mesure les changements en cours permettent d'augmenter le potentiel de croissance. La possibilité que la nouvelle économie contribue demain à doper cette croissance potentielle justifie cependant les mesures (favoriser la création d'entreprises innovantes, soutien à la recherche-développement, favoriser le développement des nouveaux services en proposant un cadre juridique adapté et un mode de régulation approprié) prises par l'Etat Français pour accélérer la diffusion de ses effets

2) Pérenniser la croissance en zone Euro

La croissance est aujourd'hui ferme et généralisée dans la zone Euro. Après le ralentissement lié à la crise des pays émergents (crise asiatique, crise au Brésil, crise russe), le commerce extérieur et la demande interne soutiennent désormais l'activité. Dans le même temps, l'Allemagne et l'Italie, qui ont davantage souffert des turbulences asiatiques et russes, mais profitent plus de la croissance mondiale, convergent progressivement vers le rythme de croissance moyen de la zone. Les économies les plus en avance dans le cycle, comme les Pays Bas et l'Espagne, restent cependant très dynamiques, ce qui tend à pérenniser certains différentiels de conjoncture.

Malgré la vigueur de l'activité, l'inflation est restée relativement contenue dans tous les pays, en dépit de la remontée des prix de l'énergie et de l'appréciation du dollar. La modération salariale, qui continue d'accompagner la baisse du chômage, de même que l'intensification de la concurrence dans de nombreux secteurs contribuent à prévenir l'apparition de tensions inflationnistes. Elles témoignent d'un fonctionnement plus homogènes des marchés au sein de la zone Euro.

Cette croissance retrouvée peut s'inscrire dans la durée. En premier lieu, cela implique de poursuivre voire d'accentuer la coordination des politiques économiques et notamment budgétaires au sein de la zone

Euro et d'approfondir le dialogue avec la Banque Centrale Européenne, dans le cadre notamment de l'Eurogroupe. A plus long terme, la poursuite de la dynamique actuelle passe par une amélioration des conditions de l'offre en Europe : intégration des effets moteurs de la nouvelle économie, meilleur fonctionnement de marchés des produits et du travail, stimulation de l'esprit d'entreprise. Des réformes gagneraient en efficacité à être elles aussi coordonnées. C'est l'objet des différentes procédures pour lesquelles, une stratégie est définie en commun de manière à tirer pleinement profit des synergies qu'autorise l'espace européen.

3) Réduire la dette publique

La dette publique s'était fortement accrue en France comme dans la plupart des pays de l'OCDE, à partir du début des années 80. Une telle progression marque un tournant dans l'histoire de l'après-guerre. Après avoir beaucoup augmenté avec l'effort de guerre et la reconstruction, l'endettement avait reculé de plus de 20 pts de PIB par la suite, durant les Trente Glorieuses.

Cette dérive de l'endettement public est à mettre en rapport avec le ralentissement durable de la croissance et des recettes qui a suivi le premier choc pétrolier, alors même que les dépenses publiques tardaient à s'infléchir. Si l'endettement public peut aider, dans certaines circonstances, à lisser les fluctuations de la conjoncture et à soutenir temporairement l'activité, il apparaît peu probable, en revanche qu'il apporte à plus long terme une contribution positive à la croissance.

Dans le long terme, la dette conserve sa légitimité lorsqu'elle vient financer des dépenses publiques ou des baisses d'impôts dont la contribution au potentiel de croissance est avérée. Dans l'hypothèse, en revanche, où elle finance des dépenses courantes ou des investissements à faible retour économique et conduit à une hausse des taux d'intérêt réels, l'endettement contribue à évincer l'investissement privé et à affaiblir la croissance potentielle. Ces considérations ne permettent pas à elles seules de définir avec précision ce que serait un bon niveau de dette publique.

Dans ce domaine, la politique budgétaire ne peut que s'appuyer sur des règles de conduite pragmatiques. Ces règles visent à se prémunir contre plusieurs écueils : le basculement dans une dérive auto-entretenu de l'endettement public, le financement par l'emprunt des dépenses publiques sans effet positif véritable sur le potentiel de croissance, le gonflement des charges d'intérêt au détriment des dépenses publiques les plus utiles.

Depuis quelques années, la plupart des pays de l'OCDE consentent des efforts pour réduire leur taux d'endettement. Celui de la France a ainsi, pour la première fois depuis 1980, diminué en 1999. L'importance et la vitesse du désendettement dépendent évidemment de l'évolution des déficits publics.

En supposant un rythme de croissance de l'économie de 2,5% - qui se situe aujourd'hui dans le bas des estimations possibles de la croissance potentielle de l'économie française et plus encore à l'horizon des toutes prochaines années, au cours desquelles la mise en place de la nouvelle économie pourrait tirer vers le haut la croissance de l'économie française - et un besoin de financement des administrations publiques à l'équilibre à partir de 2004, il faudrait un peu moins d'une trentaine d'années pour ramener le ratio d'endettement à son niveau de 1980.

Cette perspective de réduction du poids de la dette publique doit en outre être mise en regard du fait que les économies développées auront à faire face aux conséquences économiques et financières du vieillissement démographique.

C) Les nouvelles contraintes de la politique économique

Notre perception des problèmes économiques a évolué sous l'effet de deux phénomènes : la complexité accrue des économies et les progrès des connaissances théoriques et appliquées en économie.

1) Les économies se sont modifiées par des transformations incessantes

- l'émergence d'un système de production et de distribution plus complexe suite à la spécialisation et l'organisation des entreprises, l'apparition de nouveaux marchés, le développement du secteur financier (techniques bancaires).

- l'apparition de disparités croissantes entre les individus et groupes d'individus au sein d'une économie nationale (disparité des revenus, travail qualifié/non qualifié...). Parallèlement les comportements des agents économiques sont plus sophistiqués (mieux informés, utilisation des marchés financiers, comportements de consommation plus subtils). La contrepartie de cette sophistication est une volatilité croissante des comportements : une consommation plus variable, des flux financiers plus importants, des programmes d'investissements plus aléatoires (sans cesse repoussés selon la perception de l'avenir des chefs d'entreprises).

- l'ouverture incessante des économies, retranscrit par le phénomène de la mondialisation. Cette globalisation du monde a mis à l'ordre du jours des thèmes comme la coopération internationale et le regroupement régional (UE, ALENA, MERCOSUR, ASEAN...)

2) Une nouvelle perception théorique de la politique économique

a) Des objectifs et des instruments qui restent inchangés.

Dans le court terme, il s'agit toujours de stabiliser l'activité économique, de faire en sorte que le taux de chômage et le nombre d'individus en situation précaire soient les plus faibles possible. Il s'agit également de maîtriser et de stabiliser le taux d'inflation à un niveau optimal (inférieur à 3%). Enfin les autorités monétaires peuvent se donner un objectif de stabilité de la parité de leur monnaie vis à vis d'une devise internationale ou encore un objectif d'équilibre des échanges extérieurs. A long terme, l'objectif sera d'assurer un taux de croissance régulier et aussi élevé que possible.

Au niveau des instruments de politique économique, les responsables ont toujours à leur disposition, l'arme monétaire, qui consiste à modifier les conditions dans lesquelles les agents privés disposent de moyens de paiement (et accèdent aux marchés financiers), l'arme fiscale en modulant les barèmes et l'assiette de l'impôt ou l'arme budgétaire (déficit budgétaire).

b) La perception des économistes de la pratique et de l'efficacité de la politique économique a changé

- Les économistes ont pris conscience des contraintes dynamiques, et plus précisément de la variable **temps** dans la pratique des politiques économiques. Dans le cas d'une politique budgétaire, le déficit d'aujourd'hui, financé par emprunt, représentera une charge fiscale que les contribuables devront supporter demain (hypothèse de Ricardo, puis Barro). Ce déficit réduira également les marges de manœuvre des responsables qui devront veiller à maintenir un équilibre des finances publiques. Dans le cas d'une politique monétaire, une manipulation trop fréquente des taux d'intérêt ou de la variation de la masse monétaire sera perçue par les opérateurs sur le marché financier comme une politique monétaire erratique et imprévisible. Ceci pourra les amener à intégrer dans les taux d'intérêt nominaux sur les prêts une prime de risque pour se prémunir contre les effets incertains de cette politique.

- Les économistes ont d'autre part insisté sur le rôle déterminant des anticipations depuis les travaux de Robert Lucas (Prix Nobel de 1995). Plus connue sous le nom de « *critique de Lucas* », cette démonstration théorique rappelle que les agents économiques ne sont pas passifs et réagissent aux mesures annoncées ou appliquées en termes de politique économique. Ainsi les anticipations faites par les agents sur le futur de l'économie devraient changer avec la politique économique puisque celle-ci a pour ambition de modifier le cours futur des choses.

- Comme les autorités publiques ne peuvent plus manipuler les instruments qu'elles contrôlent en négligeant les réponses des agents concernés, les économistes ont introduit l'idée de crédibilité et de règle de politique économique. Ainsi l'efficacité d'un programme économique va dépendre du comportement collectif des agents économiques (ces derniers peuvent assentir au programme qui leur soumis ou au contraire s'en défier et chercher à s'en protéger).

- Une pratique de la politique macroéconomique qui reste difficile. Il s'agit d'abord d'une difficulté d'ordre prévisionnel. Malgré les progrès considérables des méthodes statistiques et d'analyse des données, il est encore très difficile de faire des prévisions économiques dans le monde actuel. D'autant plus que l'horizon de la prévision dépasse rarement 12-18 mois, or les effets d'une politique économique apparaissent généralement au delà. C'est donc en anticipation de la conjoncture à venir qu'une mesure est adoptée. Il est important dans l'établissement d'un programme de politique économique de savoir gérer la durée de l'action publique. L'Etat doit alors gérer deux types de problèmes : la myopie (le fait d'agir maintenant sans prendre en compte le fait que ces mesures affectent le comportement des agents économiques) et la précipitation (qui nuit à la crédibilité des mesures). Ensuite, une difficulté d'ordre sémantique, faute d'un consensus entre les spécialistes de la macroéconomie, les responsables de la politique économique ne peuvent s'appuyer sur un corps de doctrine reconnu par tous (exemple la possibilité pour la monnaie d'affecter la sphère réelle). Enfin, une difficulté d'ordre politique, les équipes au pouvoir s'efforceront toujours de se représenter devant les électeurs dans le contexte d'une conjoncture favorable (ce qui fait dire à certains, que la politique économique s'établira au rythme des rendez-vous électoraux).

I) POLITIQUES ECONOMIQUES ET EUROPE

Le Traité de Rome ne traçait dans sa version initiale, aucune perspective d'union économique et monétaire, parce que le système monétaire international de l'époque ne rendait pas nécessaire une construction européenne spécifique. Le première référence à l'Union Economique et Monétaire (UEM) est apparu dans l'Acte Unique de 1986. Sur le plan économique, l'UEM ne fût pas une révolution conceptuelle - dans la mesure où elle poursuivait l'œuvre du système monétaire européen (SME) et complétait le Marché Unique. En revanche, elle fût novatrice sur le plan institutionnel¹¹ (Hen, 2000, p 88). Le rapport Delors, présenté en 1989, avait programmé la mise en œuvre de l'UEM en trois étapes, mais n'avait fixé aucune date pour l'achèvement du processus et la création d'une monnaie unique.

PHASE	PERIODE	CONTENU
Phase 1	1 ^{er} juillet 1990 – 31 décembre 1993	Coordination des politiques monétaires et libération complète des mouvements de capitaux
Phase 2	1 ^{er} janvier 1994 – 31 décembre 1998	Préparation de l'UEM (création de l'Institut Monétaire Européen), coordination accrue des politiques monétaires et économiques
Phase 3	1 ^{er} janvier 1999	Fixation irrévocable des parités et introduction rapide de la monnaie unique

¹¹ Hen .C, Léonard J. (2000), *L'Union européenne*, La Découverte, Repères n° 170.

Le traité de Maastricht, entré en vigueur le 1^{er} novembre 1993, institua un échancier pour réaliser l'Union Economique et Monétaire (UEM).

A) Du SME à l'UEM

Au cours des années 70, alors que le système de Bretton Woods disparaissait, la coopération monétaire européenne se développait pour aboutir à la création du SME, le 13 mars 1979.

1) Objectifs et bilan du SME

Le SME visait à établir des relations stables entre les monnaies européennes participant au mécanisme de change et d'intervention, et à susciter un rapprochement des situations économiques des états. L'ECU (European Currency Unit), pivot du système, est défini comme un panier pondéré incorporant des monnaies de tous les Etats membres de l'Union. Le croisement des parités-ECU des monnaies définit leurs parités bilatérales. Onze monnaies participent au mécanisme de change et d'intervention (franc belgo-luxembourgeois, couronne danoise, mark, peseta, franc, punt, florin, shilling, escudo, lire, markaa).

Le SME est non seulement un système de change et d'intervention, mais aussi un système de règlement et de crédits réciproques en cas d'attaques spéculatives sur les monnaies. Il vise dès son origine, la constitution d'un ensemble monétaire européen capable de résister aux vagues de spéculation, aux fluctuations du Système Monétaire International et aux variations du dollar. Durant les années 80 et 90, les variations des grandes monnaies européennes ont été moins erratiques qu'au cours des années précédentes, et moins importantes que les fluctuations par rapport aux monnaies externes (dollar, franc suisse, yen).

Il convient cependant de noter la multiplication des réalignements des cours pivots : 15 réalignements ont marqué l'histoire du système, et ces réalignements se sont tous réalisés dans le sens de l'appréciation nominale du mark face aux monnaies non directement satellites de la monnaie allemande.

La crise monétaire de 1993 a cependant conduit les participants au mécanisme de change européen à décider un élargissement considérable des marges de fluctuations bilatérales entre les monnaies, de $\pm 2,25\%$ à $\pm 15\%$, afin de dissuader la spéculation compte tenu des exigences de stabilité dans la marche vers la monnaie unique.

Au regard des objectifs initiaux, le bilan du SME est plutôt contrasté. Alors que la convergence des taux d'inflation s'est fortement accélérée dans les années 90, en matière de taux d'intérêt, la pratique a mis en évidence le rôle premier des taux directeurs allemands en réponse aux évolutions du dollar, des taux américains et de l'inflation allemande, sans tenir compte des conditions internes au SME.

Ainsi la règle de convergence entre les partenaires européens ressemblait le plus souvent à un alignement sur les performances de l'économie allemande¹². Les pays à monnaie faible ont été contraints de maintenir un fort différentiel de taux d'intérêt à l'égard de l'Allemagne, et donc de freiner leur croissance afin de maintenir la parité de leur monnaie avec le mark. Selon J-P Fitoussi¹³ (1995), le maintien de taux d'intérêt nominaux élevés (10% en France en 1992) conjugué à une inflation faible signifiait des taux d'intérêt réels excessifs.

¹² Rappelons que les taux d'intérêt déterminés par les banques centrales des pays du SME ont été calqués sur ceux de la Bundesbank car le Mark était la monnaie de la première puissance économique européenne. A ce titre, il jouait le rôle d'ancre du système, c'est à dire que les monnaies européennes ont suivi les variations du mark vis à vis du dollar, non en raison d'un impérialisme allemand, mais suite au constat fait par les marchés financiers de la hiérarchie des économies européennes. Voir *Alternatives Economiques*, Quels outils pour la politique économique à l'heure de l'Euro?, hors-série n°36, 2^{ème} trimestre 1998.

¹³ Fitoussi J-P (1995), *Le débat interdit*, Arléa.

Ces politiques auraient alors transformé un ralentissement économiques en une forte récession (la période 1991-1993 est ainsi présentée comme une période d'austérité monétaire en Europe).

Jusqu'en 1993, le mécanisme de change et les marges de fluctuations réduites ont favorisé la compétitivité des entreprises appartenant aux pays à monnaie forte en évitant les dévaluations compétitives des autres pays. Ainsi le système tendait à écarter les monnaies des pays qui ne pouvaient ou ne voulaient subir la contrainte de l'alignement sur les performances économiques allemandes (d'où l'exclusion récurrente des monnaies faibles).

En outre, la liberté de circulation internationale des capitaux exigeait tôt ou tard un élargissement des marges de fluctuations autorisées afin de dissuader la spéculation sur les monnaies .

2) L'émergence de l'UEM

L'Union Economique et Européenne (UEM) s'est très rapidement caractérisée par l'existence de politiques économiques concertées, d'une politique monétaire unique et d'une banque centrale commune émettant une monnaie qui circule librement. Chaque pays abandonne de fait sa souveraineté monétaire au profit d'une souveraineté commune. L'organisation de l'UEM repose sur plusieurs principes : **l'indépendance de la Banque Centrale** à laquelle on affecte comme objectif principal **le contrôle de l'inflation, l'absence de coordination externe des politiques budgétaires avec la politique monétaire commune, l'encadrement de la politique budgétaire par des ratios prudentiels.**

Ce cadre institutionnel pose cependant deux graves problèmes : d'une part, il ne définit pas les coordinations interne et externe des politiques économiques, d'autre part il laisse de côté la question de la cohérence entre les politiques économiques nationales. Seules deux exigences, seront affirmées : la gestion du dilemme inflation - chômage est affectée à la Banque Centrale, la gestion du dilemme dette publique – taux d'intérêt est affectée à l'Etat

a) Le pacte de « stabilité et de croissance »

Alors que les instruments et les objectifs monétaires ont été définis de manière détaillée, le volet économique s'est limité à une coordination économique relativement souple et à une seule contrainte importante : celle de l'article 104 C du Traité de Maastricht : **l'obligation d'éviter les déficits budgétaires excessifs.** Cette obligation, précisée par un protocole annexé au traité, n'a fait que rappeler deux des critères de convergence à respecter dans la zone Euro : les déficits ne doivent pas excéder 3% du PIB, la dette publique 60% du PIB.

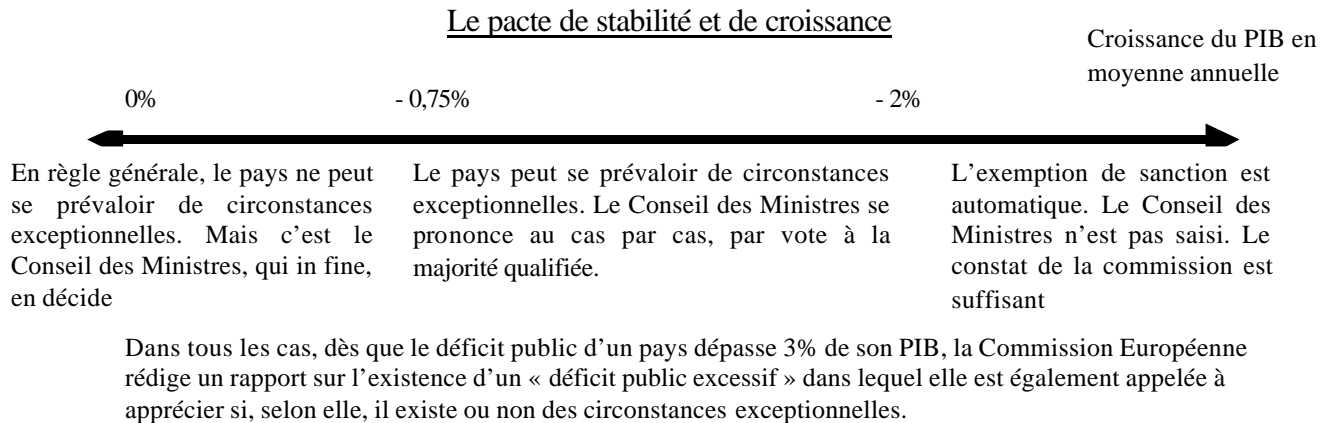
En cas de déficit excessif¹⁴, la Commission doit élaborer un rapport, et le Conseil adresser ses recommandations à l'Etat fautif.

L'Allemagne a cependant exigé des précautions supplémentaires. **Le pacte de stabilité budgétaire et de croissance**, conclu au Conseil Européen tenu à Dublin en décembre 1996 contient des règles visant à renforcer la surveillance de la discipline budgétaire ainsi qu'à accélérer et à clarifier la procédure des déficits excessifs.

Les règles de fonctionnement du Pacte de stabilité budgétaire et de croissance (PSC) sont particulièrement importantes puisqu'elles sont susceptibles d'affecter de manière différenciée la croissance des pays de la zone à monnaie unique. C'est en effet en dernier lieu la cohésion économique et sociale de l'ensemble de qui serait susceptible d'être remise en cause par un choc asymétrique.

¹⁴ Cette discipline a ses justifications : les pays dits « vertueux » ne veulent pas payer pour les pays laxistes, dont les déficits risquent d'entraîner une hausse des taux d'intérêt dans la zone Euro.

Le PSC vise donc à départager, dans la formation des déficits publics, ce qui relève des facteurs conjoncturels (plus ou moins incontrôlables) de ce qui relève du contenu de la politique budgétaire.



b) UEM et monnaie unique

Au début était la préparation de la monnaie unique, avec cette longue gestation stratégique commencée par la désinflation. Vient alors une comparaison plus facile des prix, qui amène un contrôle plus serré des coûts devant plus de concurrence. Cette désinflation est compétitive car dans un système, où les taux de change se rapprochent, qui a plus d'inflation devient plus cher. **En monnaie unique, il est en effet essentiel d'être moins inflationniste que les autres membres de la zone Euro, notamment les plus compétitifs** (ces derniers voient se détériorer leur situation, avec moins de croissance, de profit et d'emploi, ils sont également tenus de s'ajuster avec les problèmes qui s'en suivent). A l'inverse, qui obtient plus de gains de productivité, en tenant mieux salaires et coûts, en structurant mieux ses activités, fait plus de profits et prend un avantage, tout moins temporaire.

⇒ Dans ces circonstances, la conséquence la plus importante de l'adoption d'une monnaie unique réside dans la disparition de la contrainte de change¹⁵ entre pays participant à l'UEM. **Mais c'est également un élément majeur de flexibilité dans les relations entre les partenaires de l'Union, qui disparaît !**. De nouvelles flexibilités doivent en conséquence être recherchées par ailleurs.

- Les rigidités relatives au marché du travail (inertie des salaires réels, faible mobilité de la main d'œuvre, conventions collectives, secteur public, syndicats...) interdisent de considérer ces derniers comme un lieu alternatif de flexibilité au sein duquel s'effectueraient de manière privilégiée les ajustements nécessaires en cas de distorsions entre les économies des pays partenaires¹⁶.

- C'est donc indubitablement du côté des entreprises et de leurs stratégies (restructurations, recherche de compétitivité structurelle...) qu'il faut rechercher une flexibilité renouvelée. L'expérience actuelle (Mark Spencer, Valéo, Danone, AOM-Air Liberté) démontre l'importance et l'intensité des efforts en ce sens mis en œuvre par les entreprises au sein de l'Union européenne. La convergence économique est donc loin d'être acquise. D'autant que les structures économiques ne sont pas identiques entre les différents pays. La spécialisation sectorielle, les négociations salariales, les équilibres régionaux, le système fiscal... différent trop entre les différents pays pour permettre une convergence économique harmonieuse.

¹⁵ La politique de change désigne l'ensemble des actions des pouvoirs publics visant à maintenir ou à modifier le taux de change de la monnaie nationale. Ainsi, une dévaluation permettait de rétablir l'équilibre commercial tandis qu'une appréciation du change permettait de lutter contre l'inflation grâce notamment à la baisse des prix importés.

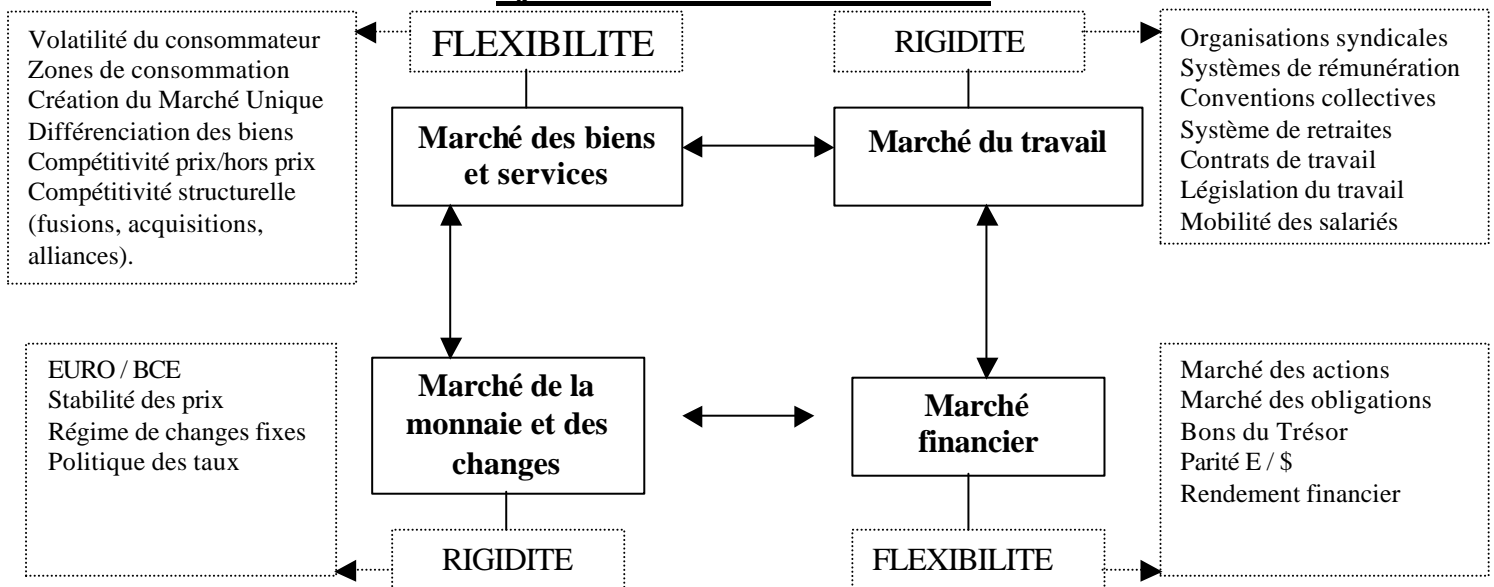
¹⁶ La faible mobilité de la main d'œuvre entre pays – les espagnols ne souhaitent pas aller vivre en Angleterre malgré le différentiel de salaire – est un facteur favorable au développement des zones européennes les moins efficaces.

Ainsi, l'UEM risque d'imposer à certains pays de brider leur croissance alors que leurs structures économiques exigent plutôt une croissance dynamique. Les contraintes macroéconomiques risquent alors d'aggraver certains déséquilibres (chômage, spécialisation sectorielle...) éloignant davantage ces pays de la moyenne européenne.

En instaurant toutes les conditions propices à l'unification du marché européen par l'élimination du risque de taux de change, **l'Euro favorisera également une plus grande mobilité des capitaux**. Ainsi dans une zone où les ajustements de change ont disparu, la compétitivité de chaque territoire dépendra du niveau de ses coûts et de sa productivité globale (compétitivité coût, hors coût, principalement structurelle). Il existe un risque pour les pays européens « riches », celui de voir une concurrence accrue des pays à bas salaires, et les pays européens moins développés, celui de voir les centres de recherche et les centres de décisions se concentrer dans les pays où la main d'œuvre est la plus qualifiée, les partenaires plus performants...

L'Euro se trouve donc au cœur d'un processus concurrentiel qui passe par les prix comparés des espaces productifs, c'est à dire par la formation relative des salaires privés et des coûts publics.

Ajustement des marchés dans l'UEM



⇒ **La monnaie unique, c'est également l'interaction entre un marché potentiel accru et un espace de production élargi.** Le marché potentiel de l'Euro, avec ses millions de consommateurs, représente en effet plus du triple du marché allemand, plus du quadruple du marché français. Avec des goûts qui se rejoignent ou peuvent être satisfaits à partir d'une même base, assortie d'ajustements mineurs, avec des produits plus aisément nomades, grâce aux NTIC, les réseaux de distribution pilotent le système européen. Plus efficaces et rentables, mieux émaillés, avec un meilleur accès à l'information du client, ces systèmes de distribution déterminent désormais la bataille dont sortiront les futurs espaces de production. L'aval dicte à l'amont.

Le risque de change ayant disparu, l'idée de satisfaire des clients hors du territoire d'une ancienne monnaie nationale n'est plus un problème. L'entrepreneur peut voir plus grand avec des centres d'assemblage plus proches des lieux de consommation qui vont eux mêmes s'agréger par grandes régions transfrontalières. Ces centres ne seront pas nécessairement d'immenses usines mais plutôt des réseaux d'entreprises avec leurs sous-traitants. Ces nouvelles filières de production sont la réponse aux nouveaux réseaux de distribution, qui demanderont des «hubs» logistiques à partir desquels ils éclateront les produits.

Avec un tel enchaînement, on comprend qu'il y aura des ajustements. Les regroupements d'entreprises se mettent en place en Europe avec des fusions, et acquisitions dont les montants et le nombre ont triplé, voire quadruplé. Les mariages transfrontaliers se déroulent d'abord selon la loi des proximités (des espagnols achètent au Portugal, des français en Espagne...), ils ont également lieu selon la loi des tailles, où les entreprises cotées sur de grands marchés boursiers, sont plus aisément acquises à partir d'autres, cotées aussi sur de tels marchés. Les plus importantes transactions ont lieu entre France et Allemagne, Allemagne et Pays-Bas,...

Cette formation du capitalisme européen avec l'Euro comme catalyseur, s'effectue suivant la logique des rentabilités comparées. **L'Euro est la cause immédiate qui fait croître les unités** car il les fait se comparer sur un plus vaste territoire devenu homogène.

⇒ **L'introduction de l'EURO peut être perçue comme constituant un stimulant pour la croissance et l'emploi, mais non comme un remède miracle.** Si la monnaie unique peut favoriser l'investissement, la croissance et l'emploi, car elle stimulera les échanges et enlèvera un facteur d'instabilité, en revanche, le passage à l'EURO ne résoudra pas les problèmes structurels auxquels sont confrontées les économies européennes.

Ainsi deux mécanismes se sont conjugués pour nourrir l'accroissement du chômage en Europe : d'une part, une politique monétaire trop restrictive (en raison même de la nécessité de compenser des politiques budgétaires trop expansionnistes), d'autre part, un effet d'éviction des investissements productifs par la désépargne du secteur public qui s'est traduit par un affaiblissement du potentiel productif et compétitif communautaire.

La monnaie unique devra donc évoluer dans un environnement économique dans lequel les déficits publics seront mieux maîtrisés et la stabilité des prix sera assurée. L'épargne disponible ne servira plus à combler les déficits publics, et pourra contribuer davantage au financement des investissements du secteur productif.

c) L'EURO et les critères de convergence

Dans la mesure où la qualification des pays admis à fondre leur monnaie nationale dans l'EURO est principalement liée à l'appréciation de leur aptitude à respecter les critères de convergence préétablis, et compte tenu de l'hétérogénéité des situations nationales à cet égard, il est clair que la participation à la monnaie unique est, dans un premier temps tout au moins, nécessairement restreinte.

Ainsi au printemps 1998, après avoir examiné si chaque état membre satisfaisait aux critères de convergence nominale, et considérant qu'un degré élevé de convergence durable avait été atteint en Belgique, Allemagne, Espagne, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays Bas, Autriche, Portugal et Finlande, la Commission qualifie ces onze pays pour l'adoption d'une monnaie unique¹⁷.

Critères de convergence	Inflation %	Taux d'intérêt %	Déficit public (% PIB)	Ratio dette/PIB	Taux de change	Date d'entrée	Participation à l'Euro
Référence	2,7	7,8	- 3,0	60	Evolution	MCE	
Allemagne	1.4	5.6	-2.7	61.3	Stabilité	03.79	Oui
Autriche	1.1	5.6	-2.5	-	Stabilité	01.95	Oui
Belgique	1.4	5.7	-2.1	122.2	Stabilité	03.79	Oui
Danemark	1.9	6.2	+0.7	65.1	Stabilité	03.79	Non
Espagne	1.8	6.3	-2.6	68.8	Stabilité	06.89	Oui
Finlande	1.3	5.9	-0.9	55.8	Stabilité	10.96	Oui
France	1.2	5.5	-3.0	58	Stabilité	03.79	Oui

¹⁷ Le Danemark et le Royaume-Uni ayant invoqué la clause de non-participation, il n'y a pas eu lieu d'évaluer s'ils remplissaient les autres conditions nécessaires pour l'adoption d'une monnaie unique.

Grèce	5.2	9.8	-4.0	108.7	Dévaluation de 13,8%	03.98	Non
Irlande	1.2	6.2	+0.9	66.3	Réévaluation 3%	03.79	Oui
Italie	1.8	6.7	-2.7	121.6	Stabilité	11.96	Oui
Luxembourg	1.4	5.6	+1.7	6.7	Franc Belge	03.79	Oui
Pays-Bas	1.8	5.5	-1.4	72.1	Stabilité	03.79	Oui
Portugal	1.8	6.2	-2.5	62	Stabilité	04.92	Oui
Royaume-Uni	1.8	7	-1.9	53.4	Non participation	-	Non
Suède	1.9	6.5	-0.8	76.6	Non Participation	-	Non

Source : Commission européenne

Les critères de convergence étaient les suivants :

- la réalisation d'un degré élevé de stabilité des prix, cela ressortira d'un taux d'inflation proche de celui des trois états membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix.
- le caractère soutenable de la situation des finances publiques.
- le respect des marges normales de fluctuation de change prévues par le mécanisme de change du système monétaire européen pendant deux ans au moins, sans dévaluation de la monnaie par rapport à celle d'un autre état membre.
- le caractère durable de la convergence atteinte par l'Etat membre et de sa participation au mécanisme de change du système monétaire européen, qui se reflète dans les niveaux des taux d'intérêt à long terme.

Cette sélection pose toutefois la question de l'organisation des rapports monétaires entre les pays « in » qui appartiennent à la zone EURO d'une part, les pays « pré in » qui ont vocation à une adhésion ultérieure (Grèce, Suède) et les pays volontairement « out » aujourd'hui mais dont la stratégie pourrait ultérieurement s'inverser (Royaume-Uni, Danemark) d'autre part. Il y a ainsi, à ce niveau, la nécessité d'un nouveau système de change, **une sorte de SME bis**, pour assurer de bonnes relations entre les deux groupes et éviter en particulier des fluctuations monétaires indésirables au bon fonctionnement du Marché Unique.

Quatre caractéristiques principales préfigurent ce système : il sera *asymétrique* (ancrage du système sur la zone EURO avec une Banque Centrale Européenne très puissante), *flexible* (le respect des critères de convergence par les pré-ins sera pris en compte, des mesures correctrices sont prévues afin d'accroître la convergence), *synonyme de solidarité monétaire active* (la Banque Centrale Européenne interviendra de manière discrétionnaire pour soutenir les monnaies pré-ins afin qu'elles demeurent dans leur marge de fluctuation de $\pm 15\%$) et *volontaire*.

TAUX DE CONVERSION DES MONNAIES EN EURO DEPUIS LE 1 ^{er} JANVIER 1999	
Schilling autrichien	1 euro = 13,7603
Mark allemand	1 euro = 40,3399
Peseta espagnole	1 euro = 1,95583
Mark finlandais	1 euro = 166,386
Franc français	1 euro = 5,94573
Livre irlandaise	1 euro = 0,787564
Lire italienne	1 euro = 1 936,27
Franc luxembourgeois	1 euro = 40,3399
Florin néerlandais	1 euro = 2,20371
Escudo portugais	1 euro = 200,482

Grâce à la dimension des économies qu'il représentera, l'EURO devrait être doté de tous les attributs d'une monnaie internationale. Cela devant à la fois accroître l'influence de l'Europe, créer les conditions de l'émergence d'un système monétaire international plus équilibré et améliorer l'efficacité de la coopération internationale.

En contrepartie, les autorités monétaires européennes risquent d'avoir des difficultés à gérer la masse monétaire ou l'évolution du taux de change, le niveau de la demande extérieure (non résidents) en EURO étant élevé mais variable.

B) Le rôle des politiques économiques et la gestion de l'EURO

En entrant dans l'Euro, la France s'apprête à franchir une étape importante dans son histoire économique. Ce sera aussi une étape décisive pour la politique économique, qui impose de réfléchir aujourd'hui sur ce que seront demain les instruments de l'action publique. Il est en effet quelque présomptueux de dire que l'avènement de l'Euro marquera la fin des politiques économiques, car que nous dit la théorie :

- Que les pays participant à l'Euro retrouveront dans ce cadre une autonomie monétaire collective que leur avait fait perdre la combinaison des changes fixes et de la libéralisation des mouvements de capitaux.
- Qu'avec la dilution des effets d'éviction financière, les politiques budgétaires nationales auront au sein d'un ensemble monétairement et financièrement intégré une efficacité conjoncturelle accrue.
- Que les politiques budgétaires coordonnées gagneront en efficacité elles-aussi.

Il n'y donc en principe aucune ambiguïté, au moins en comparaison de ce qui aura précédé l'Union Monétaire. L'ensemble des pays européens a en effet vécu dans un régime hybride qui accumulait les contraintes sur les politiques économiques nationales :

- Contraintes monétaires résultant du régime de change fixe
- Contraintes budgétaires liées au processus de convergence
- Contraintes résultant de la défiance des marchés financiers¹⁸

L'Euro sera donc un facteur d'émancipation à l'égard des marchés financiers et de leurs contraintes, et le gage d'une efficacité accrue des politiques économiques (Keynes).

Cela étant dit, il serait absurde de nier que l'Union monétaire induira elle aussi des disciplines : d'abord en raison de *la renonciation à la dévaluation*, ensuite parce qu'il ne sera plus possible de monétiser la dette publique, enfin parce que les différents pays de la zone Euro auront la même politique monétaire.

Ces disciplines impliqueront deux choses :

⇒ D'abord que le long terme reprend ses droits. En adoptant la monnaie unique, les pays membres de la zone Euro renoncent définitivement à l'option de monétiser leurs erreurs, et s'engagent à

¹⁸ Comme le rappelle Jacques Généreux (1993), la grande mobilité internationale des capitaux soumettait les pouvoirs publics à une contrainte de crédibilité vis à vis des investisseurs et des spéculateurs intervenant sur le marché des capitaux. Pour être efficace, il ne suffisait pas qu'une politique économique soit efficace, il fallait aussi, et au préalable, que les marchés des capitaux pensent qu'elle était efficace. Si la politique d'un pays ne leur convenait pas (à cause d'un déficit budgétaire trop excessif), les capitaux pouvaient se retirer de ce pays, provoquant ainsi une dépréciation de sa monnaie. LE pays devait ensuite essayer de la combattre en augmentant les taux d'intérêt, ce qui pouvait freiner la croissance économique. Généreux J. (1993), *Introduction à la politique économique*, Le Seuil.

respecter les contraintes intertemporelles. L'Union monétaire peut ainsi s'analyser comme une émancipation à l'égard des contraintes instantanées (veiller à l'équilibre extérieur, parer aux crises de change), en contrepartie d'un respect plus vigilant des disciplines de long terme (garantir la soutenabilité de la dette publique, éviter toute dérive du taux de change réel, rendre crédibles et efficaces les interventions de la BCE...).

⇒ Ensuite, la recherche du bon dosage de la politique monétaire commune et des politiques budgétaires nationales, c'est à dire combiner une gestion du cycle commun aux onze et une réponse aux disparités de situations entre les économies nationales. Ce sera précisément le rôle de la coordination des politiques économiques.

La gestion du cycle européen reposera sur le schéma général suivant :

* La Banque Centrale Européenne aura pour principale mission de garantir la stabilité des prix. Dans la mesure où cet objectif est atteint, elle devra également contribuer aux objectifs généraux de la Communauté.

* Les politiques budgétaires nationales, qui retrouveront leur pleine efficacité dans un régime de monnaie unique, devront répondre aux situations de disparités de situation économique entre les pays participants, sans pour autant porter atteinte à la stabilité monétaire d'ensemble (Pacte de stabilité et de croissance)

* Indépendance de la Banque Centrales Européenne et autonomie des politiques budgétaires nationales s'accompagneront d'une coordination entre les différents acteurs de la politique macroéconomique.

1) La politique monétaire commune

a) **Union monétaire et théorie économique**

S'inscrivant dans le cadre du débat sur les avantages et les inconvénients des systèmes de changes fixes ou flexibles, la théorie économique donne à la fois des arguments pour la monnaie unique et dresse une liste d'obstacles auxquels les pays participant devront faire face.

Tout d'abord, l'expérience a montré **qu'il est difficile de bien maîtriser les variations de taux de change flexibles par le seul rapprochement des politiques économiques des différents pays**. Dès lors, les pays européens, dont le degré d'ouverture est particulièrement important, auraient tout intérêt à créer une zone monétaire qui serait optimale au sens de la théorie de Mc Kinnon et limiterait l'impact négatif des variations de change. Fondée sur le poids des échanges commerciaux dans le PIB, cette approche semble bien adaptée à l'Union européenne. Dans le cas d'une économie ouverte, comme celle de la plupart des pays de l'Union, une appréciation de la monnaie demanderait, pour en annuler les effets négatifs sur l'activité, une progression de la demande de biens non échangeables d'autant plus forte que le taux d'ouverture est élevé, à produit intérieur constant.

Mais la théorie économique fournit également des contre-indications à la monnaie unique, en tout cas dans la configuration présente des structures économiques. En effet, une des caractéristiques des zones monétaires optimales, selon Mundell, doit être une plus grande mobilité géographique et sectorielle des facteurs (travail, capital) à l'intérieur de la zone par rapport à l'extérieur ; à défaut de celle-ci, il faudrait une forte flexibilité des prix et des salaires permettant de faire face à des chocs adverses et d'absorber des déséquilibres, autrefois résorbés par les variations de change.

Or, tous les pays européens se caractérisent à la fois par une mobilité extrêmement faible du travail et par une quasi-absence de flexibilité des salaires réels, obstacles importants dans le cadre d'une

union monétaire. En effet, les déséquilibres résultant d'un choc exogène touchant de manière différenciée les économies participant à l'Union, tel que la réunification allemande ou un choc pétrolier, ne pourraient être résorbés que difficilement en l'absence d'un ajustement possible par les taux de change.

En outre, toutes les théories économiques démontrent les vertus d'un environnement plus stable en matière de change pour les anticipations des entreprises. Plus concrètement, ces dernières verront leurs charges de gestion de trésorerie, de couverture de change et même leurs frais financiers diminuer significativement. Du strict point de vue économique, les effets de l'UEM au niveau des agents seront probablement plus sensibles qu'au niveau d'un pays. Ainsi aussi rationnelle soit-elle, la théorie économique ne saurait convaincre à elle seule des avantages et des inconvénients de l'Euro.

Ainsi la volonté politique serait un facteur indispensable dans la conception de la monnaie unique et l'instauration d'une politique monétaire commune.

b) La Banque Centrale Européenne : le garant de la stabilité des prix

Pour constituer la **Banque Centrale Européenne** (BCE) responsable de la monnaie unique¹⁹, les négociateurs du traité de Maastricht ont opté pour un organisme indépendant de type fédéral, dans la ligne de ce qui existe aux Etats Unis et en Allemagne.

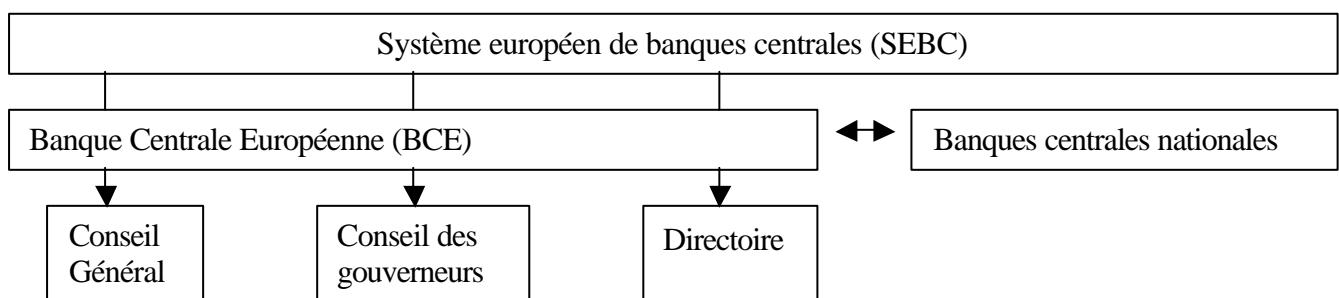
Le système européen de banques centrales (SEBC) est ainsi formé par les banques centrales nationales des états membres²⁰ (ces dernières exercent des activités de distribution du crédit, collecte de ressources et gestion des moyens de paiement) et la BCE.

Les organes de décision de la BCE et du SEBC sont le **Directoire** et le **Conseil des Gouverneurs**.

Le Conseil des Gouverneurs arrête les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions du SEBC (définition de la politique monétaire, conduite des opérations de change, gestion des réserves de change). Il prend également des mesures nécessaires pour assurer le respect des orientations et des instructions de la BCE.

Le Directoire met en œuvre la politique monétaire conformément aux orientations définies par le Conseil des Gouverneurs. En outre, il donne les instructions nécessaires aux banques centrales nationales.

Les instances de régulation de l'EURO



¹⁹ Désormais, avec l'Euro, les européens pourront aussi s'adonner à une douce négligence vis à vis de leur monnaie. Le taux d'ouverture de la zone Euro va fortement baisser et, avec lui, la dépendance à l'égard du change extérieur.

²⁰ Compte tenu de la diversité des systèmes bancaires nationaux, les banques centrales nationales seront chargées de mettre en œuvre la politique décidée au niveau de la BCE.

Conformément à l'article 105 § 1 du traité, l'objectif principal du SEBC est « *de maintenir la stabilité des prix et sans préjudice de cet objectif, soutenir les politiques économiques générales dans la communauté* ».

Le 13 octobre 1998, la BCE avait en effet défini qu'elle considérerait qu'il y aurait stabilité des prix lorsque la progression de *l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)* dans la zone EURO serait inférieure à 2% sur un an. Dans la mesure où cet objectif ne serait pas compromis, le SEBC doit apporter son soutien aux politiques économiques générales des pays membres de l'Union.

Désormais, les taux d'intérêt à court terme – taux auxquels les banques peuvent emprunter à la Banque Centrale – seront les mêmes dans toute la zone européenne. Ce sera aussi le cas pour les taux à long terme – qui dépendent de l'offre et la demande sur les marchés financiers – dans la mesure où les risques de dévalorisation des emprunts contractés en Euro, qu'ils soient liés à l'inflation ou aux variations du taux de change, seront identiques sur l'ensemble de la zone.



Point théorique : le lien entre la stabilité des prix et les taux d'intérêt

Une étude de Anton Brender et Florence Pisani²¹ montre que sur le long terme, le niveau nominal des taux longs fluctue essentiellement en fonction de l'inflation anticipée par les agents économiques, dans le plus court terme, il dépend des taux courts contrôlés par les banques centrales. Quant aux fluctuations du niveau de taux long réel – taux nominal diminué de l'inflation observée – elles ont résulté, dans une large mesure, de la différence entre l'inflation du moment et celle anticipée par les agents économiques. Or cette différence a beaucoup varié au cours des dernières décennies. De nombreux travaux empiriques semblent en effet montrer que les anticipations d'inflation des agents sont très inertes et reposent largement sur leur mémoire de l'inflation, observée sur une période relativement longue (à peu près 10 ans). D'où en cas de grandes variations des rythmes de hausse des prix, de très fortes fluctuations de taux réels. Ainsi pendant les années 70, les agents économiques, gardant en mémoire l'inflation modérée des années 60, les taux longs réels sont longtemps demeurés négatifs. Au cours des années 80 au contraire, les agents ont été très longs à oublier les rythmes de hausse des prix de la décennie précédente, et cette fois, le niveau des taux longs réels est devenu anormalement élevé. En quoi cette observation peut-elle aider à dresser des projections sur l'avenir des taux longs européens et donc sur la solidité de l'Euro ?

La réponse est simple : les pays dits du noyau dur, ont parfaitement convergé sur un critère qui pourtant n'avait pas été envisagé par le traité de Maastricht : l'inflation de longue période. Sur les dix dernières années, le taux moyen d'inflation aura été en France, comme en Allemagne, aux Pays Bas ou en Belgique, proche de 2%. Là réside aujourd'hui le meilleur gage de la force à venir de l'Euro. Et le rôle de la BCE sera, en toute indépendance et conformément à la mission qui lui a été confiée, de préserver ce capital en veillant à maintenir la stabilité des prix.

La mission fondamentale de la BCE consistera à définir et mettre en œuvre la politique monétaire unique de l'Union. Cela comporte la définition des objectifs et la pratique des interventions monétaires, auxquelles se rattachent les interventions du SEBC sur le marché des changes et la gestion des réserves de change mises en commun. Les textes y ajoutent le soin de promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement ainsi que de contribuer au contrôle prudentiel et à la stabilité du système financier. En Octobre 1998, la BCE avait ainsi annoncé que sa politique monétaire accorderait un rôle prédominant mais pas exclusif « *à l'annonce d'une valeur de référence quantifiée pour la croissance d'un agrégat monétaire large* ».

c) Banque Centrale Européenne et politique de change européenne

Depuis le 1^{er} janvier 1999, les taux de change entre les onze monnaies européennes nationales participant à l'Euro (F contre DM) et entre chacune d'entre elles et l'Euro (F contre €) ont été définitivement fixées. Il n'est donc plus possible de modifier la valeur du franc contre l'euro (et donc vis à vis des autres monnaies européennes). En revanche, les taux de change de l'Euro contre le dollar et le

²¹ Brender A., Pisani F. (1997), *Les taux d'intérêt : approche empirique*, Economica.

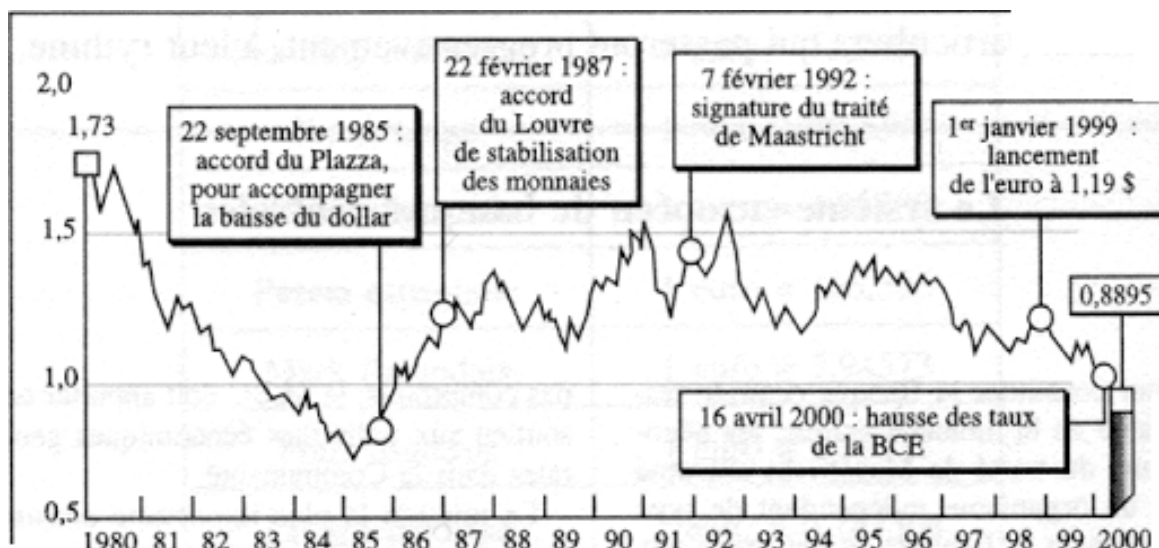
yen sont flottants, ce qui signifie que le cours évolue en fonction de l'offre et la demande sur les marchés des changes, mais aussi des interventions de la Banque Centrale Européenne sur ces marchés. **Ces interventions – sous forme de réserves de change ou de manipulation des taux d'intérêt – dépendent de la politique de change de l'Union européenne, tout en l'influençant énormément.**

C'est pourquoi, afin de servir de contrepoids, dans la gestion de la politique économique de la zone Euro, **le traité a prévu que les gouvernements seraient représentés**, dans le cadre de l'union à 15 – englobant les pays hors euro – **par deux institutions politiques**. Le Conseil Européen, qui réunit les chefs d'Etat et de gouvernement au moins deux fois par an, et donne l'impulsion générale. Le conseil Ecofin, regroupant les 15 ministres de l'Economie et des Finances qui a le pouvoir discrétionnaire au jour le jour. La BCE aura ainsi la main mise sur la politique monétaire, mais le Conseil Ecofin sera le seul organe à pouvoir prendre les décisions sur le volet économique : coordination économique, surveillance des politiques budgétaires, politique de change (en accord avec la BCE).

La coordination des actions menées par le Conseil Ecofin et la BCE est ainsi primordiale pour l'avenir de l'Europe, mais également pour la crédibilité des instances monétaires, économiques et politiques européennes. Le taux de change \$ / € et le recul de la croissance dans certains pays européens (Allemagne, Italie...) sont là pour rappeler toute la difficulté de mener à la fois une politique monétaire commune et une politique économique stimulant la croissance.

d) La parité € / \$

Depuis sa création début 1999, l'Euro ne cesse de voir sa valeur baisser, notamment au regard du dollar. Cette tendance continue de l'Euro à la dépréciation, ses accès de faiblesse et l'intervention des banques centrales sur le marché des changes (dernier trimestre 2000) – la première du genre – soulèvent plusieurs interrogations : comment expliquer la baisse de l'Euro ? Quelles en sont les conséquences ? Comment justifier la décision de soutenir l'Euro, quels moyens ont été utilisés et quelle efficacité peut-on attendre de l'action des autorités monétaires ?



La baisse de l'Euro peut être attribuée à des facteurs conjoncturels et structurels à la fois.

⇒ *Les facteurs conjoncturels,*

- **Des facteurs liés aux performances comparées des économies européenne et américaine**

Les indicateurs d'écart montrent que l'économie américaine est plus performante que l'économie européenne. Le taux de croissance structurelles des USA a tourné autour de 4%/ an depuis 7 à 8 ans

contre 2% pour l'Europe. L'écart de taux de chômage est de 4,2% en 1999 pour les USA contre 10% en Europe. L'écart des performances économiques futures que traduisent les écarts de taux d'investissement : soit 15% du PIB aux USA contre 9% en Europe. L'écart de taux d'intérêt : taux court à 3 mois en 1999, 3% en Europe contre 4,5% aux USA...

L'explication la plus fréquente est que ces écarts constatés et anticipés amènent les investisseurs à avoir davantage de confiance dans les potentialités de l'économie américaine, d'où une appréciation du dollar face à l'Euro.

- **Des facteurs liés au phénomène de surréaction**

Le fait que l'Euro baisse par rapport à toutes les monnaies, yen, franc suisse, et pas seulement par rapport au dollar est la marque d'une surréaction du change. Rappelons qu'il y a surréaction, c'est à dire surajustement, lorsque le taux de change subit une réaction excessive par rapport aux facteurs qui l'entraînent et au taux de change d'équilibre de long terme.

Cela dit, **il y a eu surréaction²² du change de l'Euro à cause de erreurs d'anticipation**. En effet, à la veille du lancement de l'Euro, **six raisons²³** pouvaient justifier une anticipation d'un euro fort : l'économie américaine semblait plus exposée que l'économie européenne aux conséquences de la crise financière de 1997-1998, les Etats Unis semblaient être en fin de phase d'expansion alors que l'Europe semblait bénéficier d'une reprise, les Etats Unis enregistraient un déficit courant record (environ 400 milliards de \$), les investisseurs pensaient que l'Euro allait concurrencer le dollar comme monnaie internationale, l'acceptation de l'euro par les allemands et la désignation de Wim Duisenberg à la tête de la BCE semblaient être des gages d'orthodoxie monétaire, enfin on constatait une relative maîtrise des déficits budgétaires en Europe.

La prise de conscience par les investisseurs de leurs erreurs d'anticipation les a amené à réviser complètement leurs plans, d'où la surréaction du change. Et celle-ci est renforcée par le fait que les anticipations, au fur et à mesure qu'elles se déconnectent des fondamentaux, et que les investisseurs se polarisent sur les événements qui confortent leur scénario, deviennent autoréalisatrices et entraînent le marché des changes dans une sorte de spirale.

- **Des facteurs liés au policy mix**

On constate généralement que l'histoire des mouvements des monnaies résultent de la manière dont les politiques économiques conjoncturelles sont mises en œuvre. Ainsi la hausse vertigineuse du dollar au cours des années 80 s'explique par la combinaison d'une politique monétaire rigoureuse de type monétariste avec une politique monétaire plutôt accommodante. Le même raisonnement peut être tenu pour la situation actuelle de l'Euro, mais avec une combinaison inverse : on a en effet plutôt affaire depuis le lancement de l'euro à un mix d'une politique budgétaire contrainte (critères de convergence) et une politique monétaire assez peu restrictive, un tel mix expliquerait mécaniquement la dépréciation de la monnaie unique.

⇒ *Les facteurs structurels*

- **Des facteurs liés à la globalisation financière**

L'internationalisation des entreprises européennes, en deux ans, 300 milliards de \$ d'investissements directs aux USA. Depuis quelques années, les entreprises européennes profitent de leurs efforts de restructuration et de désendettement pour combler leur retard en matière d'implantations étrangères. *La diversification géographique et par devise des placements financiers européens* (actions, obligations),

²² Dans le modèle théorique de Dornsbuch, il y a surréaction du change parce qu'à court terme l'effet parité des taux d'intérêt l'emporte sur l'effet de parité des pouvoirs d'achat, lequel ne reprend le dessus que dans le long terme, l'explication se trouvant en définitive dans la plus grande rigidité des prix dans le secteur réel que dans le secteur financier.

²³ Bialès C (2001), La baisse de l'euro, *Tertiaire*, n° 95, janvier-février, pp. 19-24.

diversification qui avait été mécaniquement réduite par le lancement de l'Euro. La forte augmentation des investissements directs à l'étranger et des investissements de portefeuille entraîne celle des sorties de capitaux et le creusement du déficit de la balance de base de la zone euro (- 127 milliards en 1998, - 198 milliards en 1999).

- **Des facteurs liés au système productif et à la dynamique démographique**

Parmi les facteurs dont dépend la croissance anticipée, se trouvent en bonne place l'état des capacités de production, les gains de productivité et l'évolution de la population active. Et dans ces trois domaines, les perspectives de croissance ont été meilleures aux Etats Unis qu'en Europe.

- **Des facteurs liés au bon fonctionnement de l'UEM**

La BCE ne possède pas la même crédibilité que la FED et cela pour plusieurs raisons :

- la BCE est une institution jeune qui doit faire ses preuves, non seulement elle n'a pas beaucoup d'expérience, mais on a assisté trop souvent à des déclarations intempestives de ses responsables (déclaration de Wim Duisenberg, qui a fait chuté l'euro au niveau de 0,84 \$ le 16 octobre 2000).

- La BCE a pour objectif de maintenir la stabilité des prix et met en œuvre en conséquence la politique monétaire. En ce qui concerne le change, la seule mission qui lui soit confiée est la conduite des opérations de change, autrement dit, il n'est pas de son ressort de fixer un objectif de change pour l'Euro par rapport aux autres monnaies, notamment par rapport au dollar. Cette tâche devrait être celle d'un gouvernement. Or, il n'existe pas de gouvernement européen, même si l'Eurogroupe peut s'en rapprocher. Certains experts estiment par conséquent logique que les marchés montrent une certaine défiance vis à vis de la réalité monétaire européenne.

- Le doute que les investisseurs ont dans le projet européen est renforcé de plusieurs façons : phénomènes de concurrence à laquelle se livre les membres de la zone Euro (surtout en matière de réglementation fiscale et sociale), l'insuffisante coordination de leurs politiques économiques (problèmes pour respecter les critères de convergence malgré l'existence du pacte de stabilité), une relative incohérence du policy mix (politique monétaire commune et politiques budgétaires nationales), difficultés que vit la Commission européenne depuis plusieurs mois, les incertitudes sur l'identité européenne qu'a souligné le non danois et l'entrée prochaine de la Grèce dans la zone euro, l'annonce de l'élargissement de l'Europe²⁴ et les échecs répétés de la réforme des institutions...

Pour la 1^{ère} fois depuis 8 ans, l'économie européenne croît à un rythme plus soutenu que celle des USA

Ce décalage est-il durable ou le ralentissement de la première puissance du monde est-il une menace pour la conjoncture du vieux continent ? Tout dépendra de la capacité de l'Europe à rendre sa croissance moins liée à celle du reste du monde.

Le dynamisme de la croissance mondiale a favorisé le retour de la croissance en Europe de 1995 à 1998, compensant en partie les effets des politiques économiques restrictives menées dans les différents pays candidats à l'Euro pour respecter les critères de convergence défini par le Traité de Maastricht.

Dès lors, et notamment en France, la demande interne a pris le relais, via la consommation des ménages puis l'investissement des entreprises, tandis que la baisse continue du taux de change de l'Euro vis à vis du dollar assurait la compétitivité des biens et des services produits en Europe.

²⁴ Fayolle J., Le Cacheux J. (2000), L'Union européenne, entre l'euro et l'élargissement, *Problèmes économiques*, n° 2708, 11 avril, pp. 26 – 32.

Dans un tel contexte, le ralentissement de l'économie américaine est perçu par les experts économiques comme une bonne nouvelle, en ce sens qu'il favorise une baisse des taux d'intérêt à long terme²⁵. La demande des capitaux se réduit aux Etats Unis et les marchés anticipent une moindre inflation, tandis que les tensions diminuent sur les cours mondiaux des matières premières.

En Europe, la remontée de l'Euro et la baisse du prix des matières premières contribuent doublement à réduire les risques d'inflation importée. De quoi conduire la BCE a cessé d'augmenter les taux d'intérêt, voire à les réduire, si les politiques budgétaires dans les différents pays de la zone Euro demeurent en ligne avec les objectifs de réduction de dette affichés. La réalisation de ce scénario suppose cependant que le ralentissement américain s'opère en douceur. Toutefois, il existe un risque lié au taux de change de l'Euro. On peut craindre en effet que la BCE se satisfasse d'une forte remontée du taux de change de l'Euro, du fait de ses vertus désinflationnistes, donnant raison à ceux redoutaient un euro fort lors de l'introduction de la monnaie unique. Un taux de change plus favorable aurait certes des vertus en diminuant les coûts des importations contraintes, en permettant aux entreprises européennes de réduire le coût de leurs acquisitions externes, renforçant ainsi leur position sur la scène internationale.

Cette évolution risque cependant de nuire à la croissance et à l'emploi, du fait de la perte de compétitivité des exportations européennes, à moins que les autorités monétaires et budgétaires s'accordent pour soutenir activement la demande interne, comme l'ont fait les Etats Unis durant les années 90. L'absence d'un réel gouvernement économique européen, capable de dialoguer avec la BCE sur la gestion du BCE et de la *policy mix*, demeure le facteur majeur de risque !

e) La BCE et la FED : deux visions différentes de l'économie

A la surprise générale, les autorités monétaires américaines (la FED), et son président, Alan Greenspan ont annoncé le 18 avril 2001, une baisse d'un demi –point des taux directeurs. Les 12 membres du comité monétaire ont décidé à l'unanimité de ramener le taux des fonds fédéraux de 5% à 4,5%, et le taux d'escompte de 4,5% à 4%. En l'espace de trois mois, les taux d'intérêt auront été ramenés à leur plus bas niveau depuis plus de six ans (ils ont été baissés de 200 points de base depuis le 3 janvier) et rien indique que le mouvement soit terminé.

La Réserve fédérale a justifié cette décision prise en urgence (près d'un mois avant la date de la prochaine réunion du comité de la politique monétaire, prévue le 15 mai) par **trois raisons** :

- le recul des investissements
- l'impact de la baisse de la Bourse sur la consommation des ménages (*l'effet de richesse négatif*)
- le ralentissement de la croissance à l'étranger

La FED a ainsi dressé un bilan contrasté de l'état de l'économie américaine. Le comité monétaire note que «*la réduction des stocks semble bien avancée*», que «*la consommation et les dépenses de logement se tiennent relativement bien*» et que la croissance de la productivité, bien que ralentie au 1^{er} trimestre, reste forte. Son inquiétude vient du fait que l'investissement continue de ralentir. Or l'horizon sur ce plan reste bouché à cause «*de l'érosion des profits des entreprises et des incertitudes auxquelles elles sont confrontées*». Les risques de ralentissement de la consommation ajoutés au freinage de l'activité à l'étranger «*menacent de maintenir le niveau de l'activité économique à un niveau d'une faiblesse intolérable*²⁶».

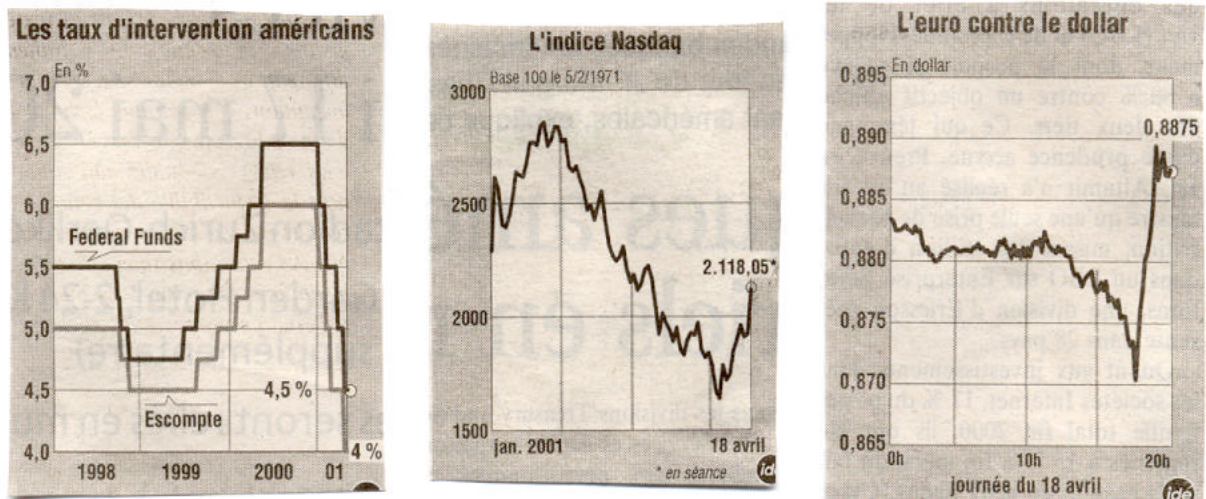
²⁵ *Alternatives économiques*, La croissance européenne est-elle menacée ?, n° 189, février 2001, pp. 6-7.

²⁶ Redouté par les partenaires commerciaux des USA, le décrochage des importations s'est brutalement matérialisé en février. Les Etats Unis ont réduit de 5,39 milliards de dollars leurs importations, ramenant leur déficit commercial à 27 milliards de \$. Le recul des importations ne s'explique qu'en partie par le ralentissement de l'activité industrielle. La facture énergétique a reculé d'un mois sur l'autre de 10,5 à 8,8 milliards de \$ grâce à la baisse des prix des produits pétroliers et des quantités importés. Ce sont surtout les économies asiatiques qui ont souffert de la réduction des achats américains. D'un mois sur l'autre, les Etats Unis ont réduit de 7,2 à 5 milliards de \$ leur déficit vis à vis de la Chine.

Les marchés financiers ont accueilli cette décision avec enthousiasme. A deux heures de la clôture, l'indice Dow Jones bondissait de 4,27% à 10 652,41 points tandis que le marché des valeurs de croissance, le Nadasq, s'envolait de 10,13% pour repasser à la hausse, la barre des 2 000 points. Dans ce contexte euphorique, les places boursières européennes n'ont pas été en reste. A Paris, l'indice CAC 40 a clôturé sur un gain de 3,07% à 5 505,08 points. En moyenne, les marchés d'actions européens ont repris un peu plus de 2,5% au cours de la séance du 17 avril. **Cette décision a été interprétée comme la preuve que les autorités monétaires étaient prêtes à tout pour éviter une récession.**

Les grandes banques commerciales américaines ont aussitôt annoncé qu'elles ramenaient immédiatement leur « prime rate » (le taux de prêts aux meilleurs clients) à 7,5%. La réduction du loyer de l'argent depuis le début de l'année a déjà produit des effets positifs. C'est grâce à cela que les ventes de logement se tiennent et que le marché de l'automobile est reparti en mars après une chute en janvier et en février

Curieusement, **c'est sur le marché des changes que la décision de la Banque Centrale aura été le plus mal perçu** dans le sens où elle a déclenché des dégagements sur le billet vert vis à vis des devises européennes. Pour le plus grand bénéfice de la monnaie unique (1 € = 0,8875 \$).



L'intervention de la FED a de nouveau accru le malaise qui existait déjà entre la logique d'interventions des autorités monétaires américaines, qui font tout ce qui est en leur pouvoir pour soutenir un rebond rapide de l'activité économique aux Etats Unis, (et dans ce contexte, la probabilité d'assister à une autre réduction de 50 points de base de ses taux, le 15 mai, est loin d'être nulle), et **la position attentiste de la Banque Centrale Européenne (BCE), la seule grande banque centrale à ne pas avoir assoupli sa politique monétaire**. Pour la plus grande inquiétude des opérateurs de marchés soucieux des perspectives de croissance dans la zone Euro.

L'annonce d'une hausse de 0,10% de la production industrielle française en février (contre 0,30% attendu) est venue alimenter ses inquiétudes. Sur un an, elle s'est établie à 2,8%. La croissance est encore là, mais montre néanmoins une tendance à la décélération. Le directeur général du FMI, Horst Köhler a ainsi pressé la BCE de baisser ses taux d'intérêt en Europe afin de « lancer un signal pour l'Europe et la coordination de la politique monétaire et économique dans un monde interdépendant ». La BCE a cependant fait la sourde oreille aux nombreuses pressions pesant sur elle. Le Président de la Bundesbank, Ernst Welteke, membre du conseil des gouverneurs de la BCE, a rappelé que l'économie européenne ne se trouvait en aucun cas en situation de récession alors que les risques sur la stabilité des prix persistaient. En réaffirmant l'indépendance de la BCE et les effets de l'augmentation des prix du pétrole, le président de la Bundesbank a souligné que « le seul devoir de la BCE était de veiller à la stabilité des prix ».

Les dernières périodes passées indiquent cependant les difficultés d'intervention de la BCE. La **manipulation des instruments classiques de la politique de change** (la politique de taux d'intérêt spécialement dédiée à la lutte contre les tensions inflationnistes et l'intervention directe sur le marché des changes) **ne suffit pas, encore faut-il bien définir les modalités d'intervention de la BCE** (intervention psychologique et intervention réelle).

- **L'intervention psychologique (pour créer un effet d'annonce)**

L'efficacité d'une intervention psychologique dépend du degré d'asymétrie d'information existant entre les autorités monétaires et les acteurs du marché, de la crédibilité dont bénéficie ces interventions, elle-même liée à la réputation dont jouit la banque centrale, du poids relatif de la rationalité des décisions de la première et de la rationalité mimétique des seconds...

- **L'intervention réelle pour provoquer des effets mécaniques**

Les interventions réelles sur le marché des changes consistent en l'achat de devises contre vente de monnaie nationale lorsqu'il s'agit de provoquer une dépréciation de celle-ci.

- **L'utilisation des modalités d'intervention**

Dans la situation actuelle de l'euro, la BCE a utilisé successivement et très graduellement les deux modalités d'intervention dont elle dispose :

- Le mardi 12 septembre 2000, devant la Commission des affaires économiques et financières du Parlement européen, Wim Duisenberg utilise la méthode des effets de signal, en se montrant spécialement inquiet par le niveau de l'euro qui, selon lui, n'est pas conforme ni aux fondamentaux de la zone euro, ni aux soldes des balances des paiements internationaux.

- Le jeudi 14 septembre 2000, constatant une multiplication des spéculations, la BCE envoie un avertissement au marché des changes en annonçant son intention d'acheter des euros pour le montant des intérêts sur les réserves en devises qu'elle possède (39,5 milliards d'euros) sans pour autant avouer sa volonté de soutenir la monnaie unique. Ce flou laisse le marché sceptique, d'où une évolution négative de l'euro qui tombe dès le lendemain à un nouveau plancher historique : 0,8525 \$, puis à 0,84 \$ le mercredi 20 septembre.

- Le vendredi 22 septembre 2000, la veille de la réunion du G7 à Prague, la BCE, la FED et les banques centrales du Canada, du Japon et d'Angleterre vendent des dollars contre des euros pour soutenir la monnaie européenne. Cette opération propulse l'euro à 0,9010 \$. Cette réaction est cependant de très courte durée. Il faut dire que les banques centrales disposent de réserves dont le montant global pèse peu, comparé aux 1500 milliards de dollars de transactions quotidiennes réalisées chaque jour sur le marché des changes. **Dans un contexte de globalisation financière, on peut se demander si les banques centrales ont encore les moyens de lancer de puissants avertissements au marché et de peser durablement sur les cours.** La théorie souligne quant à elle, que lorsque l'intervention de la banque centrale est anticipée par les agents économiques, elle n'aura pas ou peu d'effets sur le marché. Autrement dit, l'intervention doit être rapide et suffisamment spontanée pour surprendre les acteurs du marché.

2) Politique budgétaire, endettement et croissance

Si la France a pu aborder l'Union monétaire dans des conditions favorables (elle est relativement moins endettée que ses partenaires et connaît un taux d'inflation très faible), il reste que sa politique économique doit se mettre pleinement à l'heure de l'Euro.

Cela implique d'abord de poursuivre le redressement budgétaire afin d'inverser la tendance du ratio de dette (en augmentation ces dernières années) et de retrouver des marges de manœuvre sur le

déficit (afin de ne pas avoir à conduire une politique budgétaire procyclique en cas de ralentissement de la conjoncture).

Cela conduit ensuite la France à gérer ses finances publiques en mettant l'accent sur **un objectif de dépenses**. Une telle stratégie a plusieurs vertus : elle protège la dépense des aléas conjoncturels, ce qui est bon pour la gestion publique, et elle fait jouer les stabilisateurs automatiques en période de ralentissement comme en période de surchauffe.

Ceci implique par exemple d'affecter les éventuelles rentrées d'impôts et de cotisations supplémentaires à la réduction du déficit et à la baisse des prélèvements obligatoires plutôt qu'à l'accroissement des dépenses (c'est qui est encore difficilement perceptible !).

Illustration : avec la reprise de la croissance économique, l'Etat français a enregistré pour l'année 2000 une hausse des recettes (107 milliards de Francs pour 2000). Cette dernière s'est répartie de la manière suivante : baisse des impôts de 53 milliards, diminution du déficit public de 29 milliards (ce qui porterait le poids de la dette publique pour 2001 à 57,2%) , mais hausse des dépenses de 25 milliards.

Cela doit conduire enfin à tirer toutes conséquences de la coordination des politiques économiques. La coordination n'a en effet de sens que si elle implique à tel ou tel moment que chaque pays mène une politique un peu différente de celle qu'il aurait adoptée de son propre chef. Concrètement, chaque pays devra accepter le regard de ses partenaires sur ses propres décisions !

Ce contrôle des politiques budgétaires est d'autant plus vital que les déficits budgétaires donneront lieu à des emprunts en Euros. Compte tenu de la taille de l'économie européenne, il est clair que l'endettement des entreprises et des Etats en sera facilité (rappelons que c'est précisément l'un des bénéfices de la monnaie unique : une baisse des taux d'intérêt à long terme et un allègement du coût des dettes publiques et privées). **D'où l'existence du pacte de stabilité économique instituant l'idée qu'un pays ne peut s'endetter comme le veut, avec une monnaie commune.**

Le cas Irlandais, un test pour la coopération européenne

L'Irlande présente depuis quelques mois, des performances économiques bien supérieures à celles des autres membres de l'Union : croissance du PIB de 10,7%, excédent budgétaire de 4,7% du PIB, dette publique représentant 39% du PIB, taux de chômage de 4,5%. Ce pays «*vertueux* » connaît toutefois une taux d'inflation (5,5%) encore bien au dessus des 2% fixés par la BCE.

En février dernier, le ministre des Finances, Charlie McCreevy, a présenté à tous ses partenaires européens, une politique budgétaire de soutien à la croissance pour 2001. Son excédent budgétaire devrait ainsi passer de 4,7% du PIB à 4,3% en 2001 et à 3,8% en 2002. Cette diminution serait liée à une baisse des impôts accompagnée, et c'est ce qui a fâché la Commission européenne, d'une augmentation des dépenses publiques.

Le 12 février dernier, l'Ecofin, qui réunit les ministres des Finances de l'Union européenne, a repris les analyses de la Commission, **tout en recommandant à l'Irlande de changer sa politique budgétaire en ne faisant pas diminuer l'excédent**. La raison étant simple : quand on utilise une même monnaie, celui qui génère de l'inflation (4,5% prévu en 2001), en fait subir les conséquences négatives à tous les autres en obligeant la BCE à rester vigilante, c'est à dire à ne pas baisser ses taux d'intérêt. Ce qui pénalise la croissance de l'ensemble de la zone.

Cela étant, la situation irlandaise représente un véritable cas d'école pour la commission européenne. De par ses performances économiques, l'Irlande représente en effet un exemple concret de **choc asymétrique** : croissance très rapide provoquant des tensions inflationnistes. C'est de plus le seul pays à rencontrer ce genre d'évolution dans l'Union Européenne.

Les experts de la Commission européenne²⁷, encouragés par l'Allemagne, avaient toujours cru qu'une telle situation se produirait dans un pays en prise avec des difficultés de croissance. Le risque était alors que, privé de l'arme de la dévaluation et de la politique monétaire, le gouvernement en question laisse filer son déficit budgétaire. Comme la politique monétaire est devenue commune au sein de la zone Euro, les politiques budgétaires nationales restent le principal instrument à la disposition des gouvernements pour agir sur leur situation spécifique.

Pour autant, cela ne les autorise pas à faire n'importe quoi car toute augmentation des déficits budgétaires se traduit par une montée des taux d'intérêt à long terme, défavorable à la croissance de la zone Euro. C'est pourquoi un pacte de stabilité a été mis en place pour empêcher les pays de laisser filer les déficits et de s'endetter trop, alors qu'ils partagent une monnaie commune. La Commission attendait donc avec appréhension le jour où elle devrait signifier à un pays aux prises avec de telles difficultés de rester rigoureux.

Malheureusement ou heureusement, le problème se pose pour un pays en forte croissance, quasiment en situation de plein-emploi, à qui on demande d'aller simplement moins vite. La Commission a donc saisi cette occasion pour tester la détermination des gouvernements européens à faire passer l'intérêt commun avant leur intérêt politique de court terme. **Avec le cas irlandais, les pays européens devront donc faire la preuve qu'ils sont bien déterminés à assumer les conséquences politiques de la monnaie unique !**

3) Fédéralisme monétaire et atomisation budgétaire

Depuis 1999, les conditions du débat sur l'Euro ont quelque changé. A l'émancipation du **policy mix** (conjugaison des politiques monétaire et budgétaire), s'est ajouté l'éventualité d'un scénario « *tout fédéralisme* », entendons-nous par cette expression, un fédéralisme monétaire et budgétaire. Plusieurs arguments plaident en cette faveur :

- **Le débat sur l'articulation entre politique monétaire et budgétaire a été relancé suite au changement politique survenu en Allemagne ainsi que de la conjoncture économique de ce pays.** Dans la conception européenne défendue par l'Allemagne ces dernières années, la coordination entre les pays européens se résumait au respect pour chaque Etat du pacte de Stabilité. Quant à la Banque Centrale Européenne, elle n'avait qu'à veiller à la stabilité des prix. Or la situation a changé, sous l'impulsion d'Oskar Lafontaine, l'ex-ministre des finances du chancelier Schröder. Ce dernier, rappelant les préceptes keynésiens, a fait observer qu'en baissant les taux d'intérêt, la BCE diminuerait le coût des déficits budgétaires. Il serait alors possible de mener des politiques plus actives et de gagner un peu de croissance (alors même que l'Allemagne connaissait un fort ralentissement).

- Dans le traité de Maastricht et le pacte de Stabilité, seules les politiques budgétaires pouvaient agir sur chaque conjoncture nationale. Comme la conjoncture économique d'un pays pouvait être distincte de la moyenne européenne, ce dernier devait pouvoir soutenir sa croissance – en cas de récession – sachant que le coût de cette politique en termes de renchérissement du taux d'intérêt européen serait dilué. Toutefois, comme le souligne Robert Boyer (1999, p 47)²⁸, « *les politiques budgétaires ne sont pas seulement un instrument indispensable au niveau de chaque pays, elles constituent également une fois additionnées et compte tenu de la faiblesse du budget de l'Union, le second volet du Policy Mix*²⁹ ».

Or la conviction des économistes - selon laquelle les conjonctures allaient être de plus en plus en phase, à l'exception de quelques pays périphériques comme l'Irlande, l'Espagne ou la Finlande - s'est

²⁷ *Alternatives économiques*, L'Irlande va t'elle jouer le jeu ?, n° 191, avril 2001, pp. 6-7.

²⁸ Boyer R. (1999), Le pari de l'Euro n'est pas encore gagné, *Alternatives Economiques*, hors-série n°41, p 46-49.

²⁹ Policy Mix : combinaison des politiques monétaire et budgétaire.

heurtée à la persistance de l'hétérogénéité des conjonctures nationales. L'unification de la politique économique serait encore loin d'être faite : l'Allemagne et l'Italie croissent moins vite que la France.

Les marchés financiers et la BCE commencent d'ailleurs à s'inquiéter des effets de cette hétérogénéité des conjonctures. Ceci peut en effet nuire à la crédibilité de l'Euro.

On se trouve ainsi en face d'une double logique, celle de l'atomisation du pouvoir budgétaire (qui dépend des différents ministres nationaux des Finances) et celle du pouvoir monétaire centralisé (dans les mains de la BCE). **Il existerait donc un fédéralisme monétaire mais pas de fédéralisme budgétaire !**

Un scénario envisageable serait pourtant que les différents gouvernements s'engagent à annoncer un déficit consolidé au niveau de l'ensemble de l'Euro afin de rassurer les marchés financiers et la BCE. Ces mêmes gouvernements pourraient ensuite se partager des droits au déficit en fonction de leur conjoncture. L'essentiel serait donc de pouvoir mener des politiques différentes sans que leur conjonction ne vienne affecter la crédibilité de l'Euro et effrayer les marchés financiers (la zone Euro continuerait ainsi à profiter de taux d'intérêt bas).

- Cette nécessité d'articuler la politique budgétaire nationale avec une politique budgétaire consolidée dans l'ensemble de l'Union se heurte cependant à un autre problème : **celui de la répartition des pouvoirs entre la BCE et les différents ministres des Finances**³⁰. Les premiers entendent conserver leur pleine autonomie, une fois satisfaites les contraintes prévues par le Pacte de Stabilité alors que la BCE avance qu'il faut, au contraire, clairement exposer la position budgétaire de chaque pays et montrer sa cohérence avec les politiques consolidées au niveau européen. La nécessité d'une coordination minimale pourra cependant être imposée par les marchés financiers (lesquels pourraient exiger un relèvement des taux d'intérêt via des attaques contre l'Euro). La mise en place d'un Policy mix européen devra de toute manière être explicitée aux marchés financiers.

- La gestion de l'Euro peut ainsi entretenir **deux types de scénario**. Celui déjà préconisé par les instances allemandes et le Pacte de stabilité, à savoir, une BCE qui se concentre sur la stabilité des prix et des ministres des Finances qui veillent à respecter le pacte de stabilité. Celui d'une adaptation à la situation provoquée par la création de l'Euro et de l'Europe (espace économique et monétaire fermé comme les USA ou le Japon). **Dans ce dernier cas, il n'est plus possible de s'abriter derrière une contrainte extérieure pour justifier des politiques restrictives !**

Si la mission principale de la BCE consiste à assurer la stabilité des prix, il n'est pas possible au regard des faits de limiter cette mission à une logique purement monétariste. Ce serait oublier que la BCE a maintenu ses taux en mars 1999, puis les a baissés en avril, en tenant compte de l'évolution de la masse monétaire, mais aussi de l'inflation et de la conjoncture moyenne dans l'Union, ou de la fragilité du système bancaire.

III) POLITIQUES ECONOMIQUES COMMUNAUTAIRES

A) La place des politiques fiscales et sociales

Alors que la politique monétaire est commune, la plus grande partie des autres politiques économiques est sous le contrôle des parlements nationaux ou des gouvernements, sans coordination ou

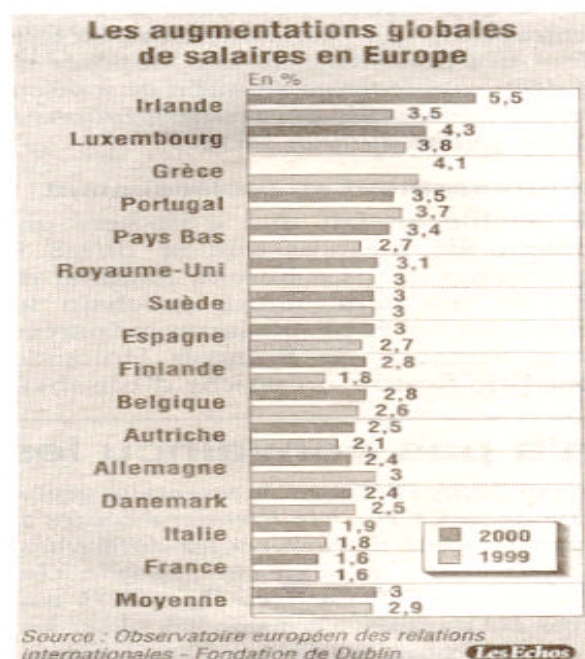
³⁰ Cette situation est paradoxale. Alors que *l'Euro II* - cette structure informelle qui rassemble les ministres des Finances des onze pays de la zone euro - avait pour mission d'établir et de contrôler les programmes de moyen terme d'assainissement des finances dans le cadre de stabilité, il lui revient désormais la responsabilité de définir la politique budgétaire commune face à la BCE (même si le pouvoir formel de coordination demeure dans les mains du *conseil Ecofin*, qui rassemble les ministres des quinze, seule institution officielle).

même concertation. La structure de la fiscalité, l'organisation de la protection sociale, la réglementation du travail restent déterminés nationalement.

Une conséquence néfaste de l'organisation économique actuelle touche la concurrence fiscale et sociale que se livrent les différents pays de l'Union. **Dans un régime de changes flexibles**, réduire les salaires, la protection sociale, la fiscalité locale, les charges sociales, n'est pas attrayant puisque les variations des parités peuvent annuler l'effet de ces mesures. **En monnaie unique ou régime de changes fixes**, les choses sont différentes. D'une part, les variations du coût du travail ou de la réglementation peuvent avoir des effets permanents sur la compétitivité, d'autre part, avec la disparition du risque de change, la mobilité du capital et du travail qualifié devient beaucoup plus forte. Il est donc plus tentant pour les pays européens de prendre des mesures agressives visant à attirer des activités puisque ces mesures sont beaucoup plus efficaces qu'en régime de changes flexibles. S'il n'y a pas harmonisation des taux d'imposition, ou de règles fixant une protection sociale minimale, le risque est grand de voir la concurrence sociale et fiscale se substituer à la concurrence par les taux de change.

1) Stabilité des prix et politique salariale

Au delà des objectifs de stabilité des prix et de suivi de la masse monétaire, la BCE pourrait bien avoir un droit de regard sur les politiques salariales des différents membres de l'Union. Ces dernières sont en effet essentielles pour assurer le bon fonctionnement de l'Union Monétaire : **des salaires trop élevés risquent de créer des pressions inflationnistes, mais à l'inverse des salaires trop bas risquent d'entraîner une spirale déflationniste**. Cette contrainte pourrait bien peser de plus en plus sur la marge manoeuvre de la politique économiques des différents Etats membres. Une étude que vient de publier la Fondation de Dublin (mars 2001), l'une des 12 agences de la Commission européenne, par le biais de son Observatoire des relations industrielles, permet d'appréhender les augmentations salariales survenues en 1999 et 2000 dans la plupart des pays de l'Union. Ainsi, la hausse des salaires n'a pas excédé 1,6% en 1999 et 2000 en France, loin derrière l'Irlande (respectivement de 3,5% et 5,5%), le Luxembourg, le Portugal, les Pays-Bas et la Grande Bretagne, où les pressions ont dépassé 3% l'an dernier. La moyenne européenne aurait atteint 2,9% en 1999 et 3% en 2000. **La modération salariale en France serait liée pour l'essentiel à la mise en place des 35 heures**. Elle montre aussi que les tensions sur le marché du travail ne sont peut-être pas aussi critiques que l'affirmaient certains employeurs (malgré les nombreux conflits sociaux, les tensions ne se sont pas traduites par une pression à la hausse des salaires). C'est peut-être enfin, le signe que la décrue du chômage n'a pas encore permis de modifier le rapport de force salaire-emploi en France.



Cette étude révèle cependant la difficulté à comparer des systèmes très différents en matière de collecte des salaires et d'appréciation des augmentations salariales.

⇒ **En termes de pouvoir d'achat**, les résultats se trouvent ainsi quelque peu meilleurs pour les travailleurs français : avec une hausse de 1% en 1999 et un recul de 0,2% en 2000, la France occupe ainsi le 11^{ème} rang (à comparer au dernier rang lorsque l'on limitait l'étude aux seules augmentations salariales). L'inflation y a été en effet parmi les plus faibles en Europe, ne dépassant pas 1,6% en 2000. Dans ce cas de figure, la Grande Bretagne et la Suède arrivent en tête, tandis que la Finlande, le Danemark, l'Espagne et l'Italie forment le fond du panier.

En moyenne européenne, la hausse du pouvoir d'achat a atteint 1,4% en 1999 et 0,4% en 2000. Des résultats qui confirment que la modération salariale a continué et s'est même accentuée en 2000.

⇒ **Dans la relation salaires – productivité**, seuls les salariés britanniques ont vu leurs salaires progresser davantage l'inflation et la productivité, tandis que les salariés français ont peu bénéficié de forts gains de productivité réalisés par les entreprises de l'Hexagone (+ 5% sur les années 1999-2000). Les syndicats du Benelux et d'Allemagne qui tiennent compte des gains de productivité dans leurs revendications salariales, ont obtenu des revalorisations plus intéressantes que dans les autres pays.

⇒ **Dans le cas des salaires minima**, l'étude montre que les augmentations sont souvent liées à des mécanismes d'indexation, auxquels s'ajoutent parfois « des coups de pouce », décisions politiques. Les hausses vont de 4,1% au Portugal à 0,02% en Belgique en 1999 et en 2000. En France, la progression a été plus forte que la moyenne européenne en 2000 (3,2% contre 3,0%), mais moins forte que durant l'année 1999. (1,2% contre 2,9%).

2) Les retraites au coeur de l'harmonisation fiscale et de la flexibilité du marché du travail

La question des retraites revêt une importance de plus en plus importante avec le vieillissement de la population de l'Union.

Parallèlement, les difficultés qu'éprouvent les quelque 5 millions de travailleurs qui résident dans un autre Etat membre pour continuer à cotiser à des retraites complémentaires dans leur pays d'origine constitue une **véritable entrave à la libre circulation des travailleurs** (nouvelle rigidité du marché du travail). Aussi la commission européenne a-t-elle décidé de saisir ce problème en proposant d'éliminer les entraves fiscales à la fourniture transfrontalière de ces retraites.

Une directive de 1988 autorise déjà les travailleurs détachés à rester affiliés au régime complémentaire de retraite de leur pays d'origine, alors que 25% de la population active de l'Union, et 80% dans certains pays, cotisent à de telles retraites. Mais bien souvent, de nombreux obstacles fiscaux découragent cette pratique.

Alors que presque tous les Etats de l'Union appliquent, à des degrés divers, le principe de la déductibilité des cotisations versées par les employeurs et les travailleurs, ou prévoient l'exonération fiscale de tout revenu et de toute plus-value perçus par les organisations de retraites, ces avantages fiscaux disparaissent pour un travailleur cotisant dans un autre pays que son lieu de résidence.

Plusieurs jugements de la Cour de Justice du Luxembourg ont d'ailleurs condamné cette pratique. Ainsi les Pays-Bas ont récemment été condamnés car leur réglementation refusait à un travailleur indépendant non résident le droit, accordé aux résidents, de déduire de son revenu imposable une partie de ses cotisations de retraite complémentaire.

Dans un autre cas, c'est la Belgique qui a été condamnée pour avoir subordonné la déductibilité fiscale de cotisation d'assurance-vieillesse à la condition que ces cotisations soient versées à un établissement établi sur son territoire.

Par ces mesures, Bruxelles vise dans un premier temps, à mettre fin à toute forme de discrimination contre les régimes de retraite complémentaire, mais aussi d'assurance-vie, payés dans un autre pays de l'Union. Les Etats membres devront donc garantir cette égalité de traitement fiscal. L'autre finalité, plus proche de la politique économique de l'Union, réside dans l'harmonisation des politiques fiscales et sociales des différents membres (le regard sera avant tout porté sur une plus grande flexibilité du marché du travail).

B) Politique structurelle et politique conjoncturelle

Le débat sur le fédéralisme monétaire et budgétaire, a relancé l'argument keynésien selon lequel, il serait possible – avec une banque centrale européenne et une coordination budgétaire – d'établir une politique des revenus européenne afin d'assurer une progression des salaires en rapport avec les gains de productivité.

Cet argument se heurte cependant au réalisme de la situation européenne, à savoir que les conventions collectives au niveau européen sont encore loin d'être uniformes. Les syndicats sont très divisés et les salariés des pays du sud se méfient d'un rattrapage trop rapide, qui ferait disparaître l'emploi chez eux. Enfin dans certains pays, comme la France, la négociation se fait désormais au niveau des entreprises, de manière très décentralisée. On risque donc d'avoir un maintien des politiques salariales conduites dans un cadre strictement national.

Pour des pays de taille moyenne comme la France, l'Italie, l'Espagne, l'Allemagne, la logique serait de prendre en compte la compétitivité nationale, l'inflation moyenne dans la zone Euro et de négocier en fonction de ces divers critères, tout en observant les réactions de la BCE pour éviter toute remontée des taux d'intérêt. Reste que certains pays ne seront pas capables de gérer ce genre de mécanisme par des négociations collectives surtout lorsqu'une décentralisation de ces négociations a été mise en place. Ainsi dans le cas de la France, c'est le chômage qui assure la régulation des salaires, et ce, de manière très inégalitaire, sans que l'on soit capable d'optimiser l'arbitrage emploi-salaire.

La solution idéale serait qu'un mode de coordination souple, qui réunirait partenaires sociaux, Conseil de l'Euro et BCE, dans des discussions informelles. De nombreux obstacles s'y opposent cependant : hétérogénéité syndicale, interdiction par les traités européens d'une concertation explicite avec la BCE...

C) De la monnaie unique au gouvernement unique

Si l'EURO ne ravira pas au dollar son titre de monnaie de réserve la plus courante, elle devrait cependant s'imposer comme **monnaie de facturation** des échanges dans les relations commerciales impliquant directement l'Union mais aussi au delà (l'Union européenne détient 30% du commerce mondial).

Grâce à la stabilité des politiques budgétaires et à l'assainissement des finances publiques des pays dotés de l'Euro, ce dernier devrait ensuite jouer un rôle majeur dans les portefeuilles d'actifs financiers au niveau mondial (si tous les capitaux détenus actuellement en devises européennes étaient convertis en Euros, ce serait plus d'un tiers des investissements de portefeuille qui serait libellé dans cette monnaie, soit un montant à peu près semblable à celui des investissements détenus en dollars) et constituer une

importante **monnaie de réserve**. En effet, l'introduction de l'Euro aura pour effet de créer l'un des plus grands marchés de titres d'Etat au monde (obligations d'Etat).

La dépréciation de l'euro par rapport au dollar a fait craindre que la seule devise forte du système monétaire international reste le dollar. Certes pour pouvoir s'imposer, l'euro ne doit pas trop se déprécier vis à vis des autres devises importantes. C'est la condition pour que les banques centrales des pays tiers décident d'en faire une devise de placement de leurs réserves internationales. Toutefois, la capacité de l'euro à remettre en cause le dollar, repose surtout sur sa crédibilité aux yeux des investisseurs, c'est à dire le fait que qu'ils l'utilisent comme devise de placement de leur argent. Et là, la devise européenne semble déjà en passe d'égaliser le dollar. 43% de l'ensemble des émissions d'obligations internationales l'ont été en euros au cours du premier semestre 1999³¹.

L'euro se serait ainsi imposé comme une source de financement importante des grandes entreprises multinationales. Une bonne partie de ces emprunts sert à financer les opérations de fusions et acquisitions que l'arrivée de l'euro a accélérées. Le financement de la prise de contrôle de Telecom Italia par Olivetti a ainsi donné lieu au plus gros emprunt obligataire de l'histoire de ces dernières décennies : 9,4 milliards d'euros. Grâce à la monnaie européenne, les entreprises peuvent mobiliser beaucoup plus de capitaux qu'auparavant avec leur devise nationale. Alcatel a pu ainsi mobiliser un milliard d'euros en quelques semaines, alors qu'il y a deux ans, aucune entreprise européenne n'aurait pu obtenir un tel financement.

Cette transformation de l'Euro en une grande monnaie de réserve internationale devrait être plus rapide dans les pays ayant des liens étroits avec les états participant à l'UEM. Pour que l'Euro parviennent à ce stade, il sera important de limiter les risques en respectant rigoureusement les critères de convergence pour accroître la confiance dans la politique de stabilité qui est menée par la BCE et pour réduire la prime de risque dont les emprunts libellés en Euros pourraient initialement être assortis. **La stabilité de l'Euro par rapport au dollar et l'écart des taux d'intérêt³² entre les deux monnaies sont les variables les plus pertinentes du marché.**

C'est ainsi en toute logique que Bruxelles n'excluait pas, dès 1997, « *une période d'instabilité [période de transition 1999-2002] des taux de change entre l'Euro et d'autres grandes monnaies et la possibilité de voir la valeur de l'Euro s'écarter du niveau jugé approprié* ». Une telle évolution des taux s'expliquerait, selon les termes de la Commission Santer, par la perception que donnera la BCE de son orientation future de politique monétaire, mais aussi par l'excès de réserves en dollars dans les banques centrales et par les réallocations des portefeuilles privés : « *Il était ainsi souhaitable de surveiller l'évolution des taux de change et d'instaurer une coopération internationale étroite, en vue de réduire au minimum l'impact que les éventuels effets parasites de la transition auraient sur les marchés des changes* ». Quatre ans après, ces propos se trouvent en partie vérifiés, l'Euro avoisine les 85 cents pour un dollar (la crédibilité des interventions de la BCE et surtout la bonne conjoncture américaine expliquent en grande partie cette évolution).

Il n'empêche qu'il est encore très difficile d'estimer les changements que la gestion d'une monnaie européenne (d'envergure mondiale) imposera en aval aux gouvernements de l'Union. Forcés de cogérer une politique monétaire commune et une politique de change unique, les états membres pourraient finalement se voir contraint de mettre leur souveraineté en commun pour pouvoir prendre des décisions sur différents aspects de la politique fiscale et sociale, voire de la politique extérieure. En tout état de cause, la monnaie unique soudera davantage la politique commerciale commune de l'Union et renforcera sa position économique dans le monde.

³¹ Chavagneux C. (1999), L'euro défie le dollar, *Alternatives économiques*, n° 173, septembre, p. 20.

³² Roch. H (2000), Quelles relations entre la courbe des taux et l'activité économique, *Problèmes économiques*, n°2708, 11 avril, pp. 17-23.

Toutefois la question d'un budget européen digne de ce nom et la nécessité d'un gouvernement européen, devra tôt ou tard, s'inscrire dans les discussions des différents membres de la zone Euro, au risque de créer des difficultés d'ajustement de la politique économique pour certains états

Quand dans un état fédéral, l'économie se ralentit, les autorités économiques peuvent relancer l'activité en réduisant les taux d'intérêt ou en accroissant les dépenses publiques. En outre l'existence d'un budget fédéral soutient l'activité dans les régions connaissant momentanément des difficultés : les rentrées fiscales de ces régions diminuent tandis que les dépenses publiques y restent constantes.

Le budget européen qui pèse aujourd'hui 1,5% du PIB de l'Union Européenne, est trop faible pour jouer ce rôle. Dans un contexte où la pression fiscale diminue et l'ensemble des fonctions des États membres sont déjà assurées par les gouvernements nationaux, on imagine difficilement une hausse du budget européen.

C'est pourquoi, comme nous l'avons rappelé précédemment, **le soutien de l'activité économique prendra directement la forme d'une coordination des politiques économiques nationales.**

Néanmoins, seule une forte progression du budget européen permettrait d'instaurer un principe de solidarité économique entre les différents pays membres de l'UEM. Ceci suppose à la fois la création d'un impôt européen, et d'une véritable institution européenne - le parlement européen.

BIBLIOGRAPHIE SOMMAIRE

- Bidet J. (1990), *Théorie de la modernité, suivie de Marx et le marché*, PUF.
- Boyer R. (1999), Le pari de l'Euro n'est pas encore joué, *Alternatives Economiques*, n° 41, p 46-49.
- Cabannes M. (1998), *Les politiques conjoncturelles*, Synthèse Economie, Armand Colin.
- Cahiers Français (1998), *Les politiques économiques*, n°284, jan - fév, La Documentation Française.
- Greffe X. (1993), *Comprendre la politique économique*, Economica, Poche.
- Guerrien B. (2000), *Dictionnaire d'analyse économique*, La Découverte.
- Fitoussi J.P (1995), *Le débat interdit*, Arléa.
- Hen C., Léonard J. (2000), *L'Union Européenne*, Repères n° 170, La Découverte.
- Hoang-Ngoc L. (2000), *Politiques Economiques*, Montchrestien.
- Keynes J-M (1969), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot.
- Lordon F. (1998), *Les quadratures de la politique économique*, Albin Michel.
- Padoa-Schioppa T. (1985), *Europe, Monnaie et Politique Economique*, Commission des Communautés Européennes, Perspectives européennes.
- Rapport Economique, social et financier du gouvernement (2001), *Politique Economique*, Economica.