

Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe

N° 24

Été 2011

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

Editorial - La zone euro : se fédérer ou se déliter

de Michel Dévoluy

L'Europe regarde la crise par le petit bout de la lorgnette. Elle se focalise sur les dettes souveraines en pointant la légèreté des pays du sud en matière de

Sommaire

Enjeux et perspectives pour la gouvernance européenne

Hélène Boff & Amélie Barbier-Gauchard

3

Une coercition renforcée en guise de gouvernement économique

Michel Dévoluy

7

L'euro, handicap ou atout en cas de crise grave ?

Gilbert Koenig

11

Les « hélicoptères » des banques centrales

Meixing Dai

17

Crise budgétaire dans la zone euro, BCE et hyperinflation

Alexandre Sokic

25

Les métamorphoses du statut de la concurrence dans les traités européens

Damien Broussolle

33

Les partenariats publics-privés dans le financement de l'entrepreneuriat

Gabriel Bissiriou

41

La mort sur gage ou l'amorce du partage

Gilles Lambert

47

finances publiques. Du coup, la solution passe par la mise en place de politiques de rigueur imposées à certains Etats membres comme la Grèce, l'Irlande et le Portugal. Mieux, l'Union européenne pense éviter de nouvelles crises en se dotant, à travers le Pacte pour l'euro plus et le Mécanisme européen de stabilité, d'une gouvernance économique présentée comme novatrice et salvatrice. Mais cette nouvelle gouvernance ne fait que renforcer les règles contraignantes, limiter les marges de manœuvre des Etats et esquiver la question de la solidarité. En réalité, la véritable défaillance est ailleurs : il manque un gouvernement économique pour la zone euro. Pourtant, beaucoup d'économistes, qu'ils soient libéraux ou interventionnistes, ont insisté, depuis de nombreuses années, sur le fait qu'une monnaie unique ne peut pas fonctionner de façon satisfaisante sans un gouvernement. Selon la logique économique, la zone euro n'est pas un espace où la présence d'une seule monnaie s'impose comme la solution optimale. Précisément, les disparités entre les performances économiques et entre les modèles économiques et so-

ciaux des États membres sont trop importantes pour légitimer une politique monétaire unique et pour se priver des variables d'ajustement que

sont les taux de change entre les monnaies. Ou alors, il faut prendre acte de toutes ces différences et se donner des moyens puissants de les réduire rapidement.

A notre connaissance, il existe une seule méthode efficace qui impose une véritable convergence des performances économiques et une homogénéité des structures économiques et sociales : c'est l'appartenance à un même espace politique. Il s'agit par conséquent de construire une forme d'Europe fédérale avec un parlement et un gouvernement unique. Sans cela, la zone euro se maintiendra, comme actuellement, par la contrainte, la surveillance et la suspicion. Nous connaissons le résultat sous nos yeux : les États membres perdent une partie de leur autonomie sans que pour autant l'Europe devienne une puissance ; les citoyens ne parviennent pas à s'identifier à une Europe lointaine qui ne les protège pas assez. Sur le long terme, une telle construction risque de s'effriter.

Margareth Thatcher, premier ministre britannique à l'époque du lancement de l'euro, avait été claire sur ce thème : elle ne voulait pas de l'euro car il impliquerait nécessairement, pour être efficace, une union politique qu'elle ne souhaitait pas. Sans refaire l'histoire, on peut admettre que beaucoup d'Européens plébiscitèrent l'euro en pensant que sa seule présence enclencherait naturellement un processus d'intégration économique et politique croissant. Cela n'a pas eu lieu. Et les options récentes adoptées par l'Union porte à croire que nous n'en prenons pas le chemin. Il faut donc réagir et ne pas se dérober face au fait qu'il n'est pas sage d'avoir une monnaie unique dans un espace hétérogène.

Depuis la création de la monnaie unique, l'Union européenne a choisi d'homogénéiser la zone euro par le bas, c'est-à-dire en imposant un alignement sur des règles communes qui entraînent un retrait du politique. Dans les faits, l'Europe a promu une concurrence entre les États au prix d'un ajustement par les coûts salariaux et du recul de l'État régulateur et protecteur. Avec la crise, l'Europe est restée sur cette même trajectoire. De plus, elle a réagi petitement en laissant se développer les sentiments de défiance vis-à-vis des États en difficulté. Tous ces choix se détournent des ambitions initiales de l'après guerre. Ils éloignent l'Europe de ses citoyens et évitent la lancinante question de l'intégration politique.

Il faut le dire et le répéter sans cesse : la zone euro doit choisir entre se fédérer et se déliter.

Post-Scriptum :

Notre Bulletin s'ouvre également à des articles qui s'apparentent à des billets d'humeur (et d'humour). Nous espérons que d'autres collègues, à la suite de Gilles Lambert, viendront nourrir cette rubrique.

Enjeux et perspectives pour la gouvernance européenne

Amélie Barbier-Gauchard*, Héléna Boff**

Cet article reprend les propos tenus par Pervenche Berès, députée européenne mais également présidente de la commission de l'emploi et des affaires sociales et rapporteuse de la Commission spéciale crise du Parlement européen, à l'occasion de la conférence d'actualité économique organisée le 7 avril 2011 par les étudiants du master « Analyse et politiques économiques » à la Faculté de Sciences Economiques et de Gestion de Strasbourg, en partenariat avec l'OPEE.

Avec la fin sans gloire de la Communauté Européenne de la Défense (CED) et la disparition du projet de Communauté Politique Européenne (CPE) au début des années 1950, l'idée même d'unification européenne subit une défaite irrémédiable. Mais à partir de 1955, la question de comment relancer la dynamique d'intégration européenne redevient majeure et la constitution d'un marché commun semble être l'étape la plus réaliste pour y parvenir. L'objectif était d'associer une concurrence et compétitivité stimulantes, une coopération qui renforce et une solidarité qui unit. Mais l'UE a du faire face à de nouveaux défis ces dernières années, à savoir un élargissement conséquent (intégration des PECO en 2004) et une crise financière et économique qui ont mis à mal la gouvernance européenne. Après avoir montré que les institutions connaissent une certaine dérive, P. Berès dénonce l'avènement d'une politique de surveillance au détriment d'une politique d'intégration, permis notamment par le manque de coopération et de solidarité au sein de l'Union. Enfin, elle démontre qu'il est indispensable aujourd'hui de se préoccuper d'une croissance génératrice d'emplois mais que pour cela il est nécessaire d'investir dans la richesse de l'Europe, son capital humain.

1. Des institutions à la dérive

Passage du communautaire à l'inter-gouvernemental

P. Berès a débuté sa conférence en déplorant le désarroi dans lequel nous sommes aujourd'hui confrontés du fait de l'abandon par l'Union de la *méthode Monnet*, appelée

également la *méthode communautaire*. C'est ainsi qu'avait été pensée la gouvernance européenne par les pères fondateurs (Schuman, Monnet). Le but était de créer l'Europe non pas par le haut, c'est-à-dire via des relations diplomatiques (entente intergouvernementale) mais bien par le bas, via une intégration économique. Il fallait ainsi attaquer les souverainetés nationales avec plus d'audace que l'O.E.C.E et sur un point plus limité, à savoir le secteur du charbon et de l'acier, élément essentiel de la reconstruction d'après guerre. Ainsi, le traité de Paris a conçu un marché commun non purement libéral dans ce secteur et soumis à une autorité supranationale, la Haute Autorité, composée de personnalités indépendantes. Représentant clairement l'embryon de l'exécutif européen, ses propositions étaient ensuite approuvées par le conseil des ministres (organisme de surveillance) et l'assemblée parlementaire. On retrouve alors cette constitution avec le Traité de Rome en 1957 : l'initiative provient de la Commission Européenne puis le Conseil des ministres (représentant des Etats membres) et le Parlement Européen (dimension démocratique car élu au suffrage universel direct) ne décident que des points préalablement proposés par la Commission. C'est ce qu'on appelle le Triangle Institutionnel. Cette méthode développée à l'époque dans un contexte de politique intérieure (retour de la paix en Europe), assurait le succès de l'Union. La députée européenne regrette alors la présidence de Jacques Delors à la Commission Européenne (janvier 1985- janvier 1995) qui lui a permis de vivre son seul moment de gloire en utilisant la méthode communautaire de façon

* Université de Strasbourg, BETA

** Étudiante en Master

optimale, c'est-à-dire qu'il y avait une réelle anticipation et appréhension par la Commission et lui-même des besoins de l'Union en tant que telle au-delà de l'addition des intérêts des Etats membres.

Le problème c'est qu'il y a eu un déplacement du centre de gravité à partir des années 1990, l'intergouvernemental prenant le pas sur l'initiative communautaire et favorisant ainsi les souverainetés nationales au détriment de la Communauté. Aujourd'hui, on n'essaye pas de faire vivre cette méthode mais bien au contraire on développe des contre théories, tel que le pacte de compétitivité proposé par la chancelière allemande Angela Merkel. En janvier 2011, la Commission Européenne annonce son examen annuel de croissance pour redéfinir la gouvernance économique dans l'Union Européenne en y proposant dix actions s'articulant autour de la stabilité macroéconomique, de l'assainissement budgétaire, de réformes structurelles et du renforcement de la croissance. Elles devaient ensuite être discutées lors du Conseil Européen de Printemps en mars 2011. Cet examen devait ainsi être le fil conducteur de ce que pouvait être une politique économique imaginée à l'échelle européenne et mise en articulation entre le niveau européen et les Etats membres. Le problème c'est que la chancelière allemande s'est fortement appropriée cette proposition et, soutenue par le président français Nicolas Sarkozy, annonce son pacte de compétitivité en février 2011, qui sur le fonds ne fait que réinterpréter l'examen annuel de croissance ! Cette prise de position allemande s'explique par la volonté d'A. Merkel de montrer que l'initiative venait de Berlin, facilitant ainsi son acceptation par l'opinion publique et sa majorité parlementaire. Provoquant une levée de boucliers partout en Europe, ce pacte a obligé la Commission Européenne à reprendre l'initiative et à recycler cette réinterprétation nationale de sa propre proposition. C'est ainsi qu'est signé le 11 mars 2011 lors du Conseil Européen « Le pacte pour l'Euro » reprenant la quasi-totalité des directives du pacte de compétitivité, d'ailleurs soutenu par H. Von Rumpuy, actuel président du Conseil (voyez vous ça) ! On assiste indéniablement à un échec de la méthode communautaire dans la gouvernance économique.

Le Traité de Maastricht : origine de l'intergouvernemental ?

Le Traité de Maastricht peut alors être accusé d'avoir permis à l'intergouvernemental de reprendre le dessus. Pour P. Berès, il a surtout et malheureusement introduit les 3 piliers dans la construction européenne. Premièrement, le pilier « méthode communautaire », pilier supranational relatif aux politiques intégrées dans 17 domaines (la PAC, le marché unique, l'UEM, la recherche...). Les institutions européennes fonctionnent selon le principe de subsidiarité selon lequel la Commission Européenne a le monopole de l'initiative mais les compétences sont ramenées aux Etats membres à moins que les objectifs de l'action envisagée ne puissent pas ou plus être réalisés de façon efficiente par les Etats membres et dans ce cas, la Commission peut justifier de son intervention communautaire. Deuxièmement, le pilier « méthode intergouvernementale » qui gère la PESC, Politique Etrangère et de Sécurité Commune (maintien de la paix, renforcement de la sécurité internationale), en instaurant une coopération systématique entre les Etats. Les décisions sont prises par les ministres des Affaires étrangères réunis en Conseil de l'Union Européenne. Troisièmement, le pilier « coopération policière et judiciaire en matière pénale » repose également sur une logique de coopération entre les Etats dans la lutte contre la fraude internationale (trafic de drogues, terrorisme), l'harmonisation du droit pénal, les questions relatives à la politique des visas. Les décisions sont prises par les ministres de l'Intérieur et de la Justice réunis en Conseil de l'Union Européenne. Certains domaines ont été ensuite transférés dans le premier pilier avec le Traité d'Amsterdam en juin 1997. Ainsi, dans les deuxième et troisième piliers, dits 'intergouvernementaux', Commission et Parlement n'interviennent que très peu, et les Etats gardent la main. Aujourd'hui, ces trois piliers n'existent plus en tant que tels laissant la place à une nomenclature plutôt basée sur les types de compétences : les compétences exclusives (seule l'Union peut intervenir par l'intermédiaire des 3 institutions), les compétences partagées (où l'Union et les Etats individuellement peuvent intervenir) et les compétences de coordination (le rôle de l'Union se limite à coordonner l'action des Etats). En fait, à l'époque, l'UEM a entraîné l'arrivée de nouvelles matières dans le

premier pilier, matières qui jusque là étaient du domaine national. Du fait d'un certain temps d'apprentissage, P. Berès trouve normal qu'on ne soit pas passé directement d'une maîtrise gouvernementale à une maîtrise communautaire, mais ce qui inquiète alors la députée c'est la direction que prend cette gestion, au lieu de passer d'une coordination à une intégration, nous sommes passés de la coordination à la surveillance. Certes, si on en est arrivé là aujourd'hui c'est parce que les défis auxquels l'Union Européenne fait face sont plus grands et complexes que l'abolition des barrières du début de la construction européenne mais surtout parce que la Commission Européenne a subi une réelle dérive.

2. Coopération, solidarité, cohésion ?

Absence de coopération...

Mais ce que la députée européenne déplore également c'est le manque de coopération au sein de l'UE. Il faudrait avoir une stratégie européenne qui permette d'inclure la question portugaise, grecque, irlandaise dans une approche globale plutôt que de laisser en difficulté chaque Etat membre se battre seul, dos au mur vis-à-vis du marché sans que l'Union Européenne donne des outils pour organiser la reprise et le retour à l'emploi, l'investissement et à la confiance ! Ainsi, comment défendre un plan d'austérité (baisse des salaires, gel des retraites, coupes dans les dépenses sociales, hausse de la TVA), voire 4 pour le Portugal, imposé par la Commission sans qu'à aucun moment les représentants élus ne se soient sentis associés à l'élaboration de ce plan ? Il a alors été proposé un *semestre européen* selon lequel on élaborerait et définirait en commun ce que devrait être les politiques économiques pour chaque pays membre, mais un problème réside dans la conception même de la Commission Européenne où les choses y sont trop formelles en matière économique, financière et sociale.

... de solidarité et de cohésion ...

Pour P. Berès, la seule voie à emprunter est celle qui se préoccupe des divergences entre les économies, de la cohésion économique et sociale. En ce sens, elle reprend une nouvelle fois l'idée de Jacques Delors : si l'Europe tourne le dos au concept de solidarité, nous n'avons plus d'avenir ensemble car il n'y a pas de communauté qui puisse faire société

sans un principe de solidarité : « une place pour chacun, une place pour tous » !

Depuis Maastricht, il existe un déséquilibre entre la structure purement fédérale de la politique monétaire et la politique budgétaire. P. Berès propose alors 3 solutions pour sortir de cette impasse :

- Soit chacun s'engage à respecter les indicateurs du Pacte de Stabilité et de Croissance sous peine de sanctions automatiques, mais encore faudrait il qu'on impose les sanctions.
- Soit il faut faire fonctionner correctement le concept de coordination. Cela demanderait l'élaboration d'un diagnostic permis par la mise en place d'un réel dialogue entre les ministres de l'économie et des finances. Tout ceci éclairé par la Commission Européenne pour identifier les besoins des uns et des autres et ainsi reconnaître qu'un pays avec un surplus puisse avoir besoin d'objectifs de croissance moins importants qu'un pays qui a besoin de réformes structurelles majeures et qui a besoin de dégager des marges de manœuvre plus importantes pour faire ses ajustements. On serait alors capable de définir les efforts que les uns et des autres devraient faire, en fonction de leur situation de départ, pour remplir des objectifs communs en matière d'indépendance énergétique et de lutte contre le réchauffement climatique, d'amélioration globale de l'éducation.
- Ou alors on devrait être capable à terme de créer au niveau européen une marge de manœuvre suffisamment grande pour pouvoir intervenir en tant qu'Union européenne, en fonction des cycles, des situations économiques pour mettre en place une approche contra-cyclique, en clair avoir des outils de politique économiques. Cela suppose un budget européen supérieur à 1.27% du PIB des Etats membres (budget actuel) et un degré de cohésion plus élevé. C'est le chemin à suivre aujourd'hui pour P. Berès.

3. Les recommandations de P. Berès

La nécessité d'une croissance génératrice d'emplois

Sans être partisane d'une croissance zéro, P. Berès montre que l'essentiel n'est pas de s'inquiéter de la reprise quantitative de la croissance mais de s'interroger sur la qualité de cette reprise. En effet, une relance de la croissance ne va pas forcément

s'accompagner d'une reprise de l'emploi et pire, on a même connu des situations où la croissance favorisait un accroissement des inégalités. C'est d'ailleurs ce que montrait Stiglitz via son paradoxe : les pays les plus riches se retrouvent endettés auprès des pays les plus pauvres. La députée milite clairement pour que la croissance ne soit plus vue comme un postulat absolu mais bien conditionnée à la création d'emplois et à une meilleure redistribution. C'est pour cela qu'elle préfère parler d' « investissements créateurs d'emplois ».

En effet, on s'est contenté de définir des outils de surveillance purement quantitatifs : les fameux 3% et 60% mais aussi les 15% de baisse des salaires, l'augmentation de l'âge de la retraite. Mais le qualitatif dans tout ça ? Comment va-t-on réussir une stratégie d'investissements pour que l'éducation soit au rendez vous, que la R&D nous permette de remplir nos objectifs en matière d'indépendance énergétique, de lutte contre le réchauffement climatique ? Une question à nouveau passée sous silence.

Notre atout : le capital humain

Et justement, comme le rappelait P. Berès, un des grands atouts de l'Europe réside dans sa population qu'elle a caractérisée de « cultivée, intelligente, éduquée, fruit de beaucoup d'années d'enseignement et de formation ». C'est d'ailleurs dans cette optique qu'a été lancée en mars 2000 la stratégie de Lisbonne dont le but était de faire de l'UE l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique à l'horizon 2010. L'agenda de Lisbonne partait alors du principe que l'UE et ses Etats membres devaient établir une coopération étroite dans le cadre de réformes visant à investir d'avantage dans le capital humain, nécessaire à une croissance durable. Cela supposait donc une coordination et une augmentation des investissements en R&D. Mais à l'échéance en 2010 les objectifs n'ont pas été

atteints, au final sans grande surprise, la moitié des Etats membres ayant réduit pendant cette période leur budget consacré à l'éducation, sans que Bruxelles ne dise rien. Suite aux mauvais résultats, on lance alors dans la continuité en 2010 le projet UE 2020 voué également à favoriser l'emploi, la protection de l'environnement et la compétitivité à l'échelle mondiale, mais la mode étant à l'austérité, il y a tout à parier du non succès de ce nouvel agenda.

Conclusion générale

A l'origine, le message de l'Europe était celui de la paix, aujourd'hui c'est celui de ses valeurs, d'une conception de la démocratie, de la place du dialogue social et de la négociation collective. Ce sont des valeurs universelles. Mais comme on a pu le voir, on laisse malheureusement les marchés détricoter ce qui fait le cœur de l'UE. Cette situation nécessite clairement une prise de conscience et une mobilisation citoyenne non pas pour baisser les bras et prôner le repli national mais pour s'engager dans un chemin où nous devons progresser vers plus d'intégration. Il faut faire évoluer les structures politiques européennes (la gouvernance européenne) pour que l'UE reste en adéquation avec ce qui fait son identité (la démocratie) et pour cela mettre en place les moyens d'un débat démocratique à l'échelle européenne sur ces enjeux, c'est-à-dire instaurer les conditions d'association des partenaires sociaux au dialogue macroéconomique, faire en sorte que les représentants élus des états membres se sentent concernés par un exercice collectif et avoir une vision audacieuse et ambitieuse de ce qu'il faudrait faire au niveau européen. Le seul moyen de mobiliser les élus nationaux autour d'une approche plus politique européenne c'est de les sortir de leur cadre national et de les amener en réseaux avec leurs partenaires sociaux et à rentrer dans un débat.

Une coercition renforcée en guise de gouvernement économique

Michel Dévoluy*

La crise a révélé les faiblesses de la construction monétaire européenne. Mais l'Union n'a pas pour autant vraiment appris. Alors que la zone euro a besoin d'un vrai gouvernement économique, le Conseil européen de mars 2011 a opté pour un renforcement de la surveillance multilatérale. Ce choix de la continuité fragilise l'Europe.

Dès l'origine, c'est-à-dire lorsque l'idée d'une monnaie européenne apparut, fin des années 1960, l'impératif d'un véritable gouvernement économique a été posé. Les économistes de langue française, tenant congrès à Nice en mai 1970, concluaient déjà de leurs débats que « l'aboutissement d'une monnaie européenne ne peut s'envisager qu'avec la réalisation préalable d'une politique économique et d'une politique budgétaire. »¹. En effet, la création d'une monnaie unique se substituant à plusieurs monnaies est une entreprise exigeante. Ces questions s'abordent à travers les théories des zones monétaires optimales (ZMO).

Les enseignements des ZMO, que nous résumerons très brièvement, pointent l'incomplétude de la construction monétaire européenne initiée avec le traité de Maastricht. Ces mêmes enseignements nous conduisent à analyser avec beaucoup de circonspections les choix de l'Union européenne pour la future gouvernance économique de la zone euro synthétisés dans les conclusions du Conseil européen des 24 et 25 mars 2011.²

Une zone monétaire optimale appelle un gouvernement économique

Une ZMO représente un espace géographique et politique au sein duquel il est optimal d'avoir une seule monnaie plutôt que plusieurs. Autrement dit, il faut être sûr que les taux de change entre les monnaies seront désormais inutiles.

Chaque théoricien des ZMO a mis en avant un critère spécifique à remplir en priorité pour basculer vers une seule monnaie. La liste des principales exigences retenues donne une idée des difficultés à faire correspondre la réalité à la théorie. En effet, pour adopter une monnaie unique il faudrait s'assurer que les économies nationales concernées présentent les caractéristiques suivantes : mobilité des facteurs de production entre ces économies (notamment le travail), forte homogénéité des structures économiques et sociales, flexibilité des salaires et des prix, une forme d'intégration fiscale avec des impôts et des mécanismes de redistribution communs, des préférences semblables en matière d'inflation et, plus généralement, des préférences convergentes à propos des choix de politiques économiques et sociales. Au regard de ces critères, la tâche semble une gageure.

De fait, la zone euro n'était pas, lors de sa création en 1999, une ZMO au sens de la théorie économique. Mais à l'époque, le choix de l'euro s'est accompagné de l'idée que la seule présence de la monnaie unique allait finalement générer, à travers une dynamique endogène, une forme de ZMO pour l'Europe. Rétrospectivement, l'euro a assez bien fonctionné pendant dix ans. Certes les performances macroéconomiques, à l'exception du taux d'inflation moyen, ont été médiocres. Mais l'euro est devenu une monnaie forte et respectée. Ceci dit, la dynamique attendue ne s'est pas réalisée et la crise a réveillé les problèmes laissés en suspend. En effet, la zone euro présente, depuis son origine, des faiblesses majeures et bien identifiées : l'impossibilité de mener une politique budgétaire commune, les défauts de solidarités financières entre les Etats et, pour tout dire, l'absence d'un vrai gouvernement

¹ La Revue d'économie politique de juillet-août 1970 consacre tout son numéro à ce Congrès. La synthèse fut écrite par le professeur Jean Claude Dischamps, cit. pp. 674 et 675.

² Le texte présentant ces Conclusions est sur le site de l'UE.

* Université de Strasbourg, BETA

économique. Ces problèmes, souvent occultés (mais certainement pas dans ce Bulletin depuis sa parution en 1999) ont été propulsés au premier plan par la crise actuelle.

L'Europe, sous le choc, a semblé prendre la mesure des problèmes. Les réponses concrètes apportées en 2011 se déclinent à travers le Pacte pour l'euro plus et le Mécanisme européen de stabilité. Mais leur nouveauté ne doit pas masquer le fond. Ces avancées restent calées sur la logique des traités actuels et sur la doctrine économique adoptée par l'Union.

Un « Pacte pour l'euro plus » décevant

Face à la crise, le Conseil européen avait demandé, en mars 2010, à son Président, Herman Van Rompuy, de piloter un groupe de travail sur la gouvernance économique. Le Conseil européen des 24 et 25 mars 2011 s'est appuyé sur les résultats de ces travaux et sur des décisions prises pendant la crise pour décider d'un vaste plan qualifié précisément de « Pacte pour l'euro plus : coordination renforcée des politiques économiques pour la compétitivité et la convergence ».

Ce Pacte se présente sous la forme d'une annexe aux Conclusions du Conseil européen. A ce titre, il n'a pas directement force de loi dans l'arsenal juridique de l'Union. Pour devenir effectif, le Pacte doit se traduire dans des dispositions juridiques conformes aux traités européens (Traité sur l'Union européenne, TUE, et traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, TFUE, signés à Lisbonne en 2007). Toutefois, ce Pacte exprime une forte volonté politique. D'ailleurs, le Conseil européen de mars 2011 indique clairement la marche à suivre puisque les directions exprimées dans ce texte devront se traduire dans six propositions législatives sur la gouvernance économique. Les réformes impulsées par le Pacte euro plus engagent la zone euro sur quatre thèmes. Certains renforcent des dispositions existantes, d'autres sont plus novatrices³.

Le Renforcement du Pacte de stabilité et de croissance

³ Le renforcement des dispositions actuelles relève des articles 121 et 126 du TFUE. L'introduction des nouveautés s'appuie formellement sur l'article 136 du TFUE qui prévoit la possibilité d'adopter des dispositions, propres à la zone euro, en vue de « renforcer la coordination et la surveillance des disciplines budgétaires » et d'élaborer des orientations spécifiques de politique économique.

Le Conseil européen a souhaité, dès juin 2010, le renforcement des volets préventifs et correctifs du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Il s'agit d'affiner l'analyse de la trajectoire des finances publiques nationales et de prendre plus en compte l'évolution des dettes publiques. L'enjeu est également de veiller à ce que les règles du jeu soient les mêmes pour tous. Les sanctions s'appliqueront de façon automatique en intégrant des objectifs clairs en matière d'assainissement des finances⁴. Bref, le PSC doit s'appliquer de manière plus systématique et à un stade plus précoce. Le renforcement des aspects préventifs et correctifs passe par la modification des règlements CE 1466/97 et 1467/97 qui avaient déjà été revus en 2005.

De nouvelles règles imposées aux budgets nationaux

Le durcissement du PSC s'accompagne, et ceci est une nouveauté, d'une nationalisation des responsabilités. Le Pacte pour l'euro plus est clair en la matière. « Les États membres de la zone euro s'engagent à traduire dans leur législation nationale les règles budgétaires de l'UE figurant dans le pacte de stabilité et de croissance. Les États membres conserveront le choix de l'instrument juridique à utiliser au niveau national mais veilleront à ce qu'il soit par nature suffisamment contraignant et durable (par exemple, la Constitution ou une législation cadre) ». Cette citation est édifiante. Elle marque un tournant en imposant une posture budgétaire résolument néolibérale à chaque Etat. Il est précisé que ces règles devront garantir « la discipline budgétaire tant au niveau national qu'aux niveaux inférieurs ». Il est aisé d'imaginer les situations de tensions politiques qui naîtront lorsque l'Europe imposera à un Etat membre certaines mesures comme, à titre d'exemples, la réduction du nombre des fonctionnaires ou la diminution de certains investissements afin de diminuer les dépenses publiques.

La création d'un semestre européen

Le semestre européen a vocation à coordonner ex ante les grands choix économiques et budgétaires des Etats membres, en assurant leur compatibilité avec les options stratégiques de l'Union. Une attention particulière sera apportée à la cohérence avec les enjeux de la Stratégie Europe 2020 adoptée par l'Union en 2010.

⁴ A ce propos, le Conseil européen de mars 2011 demande aux Etats de repasser en 2012 sous la barre des 3% des déficits par rapport aux PIB.

Tous les Etats membres doivent mettre en place les procédures nationales nécessaires à cette nouvelle disposition. Elle s'applique en principe à partir de 2011.

L'objectif du semestre européen est de conduire les Etats souverains à voter leurs différents budgets en fonction d'une stratégie collective. Il conçoit une période de six mois au cours de laquelle les politiques budgétaires et structurelles des États membres sont passées en revue afin d'y détecter des incohérences ou des signes de déséquilibres. Ce système complète les programmes pluriannuels de stabilité ou de convergence prévus en application de l'article 121 du TFUE.

En pratique, le Conseil européen recense, en mars de chaque année, les grands défis économiques et formule des orientations stratégiques. Les États membres intègrent ces choix et élaborent, en conséquence, leurs programmes économiques et leurs budgets nationaux. Ceux-ci doivent être prêts avant le mois de mai. En juillet de chaque année, le Conseil européen et le Conseil effectuent une évaluation générale de tous les programmes afin que les États membres puissent, ensuite, voter leurs budgets définitifs pour l'année suivante. Ce semestre européen est une procédure lourde qui semble sous-estimer le poids des politiques et des enjeux nationaux. Il ouvre la voie à des conflits de souveraineté en matière budgétaire entre l'Union et les Etats. L'aspect « gouvernance économique commune » reste ici très formel. Au fond, le semestre européen » représente un instrument supplémentaire dans l'arsenal du contrôle des finances publiques nationales.

L'introduction d'une surveillance macroéconomique

L'objectif de la surveillance macroéconomique est de veiller à ce que la situation économique d'un Etat membres ne perturbe pas l'ensemble de la zone euro. Elle offre un système d'alerte précoce et doit permettre de corriger, en temps utile, les écarts et les déséquilibres susceptibles de fragiliser la cohérence et la stabilité de la zone euro. Cette nouvelle surveillance macroéconomique doit s'harmoniser avec la surveillance multilatérale déjà pratiquée en vertu des articles 121 et 126 du TFUE. Une condition préalable est l'utilisation de statistiques fiables. Ensuite, il s'agit de mettre en place des tableaux de bord fondés sur des indicateurs clés (*scoreboard*).

Le nouveau Pacte stipule que l'Union et les Etats membres doivent renforcer la compétitivité et éviter les déséquilibres préjudiciables à la zone euro. Cet objectif passe en particulier par un meilleur contrôle des salaires et l'introduction de la notion de coût unitaire de main d'œuvre (CUM). Le but est de faire en sorte que les salaires du secteur privé n'évoluent pas plus vite que la productivité. Remarquons ici que le CUM est un concept complexe et qui peut être controversé lorsqu'il s'agit de l'évaluer pour les fonctions d'encadrement ou managériales. En plus, le Pacte demande « de veiller à ce que les accords salariaux dans le secteur public viennent soutenir les efforts de compétitivité consentis dans le secteur privé ». On remarquera que le texte s'intéresse aux seuls salaires mais ne donne aucune ligne directrice concernant l'évolution des autres formes de revenu. La surveillance des revenus du capital et des profits ne semble pas préoccuper les signataires de ces textes. Enfin, ce Pacte promeut l'éducation tout au long de la vie, mais aussi la flexécurité et la réduction des charges sur le travail par des réformes fiscales. L'empreinte de la doctrine libérale est ici parfaitement lisible.

L'étrange solidarité du mécanisme européen de stabilité

Le nouveau mécanisme européen de stabilité (MES) se substituera, en juin 2013, au système d'assistance financière lancé en juin 2010, pour trois années, qui comprend le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et le mécanisme européen de stabilisation financière (MESF). Formellement le MES sera créé à partir d'un nouvel alinéa de l'article 136 du TFUE stipulant que les États peuvent instituer un mécanisme qui préserve la stabilité financière de la zone euro ⁵. Les modalités de fonctionnement du futur MES ont été arrêtées par le Conseil européen de fin mars 2011.

Le MES a le statut d'une organisation intergouvernementale relevant du droit public international. Il sera établi à Luxembourg. Sa mission est de mobiliser des fonds et de fournir une assistance financière aux membres de la zone euro en difficulté. Les aides du MES sont subordonnées à une stricte

⁵ Ce changement utilise la procédure de révision simplifiée du TFUE présente dans l'article 48 Traité sur l'Union européenne (TUE). Il faut d'abord l'unanimité du Conseil européen et, ensuite l'approbation des Etats membres, conformément à leurs règles constitutionnelles respectives. Les Etats doivent approuver ce texte d'ici la fin de 2012.

conditionnalité qui soumet les Etats bénéficiaires à des programmes d'ajustement macroéconomique rigoureux. Les aides du MES sont des prêts ou, à titre exceptionnel, des interventions sur le marché primaire des dettes souveraines. Dans ce dernier cas, la conditionnalité est particulièrement exigeante.

Le MES sera doté d'un capital souscrit de 700 milliards d'euros. Les Etats de la zone verseront 80 milliards en cinq annuités, à compter de juillet 2013. Les autres 620 milliards proviennent d'une combinaison de capital exigible et de garanties apportées par les Etats. La clé de répartition des contributions au capital du MES est la même que celle appliquée pour le capital de la BCE. La capacité de prêt effective du MES est fixée à 500 milliards d'euros.

Le MES est piloté par un conseil des gouverneurs formé des ministres de l'Eurogroupe. Ce conseil décide, d'un commun accord, pour les choix importants, comme l'octroi de l'assistance financière. Un conseil d'administration gère les tâches que lui délègue le conseil des gouverneurs. Le MSE a son directeur exécutif.

Lorsque le MES fait appel aux fonds privés, ceux-ci sont assortis de clauses d'action collective (CAC). Les CAC permettent, en application de règles très strictes, de restructurer les dettes des Etats qui feraient défaut ⁶.

Le MES fixe les taux de ses prêts en appliquant 200 points de base au dessus de son coût financement. Il ajoute une surprime de 100 points pour les prêts non remboursés après trois ans. Ainsi, le MES impose aux bénéficiaires de son assistance financière, en plus de ses conditions rigoureuses d'ajustement économique, des charges financières peu généreuses. Un tel mécanisme ne répond pas du tout à une logique de solidarité fédérale. Pour aller dans ce sens, le MES devrait se transformer en Mécanisme européen de *solidarité* (et garderait le même acronyme). Le nouveau MES émettrait alors, au nom de la zone euro,

⁶ Les clauses d'action collective concernent les porteurs d'obligations d'Etats. Elles sont inscrites dans les émissions de dettes souveraines et formalisent les modalités éventuelles de restructuration des dettes publiques. Le créancier doit accepter les CAC, mais elles entraînent normalement une prime de risque supplémentaire. Les CAC existent depuis la crise mexicaine de 1994.

des euro-bons ou « E-bonds » qui serviraient à financer les Etats fragiles. Les conditionnalités devraient être moins rigoureuses et les taux d'intérêt seraient ceux du marché, sans application d'une surtaxe.

La nouvelle gouvernance masque l'absence de gouvernement

La volonté d'afficher une amélioration de la « gouvernance économique » grâce au Pacte pour l'euro plus et le MES cache l'incapacité d'avancer vers un gouvernement économique digne de ce nom. D'ailleurs, la notion de gouvernance employée ici à la fois complaisante et trompeuse. Elle permet à chacun de colorer ce concept du contenu de son choix. Ceux qui désirent ne pas élargir le pouvoir de l'Union considèrent que la gouvernance est une autre manière de qualifier une surveillance multilatérale accrue. Ceux qui souhaitent plus d'Europe sont séduits par la proximité sémantique entre gouvernance et démarche gouvernementale commune.

Dans les faits, si l'on exclut la politique monétaire unique menée par la BCE, la gestion commune de la zone euro reste dominée par l'intergouvernemental. Le MES, qui sera opérationnel en 2013, est une structure parfaitement intergouvernementale. Certes, le Pacte pour l'euro plus semble donner une tonalité fédérale en introduisant notamment un semestre européen. Mais, en réalité, ce semestre vient surtout appuyer les procédures du PSC et soutenir l'objectif de stabilité monétaire menée par la BCE. De plus, on observe une place croissante dévolue au Conseil européen dans les choix stratégiques comme dans les mécanismes de contrôle. Le choix d'accentuer le rôle des chefs d'Etat et de gouvernement éloigne l'Union d'une dynamique fédérale.

Au total, la crise rappelle que la zone euro ne remplit pas les critères d'une ZMO. Cette crise aurait pu être un élément déclencheur salutaire pour aller vers un véritable gouvernement économique. Mais le résultat est décevant. On assiste surtout au renforcement de la surveillance coercitive et à une méfiance accrue vis-à-vis des formes de solidarités entre les Etats membres. Les égoïsmes nationaux ne peuvent pas rimer pas avec la présence d'une monnaie unique.

L'euro, handicap ou atout en cas de crise grave ?

Gilbert Koenig*

Les pays européens qui font face à une crise grave de leur endettement public peuvent avoir l'impression que leur appartenance à la zone euro constitue plutôt un handicap qu'un atout. En effet, les pays qui disposent d'une monnaie nationale peuvent espérer résoudre leur crise d'une façon plus satisfaisante sur le plan économique et social en procédant à une dévaluation de leur monnaie et en menant une politique monétaire généreuse. Mais, la sortie de la zone euro risque d'être coûteuse sur le plan économique, politique et social. De plus, elle semble inutile, car ce n'est pas l'euro qui constitue un handicap, mais plutôt le mécanisme de résolution des crises retenue par l'Europe. En fait, la solution à une telle crise peut être trouvée dans le cadre de la zone euro par l'adoption de mesures de solidarité compatibles avec l'esprit de la construction européenne.

L'un des principaux avantages macroéconomiques attribué à l'euro réside dans sa capacité à protéger les pays membres de l'Union monétaire européenne des attaques spéculatives et des fuites de capitaux qui peuvent se manifester lors de crises économiques et financières graves. Or, cet avantage s'est révélé illusoire pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal qui, malgré leur appartenance à la zone euro, ont fait l'objet de la défiance des opérateurs financiers sur leur capacité à rembourser leurs dettes. Il s'est même transformé en un handicap dans la mesure où ces pays ne peuvent espérer sortir de leurs difficultés financières qu'en faisant appel à l'aide internationale et en mettant en œuvre les mesures d'austérité sévères qui leur sont imposées en contrepartie de ces aides et dont les effets sur leurs finances publiques risquent d'être contraires à ceux attendus. Du fait du coût économique, politique et social important de cette solution, certains pays de la zone euro peuvent envisager de la quitter, alors que des candidats à l'euro peuvent être amenés à retarder leur adhésion ou à y renoncer en espérant que le retour à une monnaie nationale ou sa conservation leur permettra de mieux faire face à une crise de leur endettement public. Mais les difficultés qu'éprouvent les pays de la zone euro à résoudre leur problème de finances publiques face à la défiance des marchés financiers ne résultent pas de l'instauration d'une monnaie commune. Elle provient plutôt de la stratégie qui est utilisée par les instances européennes pour aider les pays en difficulté. En effet, le

mécanisme actuel d'intervention des instances européennes n'est pas compatible avec les principes d'une union monétaire qui devraient être fondés sur la solidarité de ses membres. Une révision de ce mécanisme paraît indispensable pour la survie de l'euro.

1 Les pays de la zone euro face à la crise de leurs finances publiques

La première crise grave qui a frappé l'Union européenne en 2008-2009 a entraîné une détérioration des finances publiques de la plupart de ses membres. En effet, de 2007 à 2010, le déficit et l'endettement publics des pays de l'Union sont passés respectivement de 0,9% à 6,4% et de 59% à 80% de leur PIB et ceux de la zone euro ont augmenté respectivement de 0,7% à 6% et de 66,2% à 85,1% du PIB de la zone. Cette détérioration financière a particulièrement frappé la Grèce, l'Irlande et le Portugal, comme le montrent les données du tableau 1.

Des dérives similaires se manifestent dans d'autres pays, comme l'Espagne dont le solde budgétaire est passé d'un excédent de 1,9% du PIB en 2007 à un déficit de 9,2% en 2010 et l'Italie et la Belgique dont les endettements publics respectifs sont passés de 2007 à 2010 de 84,2% à 96,8% du PIB et de 103,6% à 119%. De ce fait, la défiance des marchés financiers qui se manifeste actuellement envers les finances publiques de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal risque de s'étendre progressivement à l'ensemble des pays de la zone euro.

* Université de Strasbourg, BETA

Tableau 1 : L'évolution des finances publiques de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande

	Solde budgétaire/PIB			Endettement public/PIB		
	Grèce	Irlande	Portugal	Grèce	Irlande	Portugal
2007	-6,4	0,1	-3,1	105,4	25	68,3
2008	-9,8	-7,3	-3,5	110,7	44,4	71,6
2009	-15,4	-14,3	-10,1	127,1	65,6	83
2010	-10,5	-32,4	-9,1	142,8	96,2	93

Source : Banque de France, chiffres clés de la zone euro.

Du fait de la détérioration de leurs finances publiques et de la défiance des opérateurs financiers qu'elle suscite, l'Irlande et le Portugal ont éprouvé des difficultés croissantes à trouver un financement de leur déficit public à des coûts raisonnables. Afin de rassurer les marchés financiers sur leur volonté d'assainir leurs finances publiques, ces pays ont mis sur pied plusieurs programmes d'austérité. Mais, du fait de leurs effets dépressifs, ces plans réduisent les rentrées fiscales, ce qui freine l'effort d'assainissement financier. De plus, leurs effets sur l'activité économique provoquent des réactions politiques et sociales de rejet. Faute de résultats rapides et suffisants, les agences de notations continuent à dégrader les notes attribuées aux dettes souveraines de ces pays. C'est ainsi que le Portugal a tenté d'éviter de recourir à l'aide européenne en mettant successivement sur pied trois programmes d'austérité qui ont entraîné la chute du gouvernement du fait de leurs effets économiques et sociaux. Comme ces effets n'ont pas amélioré suffisamment vite les finances publiques, l'agence de notation Moody's a continué à dégrader la note de la dette publique portugaise, ce qui a entraîné une hausse du coût des emprunts du Portugal à un niveau insoutenable de 9,34% pour les obligations publiques à 10 ans. Le pays a donc dû faire appel à l'aide financière de l'Europe et du FMI en avril 2011.

L'Irlande a suivi un scénario similaire, en tentant de repousser le plus longtemps possible le recours à l'aide financière internationale et en se résignant à y recourir en novembre 2010 sous la pression des marchés financiers dans une ambiance de crise politique et sociale.

L'aide européenne est accordée à travers le mécanisme de stabilité financière et le fonds européen de stabilité financière mis sur pied à la suite de la gestion confuse de la crise

grecque ¹. Elle comporte les mêmes caractéristiques que celle accordée à la Grèce en 2010. En effet, les prêts sont alloués pour trois ans à un taux d'intérêt de 5,5% à 6%, ce qui paraît excessif compte tenu des difficultés des emprunteurs et du niveau des taux d'intérêt payés par des pays prêteurs, comme l'Allemagne, pour leurs emprunts sur les marchés financiers. Ils sont accordés à condition que les bénéficiaires effectuent de vastes privatisations et mettent sur pied des plans d'austérité sévères dont l'application est contrôlée au moment du versement de chaque nouvelle tranche de l'aide. Faute de posséder une monnaie nationale à dévaluer, ces pays doivent diminuer les salaires et les retraites pour réaliser les gains de compétitivité nécessaires pour compenser par une hausse des exportations la baisse de la demande interne provoquée par les plans d'austérité.

Les objectifs qui sont fixés aux pays doivent se réaliser dans un temps très court. C'est ainsi que le déficit public du Portugal qui représente 9,1% du PIB en 2010 doit passer à 5,9% en 2011 et à 4,5% en 2012 pour atteindre 3% du PIB en 2013. Ces délais sont calqués sur l'horizon court des agences de notations qui sont appelés à juger les progrès des efforts d'assainissement financier. Mais ils sont incompatibles avec le temps nécessaire à la réalisation des réformes structurelles qui sont indispensables pour améliorer les finances publiques. C'est ainsi qu'une partie de cette amélioration dépend de réformes qui consistent essentiellement, en Grèce, à réduire les fraudes fiscales et la corruption et, en Irlande, à réorienter l'activité économique tournée en grande partie vers l'immobilier en faillite.

Les solutions ainsi imposées aux pays en difficulté ne sont pas seulement coûteuses sur le plan économique en terme de perte de

¹ Voir l'analyse de la gestion de la crise grecque par G. Koenig (2010).

croissance et sur le plan social en terme de chômage et de régression, mais elles risquent de ne pas atteindre leurs objectifs. C'est ainsi que ces mesures auxquelles s'ajoute le programme d'achat d'obligation publiques et d'apport de liquidités aux banques par la BCE n'ont pas réussi à restaurer le calme sur les marchés financiers. En effet, les spreads sur les obligations à 10 ans émises par la Grèce, l'Irlande et la Portugal sont plus élevés en février 2011 qu'en avril 2011 avant la mise en œuvre des différentes mesures destinées à apaiser les marchés financiers. Il est peu probable, selon Darvas et al. (2011) qui sont membres du centre de réflexion Bruegel, que les ajustements exigés par les instances européennes et le FMI pour rétablir la confiance des opérateurs financiers puissent être réalisés. Ces économistes fondent leurs critiques sur une évaluation de l'importance de ces ajustements et sur leur impact sur la solvabilité des pays. L'indice de cette solvabilité est formé par le surplus budgétaire primaire qui correspond à la différence entre les recettes et les dépenses publiques hors paiement des intérêts de la dette publique. Pour que la Grèce puissent stabiliser le ratio dette publique/PIB et le ramener au niveau de 60% du PIB en 2034, il faut, selon cette étude, qu'elle maintienne pendant plusieurs années un surplus primaire représentant 14,5% du PIB selon une version prudente de la simulation effectuée par ce travail et 8,4% selon une version optimiste. Un tel effort paraît impossible à soutenir. En effet, au cours de ces 50 dernières années aucun pays de l'OCDE n'a pu maintenir un surplus primaire supérieur à 6% du PIB. Par contre, les surplus primaires que devraient assurer l'Irlande et le Portugal peuvent être soutenus à des niveaux qui ont pu être réalisés historiquement. En effet, ils représentent respectivement pour l'Irlande et le Portugal 6,1% et 5,8% du PIB dans les versions prudentes, et 3,7% et 2,9% du PIB dans les versions optimistes.

2 La gestion d'une crise de l'endettement public dans un cadre national

Si un pays qui doit faire face à une crise d'endettement public possède sa propre monnaie, il doit s'efforcer, comme les pays de la zone euro, de rassurer les opérateurs financiers sur sa volonté d'assainir ses finances en réduisant son déficit budgétaire. Mais contrairement à un pays participant à une zone monétaire, il peut tenter de compenser les effets dépressifs de la réduction de son déficit en laissant sa

monnaie se déprécier par rapport aux autres monnaies, comme l'a fait la Grande-Bretagne. De plus, il peut mener une politique monétaire nationale généreuse induisant une certaine inflation ce qui réduit la valeur réelle de sa dette publique. Ces mesures transitoires peuvent permettre de réduire le coût social des mesures d'assainissement financier pendant la période nécessaire pour effectuer les réformes structurelles favorables à un assainissement de long terme.

Cette perspective peut inciter les pays de la zone euro qui sont soumis à la pression des plans d'austérité imposés par l'Europe et le FMI à sortir de la zone euro et à revenir à leur monnaie nationale. Mais, une telle décision comporte des coûts économiques. En effet, les salariés qui anticipent la hausse de l'inflation destinée à réduire la charge de l'endettement public peuvent être incités à exiger des hausses de salaires qui neutralisent l'effet positif de la dépréciation de la monnaie nationale sur la compétitivité du pays. Mais cet effet peut être atténué si une réforme du marché du travail accompagne la sortie de la zone euro. Le retour vers une monnaie nationale risque également d'accroître le taux d'intérêt à payer pour financer le déficit budgétaire, ce qui défavorise l'activité économique nationale et peut peser lourdement sur les finances publiques d'un pays dont l'endettement public est important et qui subit de ce fait des charges d'intérêt élevées. De plus, les capitaux risquent de se détourner du pays dans la perspective d'une instabilité des taux de change et d'une hausse de l'inflation. Mais, là encore, des réformes peuvent être envisagées pour encourager les investissements nationaux et étrangers par des mesures fiscales. De plus si le programme d'assainissement financier est crédible, il n'y a pas de raison pour que se développe une défiance envers le pays.

Si, malgré ses efforts pour assainir ses finances publiques, un gouvernement doit faire face à des hausses du taux d'intérêt non soutenables pour le financement de son déficit et à des pressions sociales importante, il est amené à envisager une restructuration de sa dette ou, dans un cas extrême une suspension du remboursement de la dette publique extérieure. Cette solution extrême a été choisie par l'Argentine en décembre 2001 sous la pression des mouvements sociaux et des marchés financiers. Elle a entraîné à court terme une grave récession et la fin des entrées de capitaux, mais elle a été suivie dès 2003

par un rebond important de la croissance économique.

Pour B. Eichengreen (2010), les coûts les plus dissuasifs pour les gouvernements qui envisageraient de sortir de la zone euro sont ceux qui résultent du remplacement d'une monnaie par une autre et ceux de nature politique. Les premiers sont similaires aux coûts importants engendrés par le passage des monnaies nationales à l'euro. Il s'y ajoute le risque d'un retrait massif des dépôts et une fuite des capitaux. Quant aux coûts politiques, ils résultent de la perte de la crédibilité internationale d'un pays qui est considéré comme ayant mis fin unilatéralement à ses engagements. Un tel pays risque de ne pas être considéré avec bienveillance dans les discussions futures concernant l'évolution de l'Union européenne et les choix des priorités politiques.

3 La gestion d'une crise des finances publiques dans une zone monétaire solidaire

Les difficultés qu'éprouvent les pays de la zone euro à résoudre les crises de leurs finances publiques ne résultent pas de l'existence de la monnaie commune, mais plutôt du mécanisme de résolution des crises utilisé par les autorités européennes. De ce fait, il conviendrait plutôt de réviser ce mécanisme au sein d'une zone euro solidaire que d'abandonner l'euro qui conserve une capacité de stabilisation interne et qui s'est imposé hors de la zone euro comme monnaie internationale². Mais une telle révision ne peut être que progressive compte tenu de la recherche permanente d'un consensus général pour toutes les décisions européennes et de l'attitude particulièrement rigide de certains pays. Elle nécessite d'abord un diagnostic des situations financières véritables des pays en difficulté qui doivent résoudre un problème de solvabilité, plutôt qu'un

problème de liquidité, ce qui conduit à envisager la solution de la restructuration de la dette publique de ces pays.

Les instances européennes ne sont pas favorables à cette solution, car elles craignent ses répercussions sur les détenteurs des titres publics des pays bénéficiaire de cette opération, notamment sur le système bancaire européen qui détient selon les estimations du tableau 2 environ un tiers des dettes publiques de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal. De ce fait, elles adoptent une position d'attente en espérant que ces pays pourront assainir leurs finances publiques sous la pression qu'elles leur imposent et qu'avec le temps les banques européennes encore polluées par des titres toxiques assainiront leurs bilans et pourront absorber les effets d'une restructuration éventuelle. Une telle attitude s'est déjà révélée nocive lors de la gestion de la crise grecque dont les hésitations ont conduit à mettre en doute la volonté européenne d'aider ce pays et ont stimulé les spéculations contre les pays en difficulté.

Une nouvelle stratégie devrait être envisagée selon les propositions de Darvas et al (2011) et de Holland et Varoufakis (2011) qui sont assez proches l'une de l'autre. Elle doit permettre de résoudre les trois crises interdépendantes auxquelles la zone euro fait face : crises de l'endettement public, des institutions bancaires et du sous-investissement.

Pour résoudre la crise de la dette publique, Darvas et al proposent une réduction à 3,5 % des intérêts des prêts aux pays en difficulté, une hausse de la maturité des titres à 30 ans, un report du remboursement des prêts accordés par le FMI de 2018 à 2030 et le rachat par le Fonds européen de stabilité financière de toutes les obligations publiques rachetées par la BCE. Ces mesures peuvent être complétées par une diminution de la valeur des dettes publiques dont l'importance

Tableau 2 : Répartition estimée de la dette publique des pays européens en difficulté. En % de la dette publique de chaque pays à la fin de 2010.

Détenteurs des titres publics	Grèce	Irlande	Portugal
Banques domestiques	21	7	13
Autres banques de la zone euro	16	9	23
Autres banques	2	6	4
Secteur non bancaire domestique et étranger	36	64	45
BCE	15	14	15

Source : Darvas et al (2011)

² Voir G. Koenig (2007)

est évaluée à 30% pour la Grèce. Dans ce cas, les gouvernements doivent permettre aux détenteurs de leurs titres de choisir entre différentes formes de conversion de ces titres. Ces détenteurs devraient pouvoir remplacer ces titres publics par des obligations à valeur plus élevée s'ils s'engagent à les conserver longtemps ou par des titres de même maturité, mais d'une valeur dépréciée. Ces nouveaux titres pourraient bénéficier de la garantie du Fonds européen de stabilité financière.

Avant de mettre en œuvre de telles opérations, les instances européennes doivent s'assurer de la capacité du système bancaire européen à absorber le coût d'une restructuration de la dette publique qu'il détient. Pour cela, il convient d'effectuer des stress-tests sérieux et crédibles qui permettent de connaître l'importance des titres toxiques encore détenus par les banques et d'envisager la recapitalisation des institutions viables. Pour éviter que la restructuration de la dette d'un pays ne déclenche un phénomène de contagion sur les autres, il faut créer un organisme européen de supervision chargé de gérer les problèmes d'interdépendance internationale. De plus, pour que le coût des opérations de restructuration ne pèse pas excessivement sur le secteur non bancaire, il convient de proposer aux détenteurs privés d'actifs publics, une grande variété de titres bénéficiant de garanties et susceptibles de se valoriser à la faveur d'une croissance économique retrouvée.

Les opérations de restructuration qui peuvent être envisagées actuellement pour les trois pays de la zone euro en difficulté sont économiquement coûteuses et potentiellement déstabilisantes. Elles risquent de s'imposer à d'autres pays dans l'avenir, au gré des attaques spéculatives et des appréciations des agences de notation. Pour éviter ce risque, il faut que l'Europe prenne des mesures affirmant la solidarité de ses membres et leur engagement en faveur de l'euro. C'est dans cette perspective que J.-C. Juncker, président de l'Eurogroupe et G. Tremonti, ministre italien de l'économie et des finances ont lancé l'idée de la création d'euro-obligations dans une tribune publiée dans le *Financial Times* en décembre 2010. Selon cette proposition, les obligations européennes devraient être émises par une Agence européenne de la dette qui se substituerait au Fonds européen de stabilité financière. Elles pourraient représenter jusqu'à 40% du PIB de l'Union Européenne

avec la garantie des pays européens. Afin de créer un marché obligataire européen comparable au marché des bons du Trésor américain, l'Agence devrait financer jusqu'à 50% des émissions des pays européens et jusqu'à 100% des émissions des pays en difficulté. De plus, elle devrait permettre les échanges entre les euro-obligations et les obligations nationales existantes. La conversion de ces dernières pourrait se faire avec un rabais sur leur valeur d'autant plus important que la défiance des opérateurs financiers est forte.

Dans une perspective similaire, S. Holland et Y. Varoufakis (2011) proposent de transférer la dette publique de chaque Etat représentant 60% de son PIB à la BCE qui financerait ce transfert par une émission d'obligations de long terme. Cela permettrait de réduire la pression des marchés financiers sur les Etats qui, par ailleurs, rembourseraient leurs dettes à la BCE sur une durée longue et à un taux d'intérêt bas.

Ces propositions entraîneraient la création d'un marché d'obligations européennes solide qui permettrait aux gouvernements des pays européens en difficulté d'obtenir des ressources suffisantes à un taux d'intérêt inférieur à celui qu'ils devraient supporter en l'absence d'un tel marché. Cela leur permettrait d'assainir leurs finances publiques à moyen terme sans craindre une mise en cause de leurs efforts par les évaluations des agences de notation portant sur leur situation de court terme et par les attaques spéculatives qui en résultent. De plus, un tel marché pourrait favoriser l'investissement et la croissance en maintenant les capitaux dans l'Union européenne et en attirant de nouveaux. Cet effet devrait être renforcé, selon S. Holland et Y. Varoufakis, par une politique de relance européenne sous l'impulsion de la Banque européenne d'investissement. En effet, faute d'une reprise économique importante, les pays européens ne pourront pas assainir suffisamment leurs finances publiques pour éviter le risque d'attaques spéculatives.

Conclusion

Selon P. Krugman (2011), quatre scénarios peuvent être envisagés pour l'évolution de la crise européenne de la dette publique. Le premier qui relève du stoïcisme consiste pour les pays en difficulté à accepter les sacrifices qui leur sont imposés pour regagner la confiance des marchés. Il a été adopté, par exemple, par l'Estonie afin de pouvoir

adhérer à l'euro. Son coût a été énorme en termes de baisse de production et de hausse du chômage et le redémarrage de la croissance ne permettra probablement d'absorber ces coûts que dans de nombreuses années. Un tel scénario proposé à l'heure actuelle aux pays en difficulté risque de ne pas réduire leur endettement public du fait des mesures d'austérité et des politiques déflationnistes qu'elles impliquent. De ce fait, un second scénario pourra être envisagé : la restructuration de la dette qui permet de mettre fin à la défiance des opérateurs financiers et à la hausse des taux d'intérêt. Mais, elle nécessitera tout de même des coupes budgétaires importantes pour assainir les finances publiques, ce qui aura des répercussions économiques et sociales négatives. De plus, ce scénario actuellement envisageable pour les trois pays européens en difficulté risque de devoir être étendu à d'autres pays, ce qui peut susciter une grande défiance envers l'euro et entraîner la zone euro dans une grave récession. Le troisième scénario qui s'inspire de l'expérience de l'Argentine a été appliqué récemment par l'Islande dont les banques ont accumulé des dettes extérieures très importantes et dont les citoyens ont contraint leur gouvernement à ne pas honorer les engagements extérieurs de ces banques. Une telle solution ne peut être envisagée par un pays, comme l'Irlande qui fait face à un problème similaire à celui de l'Islande, que s'il décide de quitter la zone euro et s'il espère pouvoir compenser les effets des difficultés des banque nationale par à une forte dépréciation de sa monnaie afin de stimuler la demande extérieure. Le dernier scénario envisagé par P. Krugman nécessite une évolution de l'Europe vers « une union de transfert » dans laquelle la solidarité de ses

membres doit se manifester par une aide systématique des pays forts aux pays en difficulté. Les propositions de création d'euro-obligations pourraient constituer la première étape d'une telle solution. Il est probable que, dans un avenir proche, les grands pays européens devront choisir entre le maintien de leur position actuelle qui risque d'inciter les membres de l'union à chercher des solutions à leurs crises hors de l'euro et le quatrième scénario qui devra conduire à un fédéralisme budgétaire avec le maintien d'une monnaie commune.

Bibliographie

Darvas Z., J. Pisani-Ferry and A. Sapir (2011), "A comprehensive approach to the euro-area debt crisis", *Forthcoming Bruegel Policy Brief*, n° 2011/0.

Eichengreen B. (2010), "Europe and the Euro : Doomed to Succeed", http://www.econ.berkeley.edu/eichengr/europe_euro_doomed.pdf

Holland S. and Y. Varoufakis (2011), "A modest proposal for overcoming the euro crisis", *Policy Note Levy Economics Institut of Bard College*, n°3.

Juncker J.-C. and G.Tremonti (2010), "Issuing E-bonds : a way to overcome the current crisis", *Financial Times*.December 6.

Koenig G.(2007), « L'euro huit ans après », *Bulletin de l'OPEE*, n°16, p.3-9.

Koenig G. (2010), « L'UEM face aux déficits publics de ses membres », *Bulletin de l'OPEE*, n°22, p.8-16.

Krugman P. (2011), « Can Europe be saved ?" *New York Times supplement*, January 16.

Les « hélicoptères » des banques centrales

Meixing Dai*

Les effets de la politique d'assouplissement quantitatif, dont la mise en place ressemble à un « lâchage par hélicoptères » de la monnaie, sont assez complexes. Mise en œuvre suite à une crise majeure induite par le dégonflement des bulles sur les prix d'actifs, cette politique crée, du fait de son caractère de distribution restreinte de la monnaie, des effets redistributifs au profit des institutions financières et bancaires sans toutefois relancer efficacement la croissance.

En 2002, face à l'émergence des craintes d'une déflation accompagnée d'une croissance faible dans les médias dédiés à l'économie, Ben Bernanke, actuellement président de la Réserve Fédérale (Fed) des Etats-Unis, qui était alors membre du Conseil des gouverneurs de la Fed, a prononcé un discours sur le sujet. Pour lui, le gouvernement dans un système de monnaie fiduciaire détient les moyens matériels de créer de la monnaie (une presse à imprimer ou aujourd'hui, son équivalent électronique), et donc peut toujours éviter la déflation en émettant simplement plus de monnaie sans frais. Du fait qu'il se référait à une proposition de Milton Friedman sur l'utilisation du « lâchage par hélicoptères » de la monnaie dans l'économie pour lutter contre la déflation, les critiques de Bernanke ont depuis lui donné comme surnom « *Helicopter Ben* ». Un « lâchage par hélicoptères » de la monnaie suivant la manière de Milton Friedman, à savoir que la banque centrale distribue aléatoirement de la monnaie à toute la population, n'induit pas d'effet d'encaisse réelle sur la consommation privée si les ménages sont identiques et le gouvernement est soumis à une contrainte de solvabilité (Buitier, 2005). Dans ce cas, l'injection de la monnaie ne peut pas affecter la demande globale en termes réels et a donc seulement des effets sur les prix nominaux. Cependant, l'injection de la monnaie peut affecter la consommation réelle si elle modifie les taux d'intérêt réels actuels et futurs (et donc les facteurs d'actualisation réels), ou la séquence de dotations réelles actuelles et futures. Ainsi, un « lâchage par hélicoptères » de la monnaie est susceptible de créer l'inflation tout en stimulant la croissance courante lorsque l'économie est au point de sombrer dans une trappe à liquidité caractérisée par la déflation

couplée d'une croissance faible voire négative. Dans les pratiques de « lâchage par hélicoptères » ou d'assouplissement quantitatif adoptées par les banquiers centraux dans la crise actuelle, la distribution de monnaie centrale nouvellement créée est faite surtout en faveur des banques et des institutions financières. Comme montre l'exemple de la politique monétaire japonaise dans les décennies 1990 et 2000, ce type de pratiques ne fonctionne pas toujours ni pour créer l'inflation ni pour relancer fortement la croissance. Dans ce qui suit, j'analyse d'abord les effets d'un « lâchage par hélicoptères » de la monnaie au sens de Milton Friedman. J'explique ensuite pourquoi sa version moderne, c'est-à-dire la politique d'assouplissement quantitatif, opérée par les banques centrales des pays développés dans la crise actuelle, a des effets redistributifs importants en faveur des banques et institutions financières, et ne peut pas relancer efficacement la croissance tout en stabilisant l'inflation. J'avance quelques propositions concernant l'orientation des réformes à mener en matière de politique monétaire pour rendre celle-ci plus efficace dans la lutte contre la déflation et la récession.

1. Inflation et « lâchage par hélicoptères » de la monnaie

Le « lâchage par hélicoptères » de la monnaie au sens de Milton Friedman correspond à une augmentation de la quantité de billets et de pièces en circulation. Considérons le cas d'une économie où les agents utilisent seulement la monnaie sous forme de billets et de pièces. On admet que cette économie est par ailleurs caractérisée par une information parfaite, et la flexibilité parfaite des prix et des salaires. Ce lâchage peut alors avoir les effets

* Université de Strasbourg, BETA

suivants : Premièrement, il y a un effet de redistribution de revenu temporaire. Compte tenu d'une hausse de prix nominaux qui pourrait résulter d'un tel lâchage, les agents qui reçoivent une quantité de monnaie rapportée à l'encaisse monétaire déjà détenue proportionnellement plus importante que les autres auront gagné en pouvoir d'achat, et *vice versa*. Deuxièmement, lorsque les agents dépensent le revenu supplémentaire provenant de la hausse de la quantité de monnaie, la demande supplémentaire va se traduire par la hausse des prix nominaux des biens et donc des salaires des travailleurs. Au final, l'équilibre réel ne sera pas modifié et il y aura seulement une hausse de prix et des salaires nominaux proportionnelle à l'augmentation de la quantité de monnaie. Ce résultat est notamment prôné par les monétaristes, dont Milton Friedman, pour qui « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire ».

Dans une économie avec imperfection sur les marchés des biens et du travail sous la forme de rigidité des prix et des salaires nominaux, on peut penser que le « lâchage par hélicoptères » de la monnaie aura des effets réels plus importants et plus persistants que dans le cas considéré précédemment. En effet, en raison des rigidités nominales, il est possible que, à la suite d'un choc négatif sur la demande globale, la production se trouve en-dessous du niveau de plein-emploi et qu'il y ait un chômage involontaire. Dans un tel cas, la demande supplémentaire pour les biens due au « lâchage par hélicoptères » de la monnaie peut être absorbée par une hausse de l'offre, ce qui implique une hausse des prix nominaux proportionnellement moins importante que la hausse de la quantité de monnaie au moins pendant certaines périodes. Il s'agit ici d'un scénario néo-keynésien.

Dans une économie de marché financier où la monnaie sous forme de billets et de pièces ne constitue qu'une partie minoritaire de la masse monétaire à côté des dépôts bancaires, le « lâchage par hélicoptères » de la monnaie peut-elle répliquer exactement les effets attendus dans les deux scénarios présentés ci-dessus ? La réponse dépend de la réaction des intermédiaires financiers qui ont le pouvoir de créer de la monnaie face à un « lâchage par hélicoptères » de la monnaie sous forme de billets et de pièces. Si les intermédiaires financiers réagissent peu à la hausse de la quantité de monnaie « lâchée par les hélicoptères » de la banque centrale, la

croissance de la masse monétaire dans son ensemble sera assez faible. Les banques peuvent se contenter de collecter de nouveaux dépôts issus du ramassage de billets et de pièces, sans augmenter les crédits d'un montant proportionnellement aussi important que la quantité de billets et de pièces « lâchés par hélicoptères ». Dans ce cas, les effets dans les deux scénarios considérés ci-dessus seront minorés sensiblement. Par contre, si les banques suivent le mouvement initié par la banque centrale en injectant de nouveaux crédits dans la même proportion que l'augmentation des billets et de pièces en circulation, on retrouve exactement les deux scénarios discutés ci-dessus.

Toutefois, on peut imaginer des scénarios alternatifs où la réaction de l'économie dévie très sensiblement par rapport à ceux imaginés ci-dessus. Dans les deux scénarios stylisés, on suppose que les agents modifient leur demande de biens et leur épargne après avoir reçu plus de monnaie, sans toutefois considérer ce qu'ils font de leur épargne. Dans une économie où il existe des actifs réels et financiers alternatifs au dépôt bancaire sur lesquels ils peuvent investir eux-mêmes et/ou via des intermédiaires financiers, les agents privés peuvent utiliser la nouvelle monnaie « lâchée par les hélicoptères » de la banque centrale et créée par les banques suite à ce lâchage pour acquérir les actifs risqués, ce qui pourrait provoquer une dynamique complexe de l'économie : hausse de prix des actifs, hausse de l'investissement productif et hausse de la consommation sans provoquer une hausse de prix aussi importante que ce qui est prédit par les théories monétaristes ou néo-keynésiennes.

Dans une économie ouverte, la monnaie lâchée par une banque centrale d'un pays peut retrouver le chemin vers l'étranger sans provoquer une dépréciation significative de sa monnaie nationale si celle-ci est appréciée par les agents privés et les banques centrales étrangères en tant que monnaie internationale ou monnaie de réserves de change. Les résidents de ce pays se trouvant en situation privilégiée peuvent utiliser la monnaie nouvellement émise pour acquérir les biens et les actifs financiers étrangers. Les entrées des capitaux provoquent une hausse des prix des actifs et une hausse de la production dans les pays accumulant cette monnaie comme réserve de devise. Il en résulte des problèmes de déséquilibre macroéconomique dans les

pays acquérant cette monnaie et une véritable création de richesse (ou revenu de seigneurie) pour le pays émetteur de monnaie internationale. Ce dernier pourrait alors créer plus de monnaie sans créer nécessairement une inflation nationale plus élevée comme le prédisent les monétaristes.

2. Un déluge de liquidité pour endiguer les effets de la crise financière

Depuis les années 1970, les banques centrales mettent en œuvre la politique monétaire via une procédure opérationnelle visant à cibler le taux d'intérêt interbancaire à très court terme au lieu de contrôler la masse monétaire dans l'économie comme on l'enseigne dans les cours de macroéconomie du 1er cycle universitaire de sciences économiques. Dans cette procédure opérationnelle, les banques commerciales peuvent obtenir des liquidités via le marché monétaire et/ou recourir à la banque centrale pour satisfaire leur besoin de liquidité en mettant sous garanties des actifs admissibles selon les critères fixés par cette dernière. Cette procédure de contrôle du taux d'intérêt permet à la banque centrale de contrôler indirectement le taux d'intérêt réel à moyen et long terme et les prix des actifs financiers (donc les effets de richesse), ce qui affecte l'arbitrage intertemporel entre la consommation et l'épargne des ménages et la décision d'investissement des entreprises. Pour mieux ancrer les anticipations de l'inflation, la banque centrale indépendante est amenée à fixer un objectif d'inflation et à communiquer de manière transparente sur ses décisions de politique monétaire. Ce régime de politique monétaire est connu sous le nom de ciblage de l'inflation. L'efficacité de la politique monétaire sous ce régime dépend alors du bon fonctionnement des marchés financiers et du système bancaire. D'après Giavazzi et Giovannini (2010), un respect strict du ciblage de l'inflation peut conduire à des taux d'intérêt trop bas, poussant l'économie dans une « trappe à bas taux d'intérêt », où les taux d'intérêt faibles induisent trop de prise de risque et augmentent la probabilité de crises. Les crises, à leur tour, exigent des taux d'intérêt bas pour soutenir le système financier. En cas d'affaiblissement du système financier, le relèvement des taux devient extrêmement difficile et les banques centrales restent bloquées dans un équilibre de bas taux d'intérêt, ce qui induit à son tour une prise de risque excessive. Ce type de scénario s'est

concrétisé précédemment au Japon dans la décennie 2000 et actuellement dans la plupart des pays industrialisés. Les banques les plus importantes dont la faillite est susceptible de causer une crise systémique de l'économie peuvent considérer qu'elles disposent d'un *put* ou un filet de protection contre la baisse des prix des actifs tendu par la banque centrale (Farhi et Tirole, 2009). Ainsi, elles peuvent s'engager dans des opérations très risquées tout en utilisant un effet de levier maximal compatible avec les régulations financières existantes. Dans la crise actuelle, les grandes banques commerciales des pays développés sont sauvées grâce à des taux d'intérêt bas et à un accès facilité à la liquidité des banques centrales injectée dans le cadre des programmes d'assouplissement quantitatif. Ces derniers consistent à injecter dans le système financier et bancaire plus de liquidité que nécessaire pour maintenir le taux d'intérêt à très court terme à un niveau presque nul.

Ce type de sauvetage crée un avantage indu pour le secteur bancaire, notamment les grandes banques. En général, comme on l'a constaté, les banques profitent des taux extrêmement bas pour réaliser des profits importants et reconstituer leurs fonds propres, tout en continuant à payer des bonus et salaires exorbitants à certains banquiers et traders. Cela est équivalent à un « lâchage par hélicoptères » de la monnaie par la banque centrale sur les toits des banques privées, alors que ces dernières monopolisent la collecte des billets, sans partager véritablement le bénéfice de ce lâchage avec les autres agents économiques excepté certaines catégories d'opérateurs financiers.

En effet, après la crise financière globale de 2007-2009, les banques ont resserré leurs critères de distribution de crédit et ont augmenté les taux d'intérêt appliqués aux emprunteurs les moins favorablement notés en termes de solvabilité, y compris certains Etats membres de la zone euro. Par contre, les banques continuent à prêter massivement aux opérateurs financiers spéculant sur les marchés financiers et les marchés des matières premières et alimentaires, provoquant la hausse de prix des titres, et des matières premières et alimentaires. La hausse des prix des titres (obligations et actions) permet d'améliorer le bilan des banques et des institutions financières, et d'accroître le patrimoine des ménages et des entreprises détenant des actifs. Il y a un effet redistributif en faveur de ces agents. La hausse des prix

des matières premières et alimentaire opère un effet redistributif en faveur des spéculateurs et des pays producteurs des matières premières et alimentaires, et en défaveur du pouvoir d'achat des ménages et de la profitabilité des entreprises qui consomment directement ou indirectement ces matières.

Il existe donc une différence majeure entre la façon d'opérer le « lâchage par hélicoptères » de la monnaie imaginée par Milton Friedman et celle dont les banques centrales des pays développés opèrent actuellement dans les programmes d'assouplissement quantitatif. Milton Friedman suppose implicitement que la banque centrale distribue aléatoirement de la monnaie à toute la population. Cela n'est pas le cas dans les pratiques de « lâchage par hélicoptères » adoptées par les banquiers centraux dans la crise actuelle.

Comme l'a montré l'expérience de la banque centrale du Japon, qui a même acheté des actions sur le marché boursier, le « lâchage par hélicoptères » de la monnaie à travers les programmes d'assouplissement quantitatif peut ne pas suffire pour lutter contre la déflation accompagnée d'un affaiblissement de la croissance.

Les critiques de la politique monétaire japonaise considèrent que la Banque du Japon était trop timide et trop tardive dans l'application de la politique d'assouplissement quantitatif, ce qui explique pourquoi la Fed et la Banque d'Angleterre sont allées beaucoup plus vite avec des programmes de « lâchage par hélicoptères » de la monnaie centrale beaucoup plus importants. A la différence de la Banque centrale européenne (BCE), dont les interventions dans la zone euro sont limitées pour des raisons politiques et institutionnelles, la Fed et la Banque d'Angleterre ont massivement acheté la dette publique, ce qui permet de lâcher indirectement de la monnaie vers un public plus large via les programmes de dépenses publiques lorsque ceux-ci ne visent pas directement le secteur financier.

Par contre, dans la zone euro, beaucoup de pays périphériques, notamment la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie ne profitent pas du tout du « lâchage par hélicoptères » de la monnaie opéré par la BCE. La monnaie nouvellement lâchée est retenue dans le système bancaire et financier. Privés de la souveraineté monétaire (autrement dit, la possibilité de bénéficier directement du « lâchage par hélicoptères »

de la monnaie), ces Etats ne peuvent pas se financer à un taux d'intérêt bas sur le marché financier puisque les opérateurs financiers considèrent leurs obligations comme risquées.

La différence des pratiques de « lâchage par hélicoptères » de la monnaie explique que des Etats surendettés tels que les Etats-Unis et le Royaume Uni ne souffrent pas pour l'instant d'un endettement public élevé qui s'accroît à une grande vitesse, tandis que certains pays de la zone euro qui ont une situation budgétaire similaire sont confrontés aux difficultés du refinancement de la dette publique. Ces pays en difficulté doivent payer des taux d'intérêt beaucoup plus élevés que ceux supportés par l'Allemagne et la France et ceux qu'ils payaient avant la crise actuelle. Cela correspond à une baisse des prix des obligations publiques de ces pays. Ainsi, les banques des pays en pleine crise de dette souveraine peuvent être victimes de cette situation si elles détiennent une quantité importante de dettes publiques considérées comme risquées dans leur bilan. Une crise bancaire peut déclencher une crise de dette souveraine comme dans le cas de l'Irlande. A l'inverse, une crise de dette souveraine peut également entraîner une crise bancaire majeure dans les pays de la zone euro concernés si la résolution de la crise budgétaire dans certains Etats-membres surendettés passe par une réduction massive de la valeur de remboursement de la dette publique.

3. Les limites de l'injection de la liquidité

La Fed utilise le « lâchage par hélicoptères » de la monnaie ou la politique d'assouplissement quantitatif pour lutter contre la pression déflationniste liée à l'éclatement des bulles immobilières tout en visant des taux de croissance au-dessus du potentiel de l'économie américaine estimé par les économistes. Pour l'instant, elle a réussi à faire monter le taux d'inflation via notamment la dépréciation du dollar américain et la hausse des prix des matières premières et alimentaires. On peut douter qu'elle réussira à stabiliser le taux de croissance de l'économie américaine au niveau élevé réalisé avant la crise de 2007-2009, d'autant plus que la croissance modérée actuelle est obtenue avec un déficit public élevé et sans précédent historique, et un taux d'intérêt extrêmement bas.

La forte croissance de l'économie américaine avant 2007 est en grande partie due à un effet de richesse virtuelle induit par la hausse du prix immobilier. Il est aujourd'hui difficile d'imaginer qu'on peut endiguer les effets négatifs sur la croissance et le système financier dus au dégonflement des bulles immobilières sans créer d'autres déséquilibres macroéconomiques importants. Le prix immobilier continue à baisser actuellement aux Etats-Unis selon l'indice du prix immobilier S&P/Case-Shiller. Compte tenu de la difficulté d'augmenter l'importance des soutiens publics à l'économie et du blocage de la transmission des effets de la politique monétaire souligné ci-dessus, on peut s'attendre à une croissance américaine relativement faible mais à une inflation relativement élevée, ce qui correspond à une stagflation (Leijonhufvud, 2008). Cette perspective peu prometteuse est due au changement de perception et de comportement des agents privés. Il est quasiment impossible que les banques américaines surchargées par les mauvaises créances et les ménages américains surendettés recommencent à créer une bulle immobilière pour faire profiter l'économie américaine d'un nouvel effet de richesse virtuelle. Le comportement de ces agents est allé dans le sens complètement opposé à ce scénario, ce qui explique que le prix immobilier, qui a déjà baissé beaucoup par rapport au niveau précédent, continue à diminuer. Au Royaume-Uni, le prix immobilier, après une chute importante et rapide durant la crise de 2007-2009 a retrouvé presque le niveau du sommet atteint avant la crise pour des raisons géopolitiques selon *the Economist*, mais cela ne suffit pas pour que la croissance britannique ne soit pas faible malgré une inflation plutôt élevée. A contrario, le prix immobilier français, qui a à peine chuté durant la crise, repart de plus belle, ce qui apporte toutefois un soutien limité à la croissance française car les ménages français, contrairement à leurs homologues américains, n'empruntent pas à leur banque pour consommer quand ils voient la valeur de leurs maisons ou appartements augmenter.

Dans ce contexte de faible croissance et d'inflation relativement élevée, les pays développés vont connaître une tension politique entre les agents économiques qui ont bénéficié des aides publiques et du « lâchage par hélicoptères » de la monnaie et ceux qui n'en ont pas profité. Face à ce conflit sociétal, les autorités monétaires

doivent penser à réformer le mode de « lâcher par hélicoptères » de la monnaie, qui bénéficie actuellement excessivement aux banques et acteurs financiers en termes d'information privilégiée, et en termes de facilité et de faibles coûts d'accès à la liquidité de la banque centrale. En effet, la discrimination en faveur des banques et des institutions financières est digne d'un « délit d'initiés » sur le marché financier même si le lâchage est explicitement destiné à soutenir l'économie en évitant la faillite des grandes institutions financières, en stimulant les activités bancaires et financières, et en faisant monter les prix des actifs financiers. Pendant combien de temps encore la population peut-elle tolérer, sans se révolter, la flambée des prix des matières premières et alimentaires au nom de la lutte contre la déflation ou contre la trappe à liquidité ? Même si une telle politique permet aux économies occidentales de retrouver le chemin d'une croissance aussi soutenue qu'avant la crise actuelle, la majeure partie de la population ne serait pas heureuse du fait que le partage de la richesse créée est biaisé en faveur d'une minorité (Xie, 2011).

Une orientation des réformes consiste à pousser les banques centrales à moins soutenir inconditionnellement les banques et les institutions financières, mais à apporter en cas de crise des aides plus importantes directes et/ou indirectes (sans toujours passer par les banques et les institutions financières), aux Etats, aux entreprises et aux ménages en difficulté financière. Ainsi, ceux qui éprouvent des besoins de dépenser plus et/ou ont des projets d'investissement viables trouveront le moyen de satisfaire leur besoin de financement. Grâce à une demande globale plus élevée, la croissance pourrait devenir plus robuste avec une inflation plus modérée du niveau général des prix. En effet, du fait de la limitation de la liquidité accordée au système bancaire et financier, la pression inflationniste due à la hausse des prix des matières premières et alimentaires, induite par la spéculation stimulée par la politique d'assouplissement quantitatif, sera moins forte.

Dans la zone euro, l'achat direct par la BCE des dettes des Etats en difficulté financière pour ramener leur taux d'intérêt à un niveau proche des meilleurs taux d'intérêt observés dans la zone euro, contre un tutorat strict des autorités budgétaires des Etats ayant reçu un tel soutien financier, aurait constitué une solution meilleure que celle qui est mise

actuellement en place par l'Union Européenne (UE) conjointement avec le Fonds monétaire international en Grèce, en Irlande et au Portugal. En effet, l'intervention de l'UE via le fonds de stabilité financière et celle du FMI ne permettent pas aux Etats aidés de profiter des taux d'intérêt très bas dont bénéficient les banques privées européennes (bonnes ou mauvaises) auprès de la BCE. En effet, la solution alternative implique moins de souffrance à court terme comme à long terme pour les populations des Etats concernés, étant donné que l'importance de la charge de la dette publique et les coûts sociaux des restructurations budgétaires sont positivement liés au niveau du taux d'intérêt payé par ces Etats.

Au niveau international, la politique monétaire actuelle opérée par les banques centrales favorise une revalorisation de la richesse des pays exportateurs de matières premières et alimentaires. Les pays développés mais déficitaires au niveau de la balance commerciale bénéficient de termes de l'échange favorables au pouvoir d'achat de leurs populations et cet avantage disparaîtra lorsque les banques centrales des pays émergents et des pays exportateurs de matières premières et alimentaires se rendront compte qu'elles ont accumulé trop de devises, émises par les Etats-Unis, la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni. L'objectif économiquement justifié de l'accumulation des devises par la banque centrale d'un pays est de stabiliser le taux de change afin de minimiser le risque de change pour les agents économiques de ce pays. Toute manipulation du taux de change pour accélérer la croissance nationale s'avère vaine à moyen et long terme. En effet, une accumulation excessive des devises est un moyen sûr de faire baisser le bien-être de la population du pays adoptant cette pratique car les actifs monétaires et financiers accumulés peuvent connaître une perte massive de valeur lorsque les émetteurs abusent de leur pouvoir de création de ces actifs. Par ailleurs, les emplois créés grâce à la sous-évaluation de la monnaie nationale pourraient être de nouveau perdus lorsque celle-ci est réévaluée sous des pressions internes et/ou externes.

Il est donc concevable que les banques centrales des pays émergents et des pays exportateurs des matières premières et alimentaires arrêtent d'accumuler des devises internationales en acceptant une réévaluation de leur monnaie pour éviter une inflation nationale trop élevée si elles constatent que

les pays développés abusent les politiques d'assouplissement quantitatif. L'arrêt de l'accumulation des devises par ces banques centrales va priver certaines banques centrales émettrices de monnaie internationale, telle la Fed, du pouvoir de massivement « lâcher par hélicoptères » de la monnaie sans se soucier de la pression inflationniste pour leur propre économie. Cette perspective doit donc inciter ces banques centrales émettrices de monnaie internationale à limiter le « lâchage par hélicoptères » de la monnaie car à long terme, l'accroissement inconsidéré de la monnaie entraîne sûrement une inflation incontrôlée au niveau mondial.

Conclusion

La version moderne du « lâchage par hélicoptères » de la monnaie, ou la politique d'assouplissement quantitatif de la monnaie, n'est pas en soi suffisante pour lutter contre l'inflation, contrairement à ce qui se passe dans une économie, imaginée par le prix Nobel d'économie Milton Friedman, où toute hausse de la masse monétaire se traduit par une hausse proportionnelle du niveau général des prix sans aucun effet réel sur l'économie. Dans la pratique actuelle de l'injection de la monnaie dans l'économie, les banques centrales préfèrent injecter la liquidité via le système bancaire, qui redistribue celle-ci en maximisant son propre profit et les rémunérations des banquiers. Cela pourrait limiter l'efficacité de la mesure destinée à lutter contre la déflation et la récession.

En stimulant la hausse des prix d'actifs et des prix des matières premières et alimentaires tout en laissant le marché financier et le système bancaire augmenter les coûts de financement pour les agents économiques en difficulté financière, cette politique peut créer un puissant effet de redistribution au détriment des agents non-financiers en mal de financement, y compris des Etats en difficulté financière et privés du pouvoir d'émettre de la monnaie du fait de leur appartenance à la zone euro. Pour ces Etats, ce type de politique monétaire ne peut éviter une crise de dette publique, qui à son tour peut entraîner une crise bancaire. La politique d'assouplissement quantitatif actuelle, si elle est appliquée de manière suffisamment agressive, peut relancer l'inflation au niveau national et international. Cependant, on peut douter qu'elle puisse relancer efficacement la croissance dans les pays développés.

Il est dès lors souhaitable d'imaginer un « lâchage par hélicoptère » de la monnaie vers les agents économiques qui sont contraints financièrement, pour créer effectivement une hausse de la demande globale et une condition plus favorable à une croissance forte accompagnée d'une hausse des prix modérée. Ainsi, la majorité de la population pourrait devenir plus heureuse que dans une situation où les autorités monétaires pratiquent une politique prioritairement en faveur des marchés financiers et du système bancaire.

Références bibliographiques

Buiter, Willem H. (2005), "New developments in monetary economics : Two ghosts, two eccentricities, a fallacy, a mirage and a mythos," *Economic Journal* 115(502).

Farhi, Emmanuel et Jean Tirole (2009), "Leverage and the Central Banker's Put," *American Economic Review*, vol. 99(2), 589-93.

Giavazzi, Francesco and Alberto Giovannini (2010), "The low-interest-rate trap," VOX <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5309>.

Leijonhufvud, Axel (2008), "Keynes and the Crisis," CEPR Policy Insight No. 23, 1-6.

Xie, Andy (2011), "If world is getting wealthier, why do we feel poorer ?" MarketWatch, <http://www.marketwatch.com/story/as-rich-get-richer-we-head-for-inflationary-doom-2011-02-01?pagenumber=2>.

Crise budgétaire dans la zone euro, BCE et hyperinflation

Alexandre Sokic*

La crise des finances publiques dans les pays du groupe des « PIGS », portait la menace potentielle d'hyperinflation. Mais la vigilance de la BCE est là pour bloquer l'option d'un financement monétaire des déficits publics.

L'inflation est maîtrisée dans les pays d'Europe occidentale depuis près de trois décennies. La France et l'Allemagne, en particulier, connaissent des taux d'inflation annuels contenus sous le seuil des 3% depuis une vingtaine d'années. Les agents économiques sont aujourd'hui habitués à une inflation très basse et sous contrôle et manifestent généralement une aversion à l'égard de l'inflation relativement élevée. Cette aversion à l'égard de l'inflation a une histoire et un volet important de cette histoire est lié à la forte aversion à l'inflation de la société allemande. Cette dernière a influencé de façon déterminante la conception de la banque centrale allemande, la Deutsche Bundesbank, et provient en grande partie du traumatisme de la société allemande causé par la célèbre hyperinflation de 1923 (Beyer et al. 2009, Issing 2005). Le lien existant entre l'intensité d'un épisode d'inflation et la persistance du souvenir de cette inflation chez les agents économiques explique le fait que le souvenir de l'hyperinflation ne s'estompe pas chez les agents économiques qui l'ont vécue (Ehrmann et Tzamourani 2009).

Le processus de la construction européenne a généré l'Union Economique et Monétaire avec l'établissement de la Banque Centrale Européenne et la réalisation de la monnaie unique. Il est aujourd'hui généralement admis que la conception de la Banque Centrale Européenne a suivi celle de la Deutsche Bundesbank et que l'euro s'est posé en successeur du Deutsche Mark. L'aversion de la Bundesbank à l'égard de l'inflation, qui a son origine dans l'hyperinflation de 1923, a donc été transmise à la BCE. C'est pourquoi, on peut affirmer que l'aversion élevée de la BCE à l'égard de l'inflation provient elle-même en partie de l'hyperinflation allemande des années vingt. Il faut remarquer que d'autres économies de la zone euro partagent avec l'Allemagne le souvenir d'épisodes

d'hyperinflation. Parmi les membres plus anciens de la zone euro l'Autriche a connu l'hyperinflation en 1922 et la Grèce entre 1942 et 1944. Parmi les membres récents de la zone euro la Slovénie a expérimenté l'hyperinflation yougoslave entre 1989 et 1990. De plus, il faut souligner que la plupart des pays d'Europe Centrale et Orientale, qui en tant que membres de l'Union Européenne ont vocation à rejoindre la zone euro dans l'avenir, ont en mémoire des épisodes d'hyperinflations. C'est notamment le cas de la Hongrie qui, non seulement, a connu deux épisodes d'hyperinflation au vingtième siècle, mais détient aussi le record de l'hyperinflation la plus extrême de l'histoire monétaire qui a eu lieu entre 1945 et 1946. Cet article explore les différents aspects du lien actuel entre la BCE, la zone euro et l'hyperinflation.

L'hyperinflation allemande des années vingt explique en partie l'aversion de la BCE à l'égard de l'inflation et donc le faible niveau d'inflation qui prévaut dans les économies de la zone euro depuis son avènement. Même si le lien entre hyperinflation et BCE paraît aujourd'hui quelque peu lointain il est intéressant de remarquer que leur appartenance à la zone euro a peut-être très récemment préservé certains pays de l'hyperinflation. La crise économique qui a surgi en 2008 a provoqué une très nette détérioration de la situation des finances publiques des pays de la zone euro et une crise budgétaire majeure pour certains d'entre eux. Les pays appelés désormais « PIGS » pour Portugal, Irlande, Grèce et Espagne ont vu leurs déficits budgétaires ainsi que leur dette publique s'envoler pour atteindre des niveaux sans précédents. Certains gouvernements, comme celui de la Grèce en particulier, se sont retrouvés dans une situation très proche de la banqueroute et du défaut. Cet article vise à envisager les développements en termes d'inflation qui

* École supérieure du commerce extérieur

auraient pu être observés dans ces économies si ces dernières n'avaient pas été membres de la zone euro c'est-à-dire sous le contrôle monétaire de la BCE. Il vise à montrer que sans la BCE la menace d'hyperinflation aurait pu être sérieuse compte tenu de l'importance des déficits publics dans ces économies et de l'option de leur financement monétaire.

Dans un premier temps l'article retrace la détérioration de la situation des finances publiques dans la zone euro et dans les « PIGS » en particulier. La comparaison de la gravité de la situation des finances publiques avec celles observées dans des économies ayant expérimenté l'hyperinflation permet d'apprécier, dans un deuxième temps, le caractère plausible de la menace hyperinflationniste dans certains de ces pays.

Crise budgétaire dans la zone euro et « PIGS »

La crise économique mondiale qui a surgi entre 2007 et 2008 n'a pas épargné l'Union Européenne. Cette crise a été marquée par sa sévérité qui s'est traduite par le fait que tous les pays de l'Union Européenne (sauf la Pologne) ont enregistré en 2009 une diminution de leur PIB réel. Il faut rappeler qu'un pays comme la France, par exemple,

Tableau 1 : Évolution des taux de croissance du PIB réel dans la zone euro en %

	2007	2008	2009
Allemagne	2,7	1	-4,7
Autriche	3,7	2,2	-3,9
Belgique	2,8	0,8	-2,7
Chypre	5,1	3,6	-1,7
Espagne	3,6	0,9	-3,7
Finlande	5,3	0,9	-8
France	2,3	0,1	-2,5
Grèce	4,5	2	-2
Irlande	5,6	-3,5	-7,6
Italie	1,5	-1,3	-5
Luxembourg	6,5	0	-4,1
Malte	3,7	2,6	-2,1
Pays-Bas	3,9	1,9	-3,9
Portugal	2,4	0	-2,6
Slovaquie	10,6	6,2	-4,7
Slovénie	6,8	3,5	-7,8

Source : FMI, WEO database

n'avait pas connu de taux de croissance négatif du PIB réel depuis 1993. En 2009, non seulement les taux de croissance du PIB réel ont été négatifs mais ils ont aussi été d'intensité relativement élevée. La France, qui avait enregistré un taux de croissance de son PIB réel de -0.81% lors de la récession de 1993, a connu en 2009 une diminution de son PIB réel de 2.6%. La plus grande économie de l'Union Européenne, l'Allemagne, enregistrait quant à elle un taux de croissance de son PIB réel de -4.7%. En ce qui concerne la zone euro, comme le montre le tableau 1, toutes les économies membres ont enregistré une réduction de leur PIB réel.

L'action des stabilisateurs automatiques et la mise en place de politiques budgétaires de soutien à l'activité ont entraîné une détérioration massive des comptes publics des pays de l'Union Economique et Monétaire. Globalement pour la zone euro entre 2008 et 2009 le déficit public est passé de 2% à 6.3% du PIB de la zone et la dette publique a cru de 69.8% à 79.2% du PIB de la zone. Les tableaux 2 et 3 représentant, respectivement, l'évolution des déficits et dettes publics dans les économies de la zone euro entre 2007 et 2009 retracent la forte

Tableau 2 : Évolution des déficits publics dans la zone euro (en % du PIB)

	2007	2008	2009
Allemagne	0,3	0,1	-3
Autriche	-0,4	-0,5	-3,5
Belgique	-0,3	-1,3	-6
Chypre	3,4	0,9	-6
Espagne	1,9	-4,2	-11,1
Finlande	5,2	4,2	-2,5
France	-2,7	-3,3	-7,5
Grèce	-6,4	-9,4	-15,4
Irlande	0	-7,3	-14,4
Italie	-1,5	-2,7	-5,3
Luxembourg	3,7	3	-0,7
Malte	-2,3	-4,8	-3,8
Pays-Bas	0,2	0,6	-5,4
Portugal	-2,8	-2,9	-9,3
Slovaquie	-1,8	-2,1	-7,9
Slovénie	0	-1,8	-5,8

Source : Eurostat

détérioration de la situation des finances publiques.

Hormis l'Allemagne, la Finlande et le Luxembourg il apparaît qu'en 2009 aucun pays de la zone euro ne satisfait le critère du déficit public du traité de Maastricht. Pour beaucoup de pays les déficits publics sont non seulement excessifs mais surtout très supérieurs au seuil de 3% du PIB. S'agissant du critère de la dette publique, seuls Chypre, l'Espagne, la Finlande, le Luxembourg, la Slovaquie et la Slovénie sont en accord avec les termes du traité.

Tableau 3 : Évolution des dettes publiques dans la zone euro (en % du PIB)

	2007	2008	2009
Allemagne	64,9	66,3	73,4
Autriche	59,3	62,5	67,5
Belgique	84,2	89,6	96,2
Chypre	58,3	48,3	58
Espagne	36,1	39,8	53,2
Finlande	35,2	34,1	43,8
France	63,8	67,5	78,1
Grèce	105	110,3	126,8
Irlande	25	44,3	65,5
Italie	103,6	106,3	116
Luxembourg	6,7	13,6	14,5
Malte	61,7	63,1	68,6
Pays-Bas	45,3	58,2	60,8
Portugal	62,7	65,3	76,1
Slovaquie	29,6	27,8	35,4
Slovénie	23,4	22,5	35,4

Source : Eurostat

Bien que la détérioration des comptes publics concerne tous les pays de la zone euro quatre pays font apparaître une évolution particulièrement défavorable et inquiétante de leurs déficits publics. Il s'agit de la Grèce (-15.4%), de l'Irlande (-14.4%), de l'Espagne (-11.1%) et du Portugal (-9.3%). Ces quatre pays, connus depuis 2008 sous l'acronyme de « PIGS », ont en effet vu leurs déficits budgétaires ainsi que leur dette publique augmenter considérablement.

Tableau 4 : État des finances publiques en 2009 dans les « PIGS »

	déficit public (% PIB)	dette publique (% PIB)
Portugal	-9,3	76,1
Irlande	-14,4	65,5
Grèce	-15,4	126,8
Espagne	-11,1	53,2

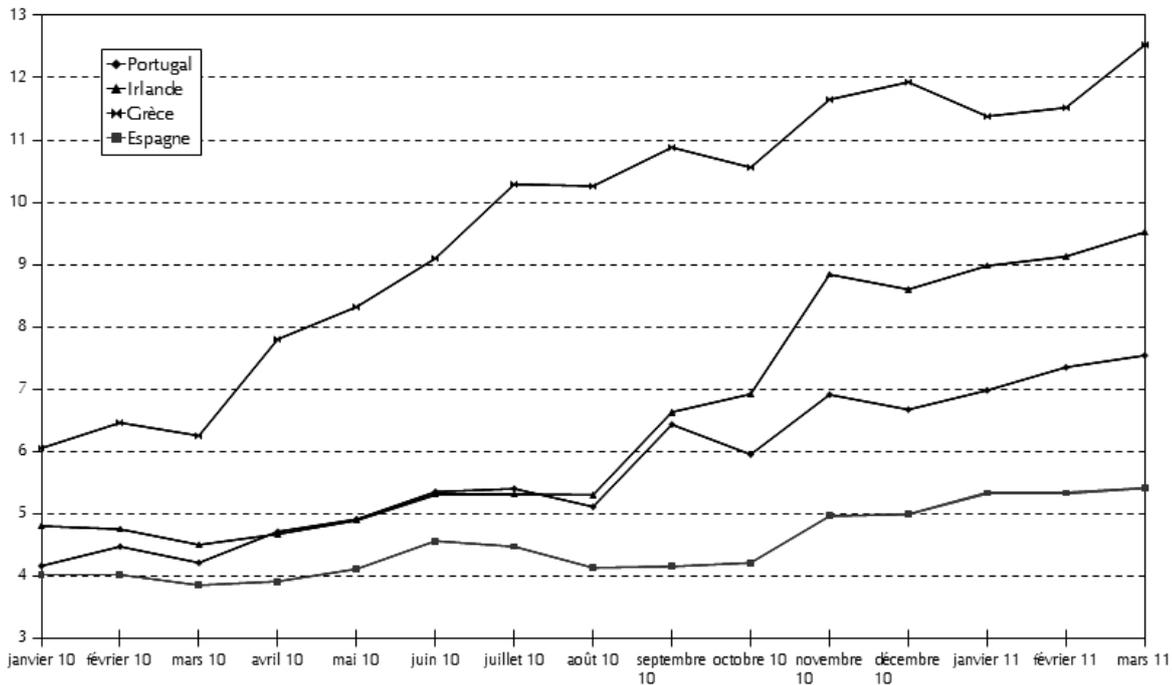
Source : Eurostat

Le tableau 4 distingue l'état des comptes publics de ces quatre pays pour 2009 et fait particulièrement ressortir la gravité de la situation des finances publiques de l'Etat grec ainsi que celle, mais dans une moindre mesure, de l'Etat irlandais. En effet, avec une dette publique qui est plus de deux fois supérieure au seuil du critère de Maastricht de 60% du PIB, la Grèce affiche en 2009 un déficit public plus de cinq fois supérieur au seuil du traité de 3% de son PIB. Bien que le déficit public irlandais soit d'une ampleur similaire à celui de la Grèce, l'Etat irlandais est dans une situation un peu plus favorable dans la mesure où sa dette publique n'est encore « que » de 65% du PIB. Toutefois, comme le montre le tableau 3, il faut remarquer qu'avec seulement deux années de déficits publics excessifs la dette publique irlandaise est passée de 25% à 65% du PIB soit une multiplication par 2.6. C'est la raison pour laquelle, les états des finances publiques portugaises et espagnoles peuvent également être considérés alarmants.

Les marchés financiers secondaires des obligations publiques des Etats de la zone euro ont pris la mesure de la gravité de ces situations. En effet, les rendements des obligations publiques à dix ans des gouvernements des « PIGS » enregistrent depuis 2010 une hausse continue. Cette hausse est remarquable dans le cas des rendements de l'obligation publique grecque. Comme l'indique le graphique 1 les rendements de l'obligation de l'Etat grec à dix ans ont ainsi cru de plus de 650 points de base entre le début 2010 et mars 2011.

L'évolution des spreads entre les obligations publiques à dix ans des « PIGS » et de l'obligation de l'Etat allemand à dix ans confirme l'appréciation du risque portée par les marchés financiers sur la dérive des finances publiques de ces pays. L'évolution de ces spreads reflète la nette dégradation du

Graphique 1 : Évolution des rendements en % des obligations publiques à dix ans (moyenne mensuelle)



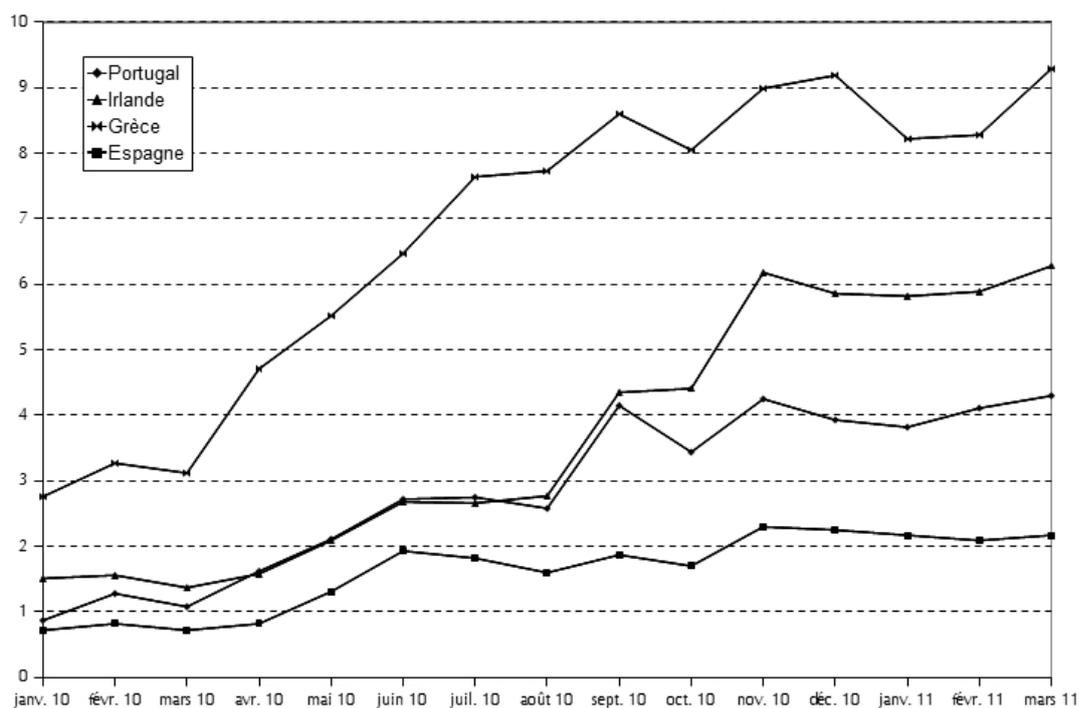
Source : Bloomberg

jugement des investisseurs à l'égard de la qualité de la signature des titres de dette publique des Etats des « PIGS ». Ces spreads portant sur des titres de dette d'Etats partageant une monnaie commune, leur orientation en très forte hausse traduit

l'appréciation portée par les investisseurs sur la forte augmentation du risque de défaut de ces pays par rapport à celui de l'Allemagne.

En mars 2011 le spread des obligations publiques grecques affiche plus de 900 points de base, celui des obligations publiques

Graphique 2 : Évolution des spreads en % par rapport à l'obligation publique allemande à dix ans (moyenne mensuelle)



Source : Bloomberg

irlandaises plus de 600 points de base, celui des obligations publiques portugaises plus de 400 points de base, et celui des obligations publiques espagnoles plus de 200 points de base. Les situations de la Grèce et de l'Irlande sont particulièrement délicates. Le gouvernement grec, par exemple, s'est retrouvé à maintes reprises au cours de l'année 2010 dans une situation proche de la banqueroute. Le soutien d'autres pays de la zone euro, l'aide du FMI et l'établissement du Fonds Européen de Stabilité Financière ont permis de répondre à l'urgence de la situation des finances publiques grecques et irlandaises. Cependant, ces différents soutiens n'ont pas résolu les crises budgétaires de ces Etats.

Crise budgétaire et plausibilité de la menace d'hyperinflation

De l'analyse menée précédemment il faut retenir deux points. Le premier point porte sur l'ampleur des déficits publics constatés dans les PIGS. Le deuxième point porte sur la situation d'urgence dans laquelle se sont retrouvés et se trouvent encore les gouvernements grec et irlandais. Face à ces deux points il peut être intéressant de poser la question de l'évolution possible de la situation économique de ces pays s'ils n'avaient pas été dans la zone euro ou s'ils avaient été conduits à la quitter. Non membres de la zone euro ces pays auraient repris une indépendance monétaire et remis entre les mains de leurs banques centrales respectives l'émission et la gestion de leur monnaie nationale. Face à l'ampleur des déficits publics et l'extrême difficulté de leur financement par émission de nouveaux titres de dettes ou prélèvements fiscaux supplémentaires on peut imaginer une forte pression des gouvernements sur les banques centrales nationales pour obtenir un financement monétaire.

Cette hypothèse est quelque peu excessive dans le cas de l'Irlande car le gouvernement irlandais, qui se refuse actuellement à exercer une pression fiscale accrue sur son économie, se résoudrait très probablement à le faire en cas d'extrême difficulté de financement de son déficit budgétaire par émission de nouveaux emprunts obligataires sur les marchés financiers. En revanche, l'hypothèse paraît moins excessive dans le cas de la Grèce. En effet, tout comme le gouvernement irlandais, le gouvernement grec est aujourd'hui en grande difficulté pour émettre de nouveaux titres de dette sur les marchés

financiers, mais, contrairement au gouvernement irlandais, il ne dispose pas de marge de manœuvre fiscale en cas de situation extrême. Compte tenu de l'efficacité actuelle du système fiscal grec, de la place de l'économie souterraine dans l'économie grecque, et des troubles politiques qu'a connus ce pays récemment il est très improbable que le gouvernement grec puisse exercer une pression fiscale conséquente de nature à apporter une solution au problème de financement de ses déficits publics.

On comprend donc qu'en situation d'urgence et face à la difficulté que représentent les financements par emprunt sur les marchés financiers ou par augmentation de la pression fiscale le gouvernement grec ait pu se retrouver contraint de se tourner vers la banque centrale nationale pour obtenir un financement monétaire. L'hypothèse du recours au financement monétaire, c'est-à-dire le seigneuriage, comporte ainsi une certaine plausibilité.

Selon une définition devenue maintenant traditionnelle l'hyperinflation est un processus d'accélération de l'inflation qui se manifeste lorsque les taux d'inflation dépassent le seuil de 50% par mois (Cagan 1956). Le phénomène se produit principalement dans un contexte de troubles politiques et de fragilité financière des autorités publiques qui les conduisent à n'avoir plus d'autres recours pour financer un déficit budgétaire important que la création monétaire (voir Bernholz 2003 pour un aperçu historique). Cependant, comme le souligne Paldam (1994), la faiblesse et le laxisme politique de certains gouvernements est aussi de nature à orienter ces derniers vers l'option de financement la plus simple c'est-à-dire la création monétaire en cas de déficits excessifs. Le cas de la Bolivie illustre cette possibilité. Le gouvernement bolivien bénéficiait de la part du gouvernement des Etats-Unis d'une assistance financière annuelle régulière de l'ordre de 3 à 5% du produit national du milieu des années cinquante jusqu'au milieu des années soixante-dix. Lorsque ces transferts se mirent à diminuer les autorités boliviennes maintinrent leur niveau de dépenses et laissèrent croître dangereusement le déficit budgétaire. Après que les limites du recours à l'emprunt aient été dépassées, le gouvernement bolivien se mit à recourir à l'option la plus aisée à mettre en place c'est-à-dire la création monétaire.

L'hyperinflation est un phénomène économique rare. On dénombre aujourd'hui

trente deux épisodes d'hyperinflation dans l'histoire monétaire (Bernholz et Kugler 2009). Les périodes qui ont suivi les deux guerres mondiales du vingtième siècle ont connu des vagues d'hyperinflations, notamment celle de l'Allemagne de 1923. Les années 1980 ont vu se développer des hyperinflations en Amérique Latine comme en Bolivie entre 1984 et 1985 par exemple. La décennie 1990 a été témoin d'épisodes d'hyperinflation dans certaines économies en transition après l'effondrement du bloc communiste comme cela a été le cas en Bulgarie en 1997 par exemple. L'hyperinflation la plus récente s'est produite au Zimbabwe entre 2007 et 2009. Dans l'ensemble de ces épisodes l'hyperinflation trouve son origine et son développement dans le financement monétaire de déficits budgétaires excessifs.

Dans son analyse devenue classique Cagan (1956, pages 82-84) réalise une estimation de l'importance des revenus de la création de base monétaire pour les gouvernements de certains pays en situation d'hyperinflation dans la première moitié du vingtième siècle. Le tableau 5 reprend ces estimations pour les épisodes d'hyperinflation ayant eu lieu en

Tableau 5 : Estimations des revenus de seigneurage en % du revenu national en moyennes mensuelles

	période	revenus de seigneurage en % du revenu national
Allemagne	Août 1922 - Juillet 1923	8
Autriche	Octobre 1921 - Août 1922	06/07/11
Hongrie	Mars 1923 - Février 1924	13-19
Hongrie	Août 1945 - Février 1946	7

Source : Cagan (1956, page 82)

Allemagne, Autriche et Hongrie.

Les estimations de Cagan indiquent les revenus produits par la création de base monétaire par les autorités publiques exprimés en pourcentages du revenu national d'année normale. Ils montrent qu'en moyenne les gouvernements de ces pays collectaient des revenus de seigneurage

représentant une dizaine de pourcent du revenu national d'année normale (sauf pour la Hongrie des années vingt). La première hyperinflation hongroise ayant eu lieu entre 1923 et 1924 a atteint le rythme de plus de 82% par mois. L'hyperinflation autrichienne qui s'est déroulée entre 1921 et 1922 a conduit à un taux d'inflation mensuel de plus de 124% à son rythme le plus élevé. L'hyperinflation allemande, qui est certainement la plus célèbre de l'histoire monétaire, a atteint le taux d'inflation de 29525% par mois en octobre 1923.

Ces derniers taux d'inflation sont importants. Toutefois, il faut remarquer que l'escalade hyperinflationniste est un phénomène qui n'a pratiquement pas de limites. Les trois épisodes d'hyperinflations les plus extrêmes de l'histoire monétaire en sont l'illustration. En janvier 1994 en Yougoslavie, lors de la troisième hyperinflation la plus sévère de l'histoire monétaire, le taux d'inflation mensuel le plus élevé avait atteint $309 \times 106\%$, correspondant à un taux d'inflation quotidien de 64.6% et à un doublement du niveau des prix tous les 1.4 jours. En novembre 2008 au Zimbabwe, la deuxième hyperinflation la plus sévère de l'histoire monétaire avait conduit à un taux d'inflation mensuel de $79.6 \times 109\%$, équivalent à un taux d'inflation quotidien de 98% impliquant un doublement des prix toutes les 24.7 heures. L'hyperinflation la plus sévère de l'histoire monétaire, qui est la deuxième hyperinflation hongroise, a eu lieu entre 1945 et 1946, et a enregistré le taux d'inflation mensuel le plus élevé de $1.295 \times 1016\%$ en juillet 1946, équivalent à un rythme quotidien d'inflation de 195% soit un doublement des prix toutes les quinze heures. En comparaison, l'hyperinflation allemande de 1923 n'arrive qu'en « quatrième position » de l'histoire monétaire avec le taux d'inflation mensuel de 29525% relevé en octobre 1923 correspondant à un taux d'inflation quotidien de 20.9% et un doublement des prix tous les 3.7 jours. Ces exemples frappant permettent d'illustrer le fait que même un épisode d'hyperinflation semblant extrême peut connaître encore plus extrême inflation.

Morales (1988, page 314) réalise une estimation de l'importance des revenus de la création monétaire en pourcentage du PIB dans le cas de la Bolivie entre 1983 et 1985. Ces estimations sont reprises dans le tableau 6.

Tableau 6 : Estimations des revenus de seigneurage en % du PIB pour la Bolivie

Année	revenus de seigneurage en % PIB
1983	07/09/11
1984	10/04/11
1985	09/05/11

Source : Morales (1988, page 314)

L'épisode d'hyperinflation en Bolivie s'est déroulé entre 1984 et 1985 avec un taux d'inflation dépassant les 120% par mois en juillet 1985. Le tableau 6 indique qu'une création monétaire représentant près d'une dizaine de points de pourcentage du PIB a été de nature à déclencher le processus d'hyperinflation dans ce pays d'Amérique latine. Les chiffres fournis par l'exemple bolivien sont d'autant plus intéressants que le recours à la création monétaire pour financer les déficits publics ne s'est pas opéré dans des circonstances de troubles politiques majeurs mais plutôt dans un contexte caractérisé par le laxisme et la faiblesse politique des autorités (Paldam 1994).

Les chiffres du tableau 6 offrent une certaine cohérence avec ceux du tableau 5 pour indiquer le seuil de déclenchement de l'hyperinflation dans ces quelques pays au niveau d'une création de base monétaire de l'ordre d'une dizaine de points de pourcentage du PIB. La plupart des gouvernements des pays industrialisés ont eu recours par le passé aux revenus de seigneurage pour participer au financement des déficits publics. Fischer (1982) rapporte que pendant la période 1960-1973 les pays développés ont en moyenne collecté l'équivalent de 1.1% de leur produit national de revenus issus de la création de monnaie à haute puissance. Pour certains pays les revenus de seigneurage ont été bien plus importants. L'Italie et le Portugal, par exemple, ont ainsi collecté pendant cette période près de 4% du PIB de revenus sous cette forme. Les pays ayant enregistré des taux d'inflation relativement élevés ont atteint le seuil de 6% du PIB.

La situation actuelle difficile des finances publiques du gouvernement grec, avec un déficit budgétaire de plus de 15% et une dette publique de plus de 126% du PIB, dans un contexte marqué de crise économique mais aussi politique peut être envisagée à la lumière de l'analyse menée précédemment. Dans le cas d'indépendance monétaire et de demande du gouvernement de recours à la

création de base monétaire pour financer les déficits publics la menace d'hyperinflation aurait pu être sérieuse dans ce pays. L'appartenance à la zone euro a permis d'éviter cette possible dérive en rendant impossible une création monétaire excessive à l'échelle du pays.

La question qui émerge de cette dernière réflexion est d'envisager les conséquences en termes d'inflation que pourrait avoir la décision de la BCE d'accorder au gouvernement grec des facilités de financement monétaire de son déficit budgétaire. Cette décision pourrait prendre la forme d'un rachat systématique par la BCE des nouveaux titres de dette publique grecs sur le marché secondaire sans opération de stérilisation. Le tableau 7 montre qu'à l'échelle de la zone euro le déficit public du gouvernement grec ne représente que 0.40% du PIB de la zone euro en 2009, c'est-à-dire un montant très faible au regard des chiffres présentés plus haut en matière de collecte dangereuse de revenus de seigneurage. Le tableau 7 confirme la faiblesse des déficits publics des autres pays du groupe des « PIGS » relativement à la taille de la zone euro. Les déficits publics cumulés des pays du groupe des « PIGS » représente en 2009 l'équivalent de 2.14% du PIB de la zone euro. Même si la BCE décidait de venir en aide à ces gouvernements en rachetant l'ensemble des émissions de titres de dette du groupe des « PIGS » sur le marché secondaire sans stérilisation cette mesure ne serait pas de nature à rendre plausible une quelconque menace d'hyperinflation à l'échelle de la zone euro.

Tableau 7 : Déficit publics des « PIGS » en 2009 en pourcentage du PIB de la zone euro

	déficit public (% PIB zone euro)
Portugal	-0,18
Irlande	-0,26
Grèce	-0,4
Espagne	-1,31
'PIGS'	-2,14

Source : Eurostat, calculs de l'auteur

Conclusion

La zone euro traverse actuellement une crise économique sérieuse accompagnée d'une crise budgétaire majeure pour certains de ces pays membres appartenant au groupe des «

PIGS ». Les difficultés de financement des déficits publics de ces pays sont telles que les marchés financiers évaluent probable le risque de défaut sur les dettes de ces Etats. La responsabilité de l'émission et la gestion de la monnaie unique est entre les mains de la BCE. Aucun de ces gouvernements n'avait donc la possibilité d'envisager un financement monétaire de ses déficits. La comparaison de la situation de ces pays avec celle de pays ayant expérimenté l'hyperinflation a permis de montrer que la menace d'hyperinflation aurait pu y être plausible s'ils n'avaient été membres de la zone euro ou s'ils avaient été conduits à la quitter. En effet, s'ils n'avaient été membres de la zone euro ces pays auraient été en situation d'indépendance monétaire et les gouvernements concernés auraient été en mesure d'obtenir de leur banque centrale un financement monétaire. En tel cas ces gouvernements en difficulté financière auraient donc pu recourir aux revenus de seigneurage par la création de base monétaire. Dans le groupe des « PIGS » deux pays, l'Irlande et la Grèce, font apparaître une situation très difficile de leurs finances publiques. Le cas de la Grèce est particulièrement grave dans la mesure où l'ampleur de sa dette publique, l'efficacité relative de son système fiscal, l'importance de son économie souterraine et la crise politique traversée par le pays laissent penser que l'option du financement monétaire aurait pu être très plausible. Dans ces conditions, et compte tenu des seuils de déclenchement de processus d'hyperinflation observés dans un certain nombre de pays par le passé, il est probable qu'une création par les autorités publiques de monnaie de base d'une ampleur de plus de 15% du PIB ait pu provoquer le déclenchement d'un processus d'accélération de l'inflation évoluant en hyperinflation.

L'appartenance des pays du groupe des « PIGS » à la zone euro leur a permis d'éviter une trajectoire possible d'hyperinflation dont les effets graves sur l'économie réelle sont bien connus. Il est intéressant de remarquer que la Grèce, qui a connu deux épisodes d'hyperinflation au vingtième siècle entre 1942 et 1944 avec des taux d'inflation mensuels atteignant le sommet de 11288%, ait pu se retrouver aujourd'hui devant une

menace sérieuse d'hyperinflation si le pays n'avait été sous le couvert de la zone euro et de la BCE en particulier. Tout se passe comme si le souvenir de ces épisodes d'hyperinflation avait persisté dans la société grecque motivant ainsi leur orientation pour une inflation basse et la volonté d'appartenir à la zone euro. Les statuts actuels et le comportement de la BCE sont liés au phénomène de l'hyperinflation par le biais de son lien étroit avec l'histoire de la Deutsche Bundesbank. Les problèmes actuels des pays du groupe des « PIGS » en matière de finances publiques permettent de découvrir un aspect plus récent de la relation entre la BCE et l'hyperinflation.

Références

Bernholz, P. et P. Kugler (2009), « The Success of Currency Reforms to End Great Inflation : An Empirical Analysis of 34 High Inflation », *German Economic Review*, 10, pp.165-175.

Beyer, A., Gaspar, V., Gerberding, C. et O. Issing (2009), « Opting Out of the Great Inflation : German Monetary Policy After the Break Down of Bretton Wood », Working Paper Series No 1020, European Central Bank.

Cagan, P. (1956), « The Monetary Dynamics of Hyperinflation », in M. Friedman (Ed), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, The University of Chicago Press, pp. 25-117.

Ehrmann, M. et P. Tzamourani (2009), « Memories of High Inflation », Working Paper Series No 1095, European Central Bank.

Issing, O. (2005), « Why Did the Great Inflation Not Happen in Germany ? », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 87, pp. 329-335.

Morales, J.A. (1988), « Inflation Stabilization in Bolivia », in Dornbush, R., Fischer, S. (eds), *Inflation Stabilization : the Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico*, Cambridge, MIT Press.

Paldam, M. (1994), « The political economy of stopping high inflation », *European Journal of Political Economy* 10, pp. 135-168.

Les métamorphoses du statut de la concurrence dans les traités européens

Damien Broussolle*

Dans le vif débat qu'avait suscité le référendum, deux points de vue s'opposaient notamment sur le statut de la concurrence dans les traités : certains défendaient que la concurrence était déjà présente dans le traité de Rome, d'autres arguaient qu'au contraire la place attribuée à la concurrence était nouvelle. Finalement ces deux points de vue ne sont pas si contradictoires qu'ils peuvent l'apparaître.

Nombreux sont les observateurs qui considèrent que : « la politique de la concurrence est au cœur de la construction européenne telle que l'on conçue les pères du traité de Rome » (Dumez et Jeunemaître 1992 p. 271). Ce point de vue très fréquent, ne paraît toutefois pas complètement en accord avec la réalité historique, mais plutôt correspondre à une reconstruction a posteriori (Akman et al. 2010). Il semble en effet plus exact de considérer que « La politique de concurrence en est venue à jouer un rôle crucial dans le processus d'intégration européenne et dans l'édification d'un marché commun » (Leucht Seidel 2008 p. 46), c'est-à-dire qu'elle s'est imposée progressivement comme instrument central.

Afin d'illustrer cette dernière perspective, il conviendra dans une première étape de rappeler la place accordée à la concurrence à l'époque où le traité fut négocié. Il sera ainsi montré que certes une politique de la concurrence figurait dans le traité de Rome, mais qu'elle répondait à des objectifs et principes différents de ceux d'aujourd'hui. Dans une deuxième étape l'article soulignera en quoi le processus du marché unique, officialisé par le traité de Maastricht, a contribué à attribuer un statut nouveau et primordial à la concurrence, que le projet de traité constitutionnel avait cru pouvoir rendre manifeste.

La concurrence n'était pas une préoccupation essentielle du traité de Rome

Bien que la politique de la concurrence figurât dans le traité de Rome, elle n'avait pas la portée qu'elle a acquise par la suite, à la fois parce que l'époque était plutôt au dirigisme et aussi parce que la conception

même de la concurrence différait sensiblement du point de vue actuel.

Un contexte historique plutôt « dirigiste »

La politique de la concurrence s'est surtout développée après la deuxième guerre mondiale même si certains pays, notamment aux Etats-Unis avec la loi antitrust de 1890 (Sherman Act), s'étaient déjà dotés d'un dispositif législatif, surtout tourné contre le big business. La crise des années 1930, le modèle soviétique, mais aussi la montée des régimes autoritaires ou dictatoriaux, s'étaient au contraire accompagnés d'un regain d'intérêt pour la planification et le dirigisme économique.

Dans l'immédiat après guerre, donc avant le traité de Rome, seuls quelques pays disposent d'une législation spécifique encourageant la concurrence (Warlouzet 2008). La France est l'un d'entre eux. Le dispositif français qui remonte à la Révolution visait à interdire les coalitions (loi Le Chapelier 1791). Il a surtout été utilisé pour opérer une distinction entre les bonnes et les mauvaises ententes (Wise 2005). Il a également été progressivement utilisé pour lutter contre la hausse des prix. Ce dispositif est renforcé dans la foulée du rétablissement de la liberté des prix et de la négociation des salaires en 1953. Une procédure administrative sous la tutelle du ministre des affaires économiques surveille les ententes et propose des avis au ministre. Pour ce qui concerne la concentration, les décisions sont peu nombreuses et accommodantes. L'objectif essentiel de cette politique est de maîtriser l'inflation.

À l'issue de la guerre, les pays Bas et la Grande Bretagne ont également une politique

* Université de Strasbourg, LARGE

de la concurrence pragmatique et plutôt tournée vers le plein emploi. Ces politiques ne sont pas l'expression d'une vision néolibérale qui chercherait à contenir l'intervention de l'Etat, mais au contraire un instrument supplémentaire de son intervention (Warlouzet 2008). A telle enseigne qu'elles viennent couramment compléter une politique industrielle volontiers interventionniste. Cela n'empêche pas que certains hauts fonctionnaires (Lévy-Lambert 1969), ou économistes (Rueff), plaident pour un plus grand recours au marché et à la concurrence.

Première coopération européenne dans le domaine économique, la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (CECA) donne en 1951 des pouvoirs importants à son organe de direction, la Haute Autorité, afin de contrôler la production, mais aussi les cartels. Les représentants français appuient fortement cette orientation, car ils souhaitaient que la CECA soit en mesure de contrôler l'industrie allemande (Warlouzet 2007). Il s'agit donc encore une fois de prolonger l'intervention étatique sous une forme particulière, principalement « paternaliste ». Comme le relève Wise (2007 p. 11) : « Le traitement par la CECA des abus de position dominante ressemble davantage au consensus d'avant-guerre qui consistait à corriger ces abus en contrôlant les pratiques et les prix futurs ». Les instruments juridiques dont disposait la CECA lui ont même permis, pendant les crises économiques et ce jusqu'en 2002 (année de fin du traité), d'organiser les marchés européens en fixant les prix, répartissant la production, mais aussi en encadrant les échanges extérieurs (Combe et alii 1993). On est loin d'une concurrence libre dans un marché ouvert.

Le traité de Rome s'intéresse à la concurrence loyale

Le traité de Rome fait suite à celui de la CECA et s'inspire de son esprit. La concurrence n'était pas un sujet d'importance pour les négociateurs de l'époque (Warlouzet 2007 et 2008, Wise 2007). Elle y figure toutefois sous plusieurs aspects spécifiques qui méritent d'être relevés.

D'une part elle apparaît sans ambiguïté comme un instrument au service des objectifs du traité. En effet l'article 3f (Encadré n°1), dans lequel se trouve mentionnée la référence principale à la concurrence, est inclus dans une liste d'instruments dont se dote la CEE pour atteindre ses objectifs (Art.

2), au rang desquels figure le développement harmonieux des activités économiques, mais aussi le relèvement du niveau de vie... Dans la lignée de ce qui a été évoqué dans les paragraphes précédents, la recherche de la concurrence est donc à la fois subordonnée à des objectifs qui lui sont extérieurs et un moyen d'action qui prolonge l'intervention des Etats. L'instrument peut toutefois être aussi interprété comme une sorte d'objectif intermédiaire, dans la mesure où il s'agit « d'établir un régime » de concurrence, donc d'atteindre un état d'organisation du marché jugé souhaitable, mais qui reste à déterminer. Du statut d'instrument objectif-intermédiaire qui doit être défini, à celui d'objectif en tant que tel, il n'y a qu'un pas que l'évolution de la doctrine communautaire franchira par la suite à de multiples reprises.

Cette conception est confirmée par le deuxième élément essentiel qui ressort du traité. Le traité de Rome veut établir un régime « où la concurrence est non faussée ». On aura remarqué que ne figure pas l'expression « libre et non faussée » qui est devenue célèbre par la suite. L'absence du qualificatif « libre » n'est pas anodine : la libre concurrence n'est pas la référence économique doctrinale des rédacteurs du Traité. Il ne s'agit pas ici de reconnaître les mérites de la concurrence sur un marché libre et décentralisé (Wise 2005), mais de pouvoir mettre sur un pied d'égalité les différentes entreprises qui auront accès au marché commun¹.

La concurrence « non faussée » se conçoit comme le prolongement du libre-échange et du principe international traditionnel de non discrimination. Le commerce provenant des pays appartenants à la CEE doit bénéficier du même traitement que celui accordé aux entreprises nationales (principe du traitement national). La concurrence « non faussée » doit aussi se comprendre comme le prolongement de la concurrence loyale qui figure dans les considérants du préambule du Traité (Encadré n°1) « loyauté dans la concurrence ».

La loyauté de la concurrence fait référence à la doctrine développée, notamment en France, mais également aux Etats-Unis (*fair competition*), qui vise à lutter contre les pratiques déloyales (Frison-Roche et al. 2006). Cette doctrine fait aussi prévaloir un lien entre traitement loyal des concurrents et cohésion de la collectivité (Wise 2005). Il

¹ Cela n'empêche pas des contemporains de considérer le traité de Rome comme « d'inspiration foncièrement libérale », (Bénard in Marchal 1968 p. 745).

Encadré n°1 : la concurrence dans le traité de Rome, 25 mars 1957 (extraits)

Première partie : Les principes(...)

Reconnaissant que l'élimination des obstacles existants appelle une action concertée en vue de garantir la stabilité dans l'expansion, l'équilibre dans les échanges et la loyauté dans la concurrence, (...) Article 2. La Communauté a pour mission, par l'établissement d'un marché commun et par le rapprochement progressif des politiques économiques des États membres, de promouvoir un développement harmonieux des activités économiques dans l'ensemble de la Communauté, une expansion continue et équilibrée, une stabilité accrue, un relèvement accéléré du niveau de vie et des relations plus étroites entre les États qu'elle réunit. Article 3. Aux fins énoncées à l'article précédent, l'action de la Communauté comporte, dans les conditions et selon les rythmes prévus par le présent traité :

- a) l'élimination, entre les États membres, des droits de douane et des restrictions quantitatives à l'entrée et à la sortie des marchandises, ainsi que de toutes autres mesures d'effet équivalent,
- b) l'établissement d'un tarif douanier commun et d'une politique commerciale commune envers les États tiers,
- c) l'abolition, entre les États membres, des obstacles à la libre circulation des personnes, des services et des capitaux,
- d) l'instauration d'une politique commune dans le domaine de l'agriculture,
- e) l'instauration d'une politique commune dans le domaine des transports,
- f) l'établissement d'un régime assurant que la concurrence n'est pas faussée dans le marché commun,
- g) l'application de procédures permettant de coordonner les politiques économiques des États membres et de parer aux déséquilibres dans leurs balances des paiements,
- h) le rapprochement des législations nationales dans la mesure nécessaire au fonctionnement du marché commun,

s'agit de maîtriser la forme de la compétition en limitant son étendue, y compris dans le domaine social. Dans cette perspective, l'harmonisation sociale, par exemple la création d'un salaire minimum, tout comme l'extension des conventions collectives, se justifient par la nécessité de limiter une

concurrence entre entreprises qui, en son absence, se révélerait inégale. Le salaire minimum est alors considéré comme un instrument de la politique de la concurrence (CSERC 1999 p. 34). Guy Mollet, avec l'appui des industriels français, tenta ainsi de faire de l'harmonisation des réglementations sociales et des mesures fiscales une condition *sine qua non* de l'intégration de marchés industriels (Joerges 2006 p. 257, Scharpf 2002).

Cette conception qui prévalait à l'époque de la rédaction du traité reste encore prégnante dans certains pays européens, comme en témoigne un arrêté relativement récent du conseil d'Etat du canton de Genève (encadré n°2). Dans cette perspective, le régime de concurrence recherché concerne moins les coûts salariaux de production, que la productivité, la qualité des produits et l'innovation. Cette orientation potentiellement ouverte dans le traité de Rome (CF. plus bas harmonisation), restera quasi lettre morte. On en retrouve toutefois la trace dans la directive détachement des travailleurs de 1996, adoptée dans la foulée de l'élargissement aux pays du sud méditerranéen. Cette préoccupation de compétition maîtrisée déborde du reste le cadre strict de la concurrence, puisque le considérant du traité de Rome évoqué plus haut (Encadré n°1) s'intéresse aussi à « l'équilibre dans les échanges ».

Encadré n°2 : Conventions collectives de la métallurgie du bâtiment 2001-2005 : point de situation (Canton de Genève)

Le Conseil d'Etat a adopté un arrêté remettant en vigueur l'arrêté d'extension des conventions collectives de la métallurgie du bâtiment. Satisfaisant pleinement aux conditions posées par la législation en la matière, cette décision permettra d'assurer des conditions de travail uniformes pour l'ensemble des travailleurs de la métallurgie du bâtiment, et par là, de renforcer leur protection sociale. Du point de vue patronal, cette convention renforce également la **loyauté de la concurrence**, en ce sens que celle-ci ne pourra pas s'exercer au travers du dumping salarial.
http://www.ge.ch/conseil_etat/2001-...

La loyauté, l'égalité dans la concurrence, supposent aussi que les conditions d'exercice de la production soient rapprochées dans les

pays appartenant au marché commun. Le traité met donc en place un mécanisme d'harmonisation qui prévoit le « rapprochement des dispositions qui ont une incidence directe sur l'établissement ou le fonctionnement du marché commun » (Art. 100-102). C'est un processus volontaire qui suppose un accord politique des Etats membres et requiert l'unanimité. Bien que ce soit largement resté lettre morte, le mécanisme s'intéresse également aux dispositions sociales (Art. 117) et particulièrement aux congés payés (Art. 120).

Au-delà du processus d'harmonisation qui est mis en place, le traité de Rome prévoit la surveillance des aides d'Etat susceptibles de créer des distorsions, c'est-à-dire d'engendrer une concurrence déloyale entre entreprises des pays membres.

Dans la lignée de celui de la CECA, le traité comporte enfin des dispositions contre les ententes et les pratiques restrictives (Art. 85), les abus de position dominante (Art. 86). Dans les années 1960 l'application de ces articles reste soumise au respect des objectifs généraux de la CEE, comme par exemple le progrès économique ou la compétitivité des entreprises européennes (Gerber 1998), ce qui en réduit la portée. Une illustration significative en est que le traité de Rome ne prévoit rien quant au contrôle des concentrations. Il faut souligner que le manque d'intérêt porté par les Etats aux questions pratiques de concurrence, mais aussi de consensus sur ces questions (Akman et al. 2010), conduira à laisser à la Commission la charge de définir leurs contours et leurs modalités d'application (Gerber 1998). Elle bénéficiera de cette latitude pour donner son véritable contenu à la politique de la concurrence, en s'appuyant notamment sur la doctrine ordolibérale (Bilger 2009, Denord 2008) ainsi que sur les décisions de la Cour de Justice des Communautés Européennes (CJCE) ².

Finalement on peut constater que Le traité de Rome fonde une communauté dans laquelle plusieurs logiques restent ouvertes. Outre les aspects déjà signalés, en témoigne également le lancement de la Politique Agricole Commune, dans laquelle les marchés sont entièrement administrés.

Le renforcement de la politique de la concurrence et son changement de statut a partir du marché unique

Le mouvement qui conduit au marché unique sera l'occasion de donner son statut actuel à la politique de la concurrence. Il reviendra au traité de Maastricht d'en affirmer la prééminence et d'en étendre les principes à un nombre plus large de domaines. A la surveillance traditionnelle des problèmes de fonctionnement des marchés, s'ajoutera en particulier une extension aux défaillances des interventions publiques qui servira notamment de fondement aux démarches de privatisation, précisément sous couvert « d'ouverture à la concurrence ». Au total, selon la formule de Joerges (2006 p. 260) « Politiquement et constitutionnellement, ce changement de perspective équivalait à une nouvelle ère. »

Le contrôle des concentrations qui devient du domaine communautaire, avait été volontairement écarté au moment du traité de Rome. Après « dix-sept années d'effort » (Wise 2007 p. 14) un règlement est publié en décembre 1989 créant un instrument nouveau entre les mains de la Commission.

Dans les années 1970 le contrôle avait été plutôt accommodant : entre 1958 et 1968 il n'y eut que cinq décisions négatives de la Commission portant sur des ententes (Akman et al. 2010). Le règlement de 1989 s'inscrit dans une volonté de durcissement, notamment en prévision des restructurations-fusions attendues comme conséquence du marché unique (Encadré n°3, considérant 5). Dans cet état d'esprit, il comporte deux différences majeures par rapport au traité de Rome : d'une part il introduit un contrôle a priori des opérations de concentrations ; d'autre part, plutôt que les abus de position dominante, il réprime toute création ou tout renforcement de position dominante. Il s'inscrit ainsi dans une conception statique et structuraliste de la concurrence, qui est confirmée par le fait que les entraves sont appréciées en référence à la « concurrence effective » (Riem 2008). La Commission devra ainsi surtout s'attacher à surveiller les structures de marché (nombre d'entreprises, parts de marché, existence ou non d'une position dominante...), plutôt que le comportement des entreprises. Dans cet état d'esprit de type « juridique », la concurrence est moins recherchée pour ce qu'elle permet d'atteindre, que comme un principe à respecter.

² Bien que la Cour soit devenue Cour de Justice de l'Union Européenne depuis l'entrée en vigueur du traité de Lisbonne, l'article continuera à utiliser l'appellation CJCE mieux connue.

Le contrôle des aides d'Etat est renforcé, il change également d'objectif.

Le traité de Rome avait prévu une surveillance des aides publiques, et en particulier la notification obligatoire des aides nouvelles, c'est-à-dire non antérieures au traité, (Frison-Roche 2006). Cette dernière était peu contraignante, et ce d'autant moins que rien n'était vraiment prévu pour la rendre effective. La Commission établissait principalement un état des aides publiques dans la CEE sous forme de rapports réguliers. Elle n'avait pas les moyens institutionnels d'aller plus loin (Combe et al. 1993, Akman et al. 2010). Le principe de la restitution des

Encadré n°3 : Règlement concentration 1989 considérants (extraits)

2. considérant que, en vue de la réalisation des finalités du traité instituant la Communauté économique européenne, l'article 3 point f) assigne comme objectif à la Communauté « l'établissement d'un régime assurant que la concurrence n'est pas faussée dans le marché commun » ;
3. considérant que cet objectif est essentiel dans la perspective de l'achèvement du marché intérieur prévu pour 1992 et de son approfondissement ultérieur ;
4. considérant que la suppression des frontières intérieures conduit et conduira à d'importantes restructurations des entreprises dans la Communauté, notamment sous forme d'opérations de concentration ;
5. considérant qu'une telle évolution doit être appréciée de manière positive parce qu'elle correspond aux exigences d'une concurrence dynamique et qu'elle est de nature à augmenter la compétitivité de l'industrie européenne, à améliorer les conditions de la croissance et à relever le niveau de vie dans la Communauté ;
6. considérant qu'il faut toutefois assurer que le processus de restructuration n'entraîne pas un préjudice durable pour la concurrence ; que le droit communautaire doit par conséquent comporter des dispositions applicables aux opérations de concentration susceptibles d'entraver de manière significative une concurrence effective dans le marché commun ou dans une partie substantielle de celui-ci ;

1. considérant que les articles 85 et 86, tout en étant applicables, selon la jurisprudence de la Cour de justice des Communautés européennes, à certaines concentrations, ne suffisent toutefois pas pour saisir toutes les opérations qui risquent de se révéler incompatibles avec le régime de concurrence non faussée visé par le traité ;(...)(14) considérant que le présent règlement doit établir le principe que les opérations de concentration de dimension communautaire qui créent ou renforcent une position ayant comme conséquence qu'une concurrence effective dans le marché commun ou une partie substantielle de celui-ci est entravée de manière significative doivent être déclarées incompatibles avec le marché commun ;

aides considérées comme indues, posé par la CJCE en 1973, ne fut véritablement mis en œuvre qu'à partir de 1985 (Combe et al. 1993). La fonction des rapports sur les aides publiques a alors quitté la perspective de la quantification et de la transparence, pour s'inscrire dans celle de leur réduction et même de leur disparition. En mars 1989, Leon Brittan vice-président de la Commission, évoquait ainsi dans une conférence la thématique du « bûcher des subventions ». Les transferts et subventions publics sont alors considérés comme créant intrinsèquement des distorsions sur les marchés. Une conception extensive des aides d'Etat est adoptée. Ce durcissement sera conforté par la CJCE, jusqu'à l'arrêt Altmark en juillet 2003, qui en posant quatre critères cumulatifs, mettra une limite à une évolution jusqu'alors sans rivage.

Maastricht, l'horizon indépassable de la concurrence libre dans un marché ouvert

Ces évolutions trouvent leur aboutissement dans le traité de Maastricht de 1992. C'est en effet à cette occasion que la concurrence se trouve consacrée, non plus seulement comme instrument pour atteindre les objectifs de l'Union, mais comme horizon indépassable de la politique économique. C'est aussi le traité de Maastricht qui pose les bases de la constitutionnalisation des politiques économiques.

Encadré n°4 : Traité de Maastricht 1992 (extraits)

(...)4) L'article suivant est inséré :
« Article 3 A 1. Aux fins énoncées à l'article 2, l'action des États membres et de la Communauté comporte, dans les conditions et selon les rythmes prévus par le présent traité, l'instauration d'une politique économique fondée sur l'étroite coordination des politiques économiques des États membres, sur le marché intérieur et sur la définition d'objectifs communs, et conduite conformément au respect du principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre.

Le traité ajoute en premier lieu un article 3A qui comporte la phrase selon laquelle la politique économique est « conduite conformément au respect du principe d'une économie de marché ouverte ou la concurrence est libre ».

L'expression se retrouve à plusieurs endroits du traité, notamment dans les articles consacrés à la politique économique et monétaire (CF. encadré n°5). Elle y est même complétée par l'idée qu'il s'agit là de favoriser « une allocation efficace des ressources ». D'une certaine façon les rédacteurs du traité donnent à la théorie économique de l'équilibre général un statut juridique européen. Ils lui accordent même une validité que les économistes ne lui reconnaissent plus, notamment depuis les travaux de Sonnenschein, Mantel et Debreu au début des années 1970 (Ackerman 2002, Lewbel 1994).

L'article 3A qui ne figure pas dans la rubrique « objectifs de l'Union », n'en définit pas moins un des objectifs que doit respecter la politique économique. Au delà d'un constat de fait sur la période du Marché Commun, du reste discutable (économie mixte), il contraint les politiques futures et retire aux populations la possibilité de décider de leur avenir, selon les voies qu'elles pourraient souhaiter. Dans ce sens il s'agit d'une expression de la volonté ordolibérale de constitutionnaliser le cadre économique. En outre, si les populations, du fait de leurs traditions nationales, peuvent avoir leur propre définition de ce qu'est une économie de marché, dans le cadre de l'UE c'est la CJCE qui se charge d'en définir les contours, et ce,

d'une manière fort extensive³. La conception communautaire, ne reconnaît pas le critère français marchand / non-marchand, ou à but lucratif ou non.

En second lieu, la fonction de la concurrence est également modifiée.

D'une part compte tenu de la rédaction du texte, le respect de la libre concurrence est un objectif qui s'impose aux Etats, alors qu'auparavant la politique de la concurrence visait principalement les entreprises. Autrement dit, alors qu'auparavant deux ordres également légitimes pouvaient coexister dans l'Union, l'ordre marchand (domaine des entreprises) et celui du non marchand (domaine des administrations), dorénavant l'ordre concurrentiel devient la référence prédominante. D'autre part la notion de concurrence « libre » (*free competition*) supplante celle de concurrence non faussée (*fair competition*)⁴. Le glissement de sens est révélateur : la concurrence n'est certes jamais totalement libre, mais la nouvelle expression lui accorde explicitement une plus grande plénitude. En éclipsant la référence à la loyauté, elle écarte aussi la possibilité d'attribuer un contenu moral ou social à la concurrence. Au total, on remarque que si la concurrence gagne en autonomie, l'action de l'Etat est parallèlement plus encadrée.

Finalement, le traité constitue la concurrence libre comme un droit supérieur fondateur d'un ordre concurrentiel dans l'UE.

Le projet traité constitutionnel parachèvement de l'ordre concurrentiel ?

Le projet de traité constitutionnel officialisait le changement de statut de la concurrence, déjà apparent dans le traité de Maastricht. Il comportait en effet, dans son article I-3 « les objectifs de l'Union », la mention selon laquelle l'UE offre à ses citoyens un marché intérieur où « la concurrence est libre et non faussée ». La concurrence libre devenait ainsi juridiquement un objectif de l'UE, au même titre que la paix et le bien être des peuples

³ « Une activité de nature économique [*i.e. de marché*] et une activité à but lucratif ou non qui implique des échanges économiques » (Frison-Roche et al. 2006 p. 42), c'est-à-dire qu'au sens de l'UE le marché est caractérisé par la confrontation (même potentielle) d'une offre et d'une demande. Seules les activités strictement régaliennes échappent à cette définition.

⁴ Comme les traités procèdent le plus souvent par juxtaposition, la mention de la concurrence non faussée reste présente dans l'article 3. La concurrence libre apparaît pour sa part à plusieurs endroits du traité.

(Encadré n°5).

Encadré n°5 : Projet traité constitutionnel (extraits)

ARTICLE I-3 Les objectifs de l'Union1. L'Union a pour but de promouvoir la paix, ses valeurs et le bien-être de ses peuples.2. *L'Union offre à ses citoyens un espace de liberté, de sécurité et de justice sans frontières intérieures, et un marché intérieur où la concurrence est libre et non faussée.*

POLITIQUE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIREARTICLE III-177*Aux fins de l'article I-3, l'action des États membres et de l'Union comporte, dans les conditions prévues par la Constitution, l'instauration d'une politique économique fondée sur l'étroite coordination des politiques économiques des États membres, le marché intérieur et la définition d'objectifs communs, et conduite conformément au respect du principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre. (...)*

LA POLITIQUE ÉCONOMIQUEARTICLE III-178*Les États membres conduisent leurs politiques économiques pour contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article I-3, et dans le contexte des grandes orientations visées à l'article III-179, paragraphe 2. Les États membres et l'Union agissent dans le respect du principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, favorisant une allocation efficace des ressources, conformément aux principes prévus à l'article III-177.*

Face aux oppositions et notamment au vote négatif des français, le texte fut modifié et devint le traité de Lisbonne, composé en réalité de deux documents (Traité sur l'Union Européenne et Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne). Sans pour autant faire disparaître la concurrence libre des articles consacrés à la politique économique et monétaire du traité sur le fonctionnement de l'UE (TFUE), sa mention est retirée de l'article consacré aux objectifs de l'Union dans le premier document. Cette modification n'est toutefois qu'apparente puisque le protocole n°27, qui lui est annexé avec la même valeur juridique, réintroduit la mention de la concurrence non faussée en référence à l'article évoqué (Encadré n°6).

Au total, si la modification apparaît cosmétique, elle n'en est pas moins symbolique. Cet aller et retour est significatif du fait que le statut quasi constitutionnel acquis par la concurrence l'a été de façon subreptice, qu'il ne peut apparaître au grand jour sans heurter l'opinion publique. En novembre 2007, Mme Kroes, Commissaire à la concurrence, a ainsi été amenée à rappeler que la concurrence n'est « pas une fin en soi » (Riem 2008 p. 75).

Encadré n°6 : protocole (n° 27) sur le marché intérieur et la concurrence

LES HAUTES PARTIES CONTRACTANTES, COMPTE TENU du fait que le marché intérieur tel qu'il est défini à l'article 3 du traité sur l'Union européenne comprend un système garantissant que la concurrence n'est pas faussée, SONT CONVENUES qu'à cet effet, l'Union prend, si nécessaire, des mesures dans le cadre des dispositions des traités, notamment l'article 308 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Le présent protocole est annexé au traité sur l'Union européenne et au traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Conclusion

Au terme de cette étude rétrospective on aura pu constater que la politique de la concurrence était effectivement présente dans le traité de Rome, mais que, depuis, elle a changé de dimension et d'orientation. A une concurrence auxiliaire de l'action de l'Etat a succédé une concurrence principe ordonnateur de l'action publique, auquel même l'Etat doit se plier, et qui cherche à encadrer définitivement la politique économique. Ce nouveau statut fait débat, la disparition apparente de la concurrence de l'article 3 du traité de Lisbonne en est une illustration.

Références

- Ackerman. F, (2002) « Still dead after all these years : interpreting the failure of the general equilibrium », *Journal of Economic Methodology*, vol. 9 :2 pp.119-139.
- Akman. P Kassim. H (2010) "Myths and Myth-Making in the European Union : The Institutionalization and Interpretation of EU Competition Policy", *Journal of Common Market Studies*, Volume 48. Number 1. pp. 111–132.
- Bilger. F (2009) « Idées et intérêts dans la construction économique européenne », Petites Affiches – La Loi – Le Quotidien Juridique n° spécial « L'ordre constitutionnel économique » le 22 janvier 2009, pp. 8-14.
- Combe E, Fayolle J, Milewski F, (1993) « La politique industrielle communautaire », *Revue de l'OFCE* N°43, 1993. pp. 399-454.
- Conant. L (2007) "Review Article : The Politics of Legal Integration", *Journal of Common Market Studies*, Volume 45 Annual Review pp. 45–66.
- CSERC (1999), « Le SMIC », rapport remis le 2 avril.
- Denord. F (2008) « Néo-libéralisme et « économie sociale de marché » : les origines intellectuelles de la politique européenne de la concurrence (1930-1950) », *Histoire Economie et Société* Vol. 1 pp.23-33.
- Dumez H Jeunemaître A, (1992) « L'État et le marché en Europe. Vers un État de droit économique ? » *Revue française de science politique*, Volume 42, Numéro 2 p. 263 – 274.
- Frison-Roche. M-A Payet. M-S, (2006) « Droit de la concurrence », Dalloz.
- Gerber, D (1998), "Law and Competition in Twentieth Century Europe : Protecting Prometheus", Oxford University Press, Oxford.
- Joerges. C (2006) « La constitution économique européenne en processus et en procès », *Revue Internationale de Droit Économique*, 2006/3, pp. 245-284.
- Leucht B et Seidel K, (2008), « Du Traité de Paris au règlement 17/1962 : ruptures et continuités dans la politique européenne de concurrence, 1950-1962 », *Histoire, économie & société*, n°1, 2008.
- Lévy-Lambert H (1969) « La vérité des prix », Points Seuil.
- Lewbel. A (1994), "An examination of Werner Hildenbrand's market demand", *Journal of Economic Literature*, vol 32, pp.1832-41.
- Marchal A (1968). « Le secteur public et l'économie de marché dans la C.E.E. » *Revue économique*, Volume 19, n°5, pp. 737-764.
- Règlement (CEE) n° 4064/89 du Conseil, du 21 décembre 1989, relatif au contrôle des opérations de concentration entre entreprises
- Riem. F (2008) « Concurrence effective ou concurrence efficace ? L'ordre concurrentiel en trompe l'œil », *Revue Internationale de Droit économique*, 2008/1, pp. 67-91
- Scharpf. F (2002) The European Social Model : Coping with the Challenges of Diversity, *Journal of Common Market Studies* 2002 Volume 40. Number 4. pp. 645–70
- Tabellini G. et Wyplosz C. (2004), « Réformes structurelles et coordination en Europe », rapport du Conseil d'analyse économique, n°51, La documentation française.
- Warlouzet L. (2007), « La France, la construction européenne et les limites de la conversion à la « libre concurrence » (1945-1992), *Parlement(s)* 2007/3, Hors-série, p. 25-37.
- Warlouzet. L (2008) « Europe de la concurrence et politique industrielle communautaire La naissance d'une opposition au sein de la CEE dans les années 1960 », *Histoire, économie & société* n°1.
- Wise M. (2005), « Droit et politique de la concurrence en France », *Revue de l'OCDE sur le droit et la politique de la concurrence* n°1, Vol 7 pp. 7-91.
- Wise M. (2007), « Droit et politique de la concurrence dans l'Union européenne », *Revue de l'OCDE sur le droit et la politique de la concurrence* n°1, pp. 7-98.

Les partenariats publics-privés dans le financement de l'entrepreneuriat

Gabriel Bissiriou*

S'agissant du noyau triptyque entrepreneuriat-développement économique-institutions, la question du gap financier que subit l'entrepreneur dans son accès aux structures externes de financement appelle à faire évoluer les rôles respectifs des investisseurs privés et publics dans le financement de l'entrepreneuriat, acteur central dans la création et la diffusion de l'innovation, et dans le processus de « destruction créatrice » de Schumpeter (1934).

Cet article a trois objectifs. D'abord, souligner l'importance du lien entre la propension à entreprendre et les trois phases du développement économique de Porter et al. (2002, 2008)¹, ensuite, montrer l'insuffisance de l'offre privée et la diversité de l'offre publique dans l'atteinte de leurs objectifs respectifs, enfin, explorer les solutions possibles d'une approche intégrative par les partenariats publics-privés dans le financement de l'entrepreneuriat, notamment dans les phases d'éclosion de l'entrepreneuriat.

Les liens entre entrepreneuriat et niveaux de développement

Ces liens entrepreneuriat-niveaux de développement peuvent être analysés, d'abord quantitativement, ensuite qualitativement.

Quantitativement

Les études du *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM)² évaluent systématiquement

deux types d'entrepreneuriat : le niveau d'activité des *start-ups* (créations d'entreprise) et la prévalence des jeunes entreprises innovatrices (JEI) ayant survécu à cette phase de création. D'une part, l'activité de création (*start-up*) est mesurée par la proportion, dans chaque pays, de la population adulte (18-64 ans) actuellement engagée dans le processus de création d'entreprise. D'autre part, la proportion d'adultes dans chaque pays engagée dans la gestion d'une JEI de moins de 42 mois mesure la présence de nouvelles firmes. Le modèle GEM sert à interpréter à la fois le processus de collecte de données et à fournir un schéma d'explication théorique et politique (Levie et Autio, 2008). Les conclusions de ces études confortent les résultats de Porter et al (2002, 2008) sur le fait que l'économie globalisée se décompose en trois niveaux de développement dont le *factor-driven stage* (1er stade), le *efficiency-driven stage* (stade intermédiaire) et le *innovation-driven stage* (stade ultime) et qu'afin de comprendre l'entrepreneuriat dans tous ces trois niveaux, les données entrepreneuriales doivent refléter les étapes du développement. Ce moyen passe de simples mesures de l'entrepreneuriat à travers les pays illustrant une relation *U-shaped* (courbe en U) à des mesures plus complexes qui sont positivement liées et sont *S-shaped* (courbe en S). En d'autres termes, l'entrepreneuriat de nécessité serait davantage le fait de la phase initiale du développement (*factor-driven stage* : pays en développement) que de la phase intermédiaire (*efficiency-driven stage* : pays émergents) qui développe progressivement un entrepreneuriat de gestionnaires de grandes firmes, la 3ème phase (*innovation-driven stage* : pays industrialisés) où règne pleinement l'esprit d'initiative et d'innovation propice à

¹ Cf. Porter, Sachs, McArthur (2002), "Executive summary : Competitiveness and stages of economic development", in M. Porter, J. Sachs, P.K. Cornelius, J.W. Mc Arthur & K. Schwab (Eds), *The Global Competitiveness Report 2001-2002* (pp. 16-25), New York Oxford University Press. Cf aussi Porter M.E. & K. Schwab (2008), *The Global Competitiveness Report 2008-2009*, Geneva, Switzerland ; World Economic Development. Cf également Porter M.F. et K. Schwab (2008), *The Global Competitiveness Report 2008-2009*, Genève, Suisse, Forum Economique Mondial.

² Le programme de recherche du GEM est une évaluation annuelle du niveau national de l'activité entrepreneuriale. Initié en 1999 avec 10 pays, il couvre plus de 60 pays (pays industrialisés, pays émergents et pays en développement) en 2008. Ce programme de recherche se base sur l'évaluation harmonisée du niveau national d'activité entrepreneuriale des pays membres pour explorer le rôle de l'entrepreneuriat dans la croissance économique nationale.

* Docteur en économie

l'avènement d'une économie de la connaissance et d'entrepreneuriat d'opportunité.

Ce modèle de la courbe en U a des limites dans la mesure où il est utile pour le déclin de l'entrepreneuriat de survie (travailleur indépendant) dans les comparaisons entre pays en développement (PED), mais moins utile pour expliquer l'entrepreneuriat dans sa diversité et dans les transitions entre les différentes phases (Acs et Amoros, 2008). La preuve en est des interrogations qu'elle suscite quant à son efficacité explicative (Carree et al., 2007).

Cet indice complexe du GEM intègre, non seulement des mesures quantitatives de l'entrepreneuriat, mais également des mesures qualitatives des différences institutionnelles permettant d'estimer l'impact de l'entrepreneuriat sur le développement économique des pays membres. C'est l'objet de l'analyse qualitative du lien entre les attitudes, activités et aspirations entrepreneuriales.

Qualitativement

La transition d'une phase à l'autre nécessite une variété de conditions institutionnelles qui affectent la nature multiforme de l'entrepreneuriat (accès au financement, à l'éducation et à la formation, au transfert de R-D et aux technologies, accès aux structures publiques et privées de soutien et aux cultures d'entreprise, etc). Ces conditions environnementales affectent, selon certains auteurs (Hessels, Van Gelderen et Thurik, 2008 ; Acs et Szerb, 2008), trois composantes essentielles à l'épanouissement de l'entrepreneuriat : les attitudes, l'activité et les aspirations entrepreneuriales. Les *attitudes entrepreneuriales* (légitimité de l'entrepreneuriat en société) peuvent influencer l'activité entrepreneuriale, mais peuvent être aussi influencées par cette dernière.

En d'autres termes, si les attitudes nationales envers l'entrepreneuriat sont positives, celles-ci généreront des soutiens culturels, des aides, des ressources financières et des réseaux bénéfiques à des entrepreneurs établis et potentiels. L'*activité entrepreneuriale* est multiforme, mais un aspect important reste la propension d'une population à créer de nouvelles entreprises, à la fois en termes absolus et relatifs, comparée à d'autres activités économiques telles que la fermeture d'entreprises. Différents types

d'activité entrepreneuriale peuvent être distingués, si l'on considère le monde des *business models* actuels : par exemple, la création d'entreprise peut varier selon le secteur industriel, selon la taille de l'équipe fondatrice, ou selon le degré d'indépendance, ou encore selon la démographie des créateurs, tel que le genre, l'âge ou le niveau d'éducation. L'activité entrepreneuriale est plus perçue comme un processus que comme un événement. C'est la raison pour laquelle le GEM mesure les intentions entrepreneuriales et les activités naissantes d'entreprises nouvelles et établies par le taux de création d'entreprise ajusté par les fermetures d'entreprises. L'examen de multiples composantes de l'activité entrepreneuriale permet aussi d'explorer les différences dans le processus entrepreneurial aux trois stades principaux du développement économique des pays. Par exemple, l'activité de nouvelles entreprises est censée être élevée dans les économies à *factor-driven* parce qu'elle est motivée par une économie de nécessité. Par contre, la proportion d'entrepreneuriat d'opportunité est censée être plus élevée dans les pays industrialisés en *innovation-driven* stage que dans les économies à *factor-driven* et à *efficiency-driven*. L'*aspiration entrepreneuriale* reflète la nature qualitative de l'activité entrepreneuriale. Par exemple, les entrepreneurs diffèrent dans leurs aspirations à introduire de nouveaux produits ou processus, à s'engager dans de nouveaux marchés, à élaborer une organisation et à financer sa croissance avec des capitaux externes.

La réalisation de ces aspirations affecte l'impact économique de ces activités entrepreneuriales. Les produits et processus d'innovation, l'internationalisation et la recherche d'une croissance élevée sont considérés comme les traits majeurs d'une forte aspiration entrepreneuriale. Différentes études empiriques ont montré que les aspirations entrepreneuriales sont de meilleurs prédicateurs de résultats (Cassar 2007 ; Wiklund et Shepherd 2003). Ils ont estimé un modèle à deux équations expliquant les aspirations entrepreneuriales en utilisant des variables socio-économiques. Un de leurs résultats est que les pays industrialisés à fort taux d'aspirations entrepreneuriales tendent à avoir des taux plus élevés de création d'emplois et d'entrepreneuriat orienté vers l'exportation.

En définitive, cette revue de la littérature sur le lien entre entrepreneuriat-développement

économique-institutions montre que, pour comprendre l'entrepreneuriat à travers les trois stades de développement d'une économie globalisée, il est nécessaire d'évoluer :

- d'une part, de l'utilisation d'instruments de mesures insuffisants illustrant la relation de la courbe en U (U-shaped curve) vers des instruments de mesure plus complexes qui soient positivement liés aux différents niveaux de développement et qui soient sous forme de S-shaped curve,
- d'autre part, d'une analyse quantitative vers une analyse plus qualitative sur l'impact (direct et indirect) des différents contextes institutionnels nationaux sur les différents types d'attitudes, activités et aspirations entrepreneuriales selon les différents stades de développement économique, ceci grâce à l'affinement des instruments de mesure qualitatifs.

En d'autres termes, pour les pays industrialisés en *innovation-driven stage*, les politiques publiques peuvent positivement influencer l'entrepreneuriat dans ses dimensions micro et macro-économiques, en stimulant l'éducation entrepreneuriale, l'investissement, et le commerce international pour faciliter la diffusion d'innovation par l'exportation et en apportant des soutiens conséquents à quelques champions sectoriels. Par ailleurs, les pays en phase de *factor-driven* devraient s'acheminer vers la phase d'*efficiency-driven* en se préoccupant davantage d'instaurer des environnements institutionnels et macro-économiques stables et en augmentant la capacité entrepreneuriale, notamment dans l'absorption des transferts de technologies et de savoir-faire. A ce sujet, l'étude des conditions institutionnelles et environnementales est particulièrement utile à l'élaboration de politiques publiques adéquates, parce que les entrepreneurs sont plus rapidement sensibles aux réformes politiques, à la différence des facteurs microéconomiques qui peuvent exiger de temps de réaction.

Parmi les différents mécanismes institutionnels existants, nous avons choisi d'étudier l'adéquation des fonds externes aux besoins financiers et attentes de l'entrepreneuriat dans les trois phases de développement des pays membres du GEM. Face à l'insuffisance de l'offre de fonds privés et à la diversité de celle des fonds publics, nous tenterons d'explorer une des solutions possibles, celle d'une approche intégrative

par les partenariats publics-privés dans le financement des phases d'éclosion de l'entrepreneuriat.

L'insuffisance de fonds privés et la diversité des fonds publics dans le financement de l'entrepreneuriat

L'insuffisance de fonds privés

Dans la littérature sur la finance entrepreneuriale (Pfeffer et Salancik, 1978 ; Castrogiovanni, 1991 ; Specht, 1993), plusieurs sources alternatives de fonds externes destinés aux nouvelles entreprises et PME ont été analysées. Bien que l'autofinancement soit considéré comme étant la principale source de financement dans les premières phases de création de l'entreprise, des sources alternatives de fonds tels que les banques, les sociétés de capital risque (*venture capital companies*) et les investisseurs informels (notamment les *business angels*) semblent jouer des rôles plus ou moins importants selon les phases de création, croissance ou maturité de l'entreprise.

De ces trois sources externes de financement, seule la disponibilité de l'investissement informel (regroupant les membres de la famille de l'entrepreneur, ses amis et les *business angels*) contribue de manière significative à la propension entrepreneuriale. La disponibilité de cette forme d'investissement de proximité semble déterminante à l'éclosion de l'entrepreneuriat d'opportunité et au développement d'activités entrepreneuriales à haut potentiel de croissance (Wetzel, 1983 ; Masson et Harrison, 2000 ; Autie et al., 2003). Inversement, la disponibilité des prêts bancaires et des investissements en *venture capital* (VC) s'est révélée statistiquement insignifiante pour ces deux types d'entrepreneuriat, du fait du risque élevé des projets ou d'activités en amont du cycle de croissance (recherche, faisabilité, prototypes et démarrage). Si l'investissement en *venture capital* varie de 0,01 % à 0,4 % du PIB dans 27 pays membres du GEM, l'investissement informel s'élève par contre à 2,5 % du PIB dans la plupart de ces mêmes pays, avec une moyenne de 1 % du PIB dans l'ensemble des 43 pays membres. Bien que l'investissement en VC soit considéré comme n'expliquant pas de manière significative le niveau national de propension entrepreneuriale, ceci ne doit pas sous-estimer l'importance de ce type d'investissement formel dans le financement

de jeunes pousses innovatrices (*start-ups* dans les secteurs spécialisés de hautes technologies tels que les NTIC et les biotechnologies) (Bygrave et Hunt, 2004).

L'insignifiance statistique de la disponibilité de l'endettement bancaire semble confirmer l'affirmation de la littérature théorique selon laquelle les problèmes d'asymétrie d'information et d'aléa moral limitent l'accès des nouveaux entrepreneurs (dépourvus de suretés réelles et d'antécédents professionnels) à cette source de financement.

Si, en dépit de l'importance de l'investissement informel (famille, amis et *business angels*) et de l'investissement VC dans les premières phases de développement des PME, l'offre de capital privé reste insuffisante pour augmenter la propension entrepreneuriale, les attentes que l'on place actuellement dans le capital-investissement (*private equity*) se nourrissent-elles d'espoirs raisonnables ou d'illusions, dans ce contexte des débats de l'après-crise ?

La globalisation financière des marchés, le développement des produits dérivés et des NTIC ont élargi le champ des investissements en capital à la notion de capital investissement (*private equity*) qui se rapproche davantage des investissements à rentabilité de long terme, plus adaptés au financement de l'entrepreneuriat davantage porteur de projets à moyen et long terme. Le terme générique de *private equity* désigne l'ensemble des activités ayant pour trait commun d'investir dans des sociétés non cotées (notamment les PME) et d'en épauler étroitement le management. Le *private equity* est une notion plus large que le capital-risque et recouvre notamment le capital d'amorçage (*seed capital*), le capital-risque (*venture capital*) ou capital-crédation (*start-up* et *early stage*) qui finit par organiser sa sortie du capital après l'obtention d'un retour sur investissement, soit après l'introduction en bourse réussie du *start-up* (*initial public offering, IPO*), soit par sa vente à d'autres entreprises ou groupes dans le cadre des stratégies de fusion-acquisition, le capital-développement (*expansion stage*) et le capital-reprise ou transmission (*Leverage buy out, LBO*).

Ce *private equity*, qui couvre pratiquement la totalité du processus de développement de l'entreprise, a ceci de déterminant, c'est qu'il intervient bien plus en amont et de manière plus importante que les banques dans les phases de développement. La question est de savoir s'il est réellement capable de prendre

d'avantage de risques que les banques ? Deux logiques d'investissement s'opposent :

- celle d'une industrie assez normée vivant de fonds d'investisseurs avides de rendements plus élevés que la moyenne boursière, sacrifiant les investissements à long terme (Stein, 1988) au profit d'une approche conventionnelle de l'innovation, fondée sur quelques réussites communément partagées (Google, Intel, Fed Ex, etc) (phases de croissance et de maturité) ;
- Celle d'une industrie capable, avec l'aval des pouvoirs publics, de pouvoir remplir des missions d'intérêt général de détection des talents et des projets les plus porteurs (phases d'amorçage et de création, *early stages*).

Tout dépendra des formes de partenariats publics-privés (PPP) capables de relever ce défi dans ce contexte de la finance globalisée d'après-crise et de la recherche du financement du long terme au détriment de la rentabilité du court terme. Pour ce faire, l'offre de fonds privés et publics pourrait être considérée dans les deux cas comme un investissement productif. Afin d'explorer les possibilités de développement de ces types de PPP, il convient d'analyser l'adéquation de l'offre publique à l'augmentation de la propension entrepreneuriale.

L'apport des fonds publics

Bien que la baisse annuelle de l'activité des *business angels* et des sociétés de *venture capital* dans les autres pays du G7 ne soit pas aussi forte qu'aux Etats-Unis et qu'au Royaume-Uni en 2009, suite à la crise de septembre-octobre 2008, il n'en reste pas moins que les logiques de marché de ces deux types d'investisseurs ne permettent pas de répondre de manière satisfaisante aux besoins en fonds propres et conseils des jeunes entreprises en phases d'amorçage et de création. D'où l'intérêt d'apprécier l'apport de l'offre publique pour pallier les insuffisances de l'offre privée. Dans cette perspective, la plupart des pouvoirs publics ont joué un rôle actif dans le financement des premières phases de création de jeunes entreprises innovatrices (JEI) ces dernières décennies. Bien que les structures précises de ces programmes diffèrent selon les pays (Etats-Unis, pays européens et asiatiques), les efforts se sont basés sur deux types d'hypothèses : i) que l'offre privée de fonds propres reste insuffisante pour financer les créations, et ii) que les pouvoirs publics peuvent identifier les entreprises dans lesquelles les investissements

sont censées générer de hauts rendements sociaux et/ou privés ou encourager les acteurs privés capables de les réaliser (Lerner, 1998).

Contrairement aux différentes formes d'interventions publiques destinées à stimuler la croissance qui ont suscité l'intérêt des économistes (tels que les programmes de privatisation), la littérature économique est restée très discrète sur l'efficacité de leurs modes de fonctionnement (à quelques rares exceptions, Klenow, 1996 ; Lerner 1996 ; Wallsten, 1996 ; Lerner, 1998).

Au-delà du consensus général sur la nécessité de poursuivre les efforts publics en faveur de la recherche et de l'innovation, la diversité des stratégies élaborées par les pays témoigne de leurs soucis légitimes de répondre aux besoins d'adaptation de leurs entreprises (notamment les PME) à la nouvelle donne mondiale (nouveaux mécanismes de production et de diffusion du savoir et de la technologie). Qu'il s'agisse de privilégier la voie indirecte des allègements fiscaux (crédit d'impôt-recherche et capital-risque pour les Etats-Unis), ou celle directe des subventions ou avances remboursables (France), aucun système d'intervention publique ne semble avoir réellement résolu le problème. L'alternance des périodes de crise et de croissance a plus ou moins ranimé les débats entre les bienfaits de l'Etat-Providence et l'Etat-gendarme du marché, malgré l'abondance des moyens alloués.

En termes d'abondance des moyens utilisés par les différents pays industrialisés, l'effet de levier des dispositifs est généralement observé avec plus ou moins de succès dans l'ensemble des pays concernés, avec une avance relativement reconnue du dispositif américain sur les autres. Si le dispositif américain d'aide publique, basé sur sa subsidiarité à l'offre privée du capital-risque, est considéré comme « *une machine à créer des emplois et des entreprises* » et que l'explication tient au système des SBA/SBIR³ et des incitations fiscales, celui des pays européens, fondé sur des subventions, exonérations et garanties publiques, ne connaît actuellement aucune ampleur comparable (Lorenzi et Villemeur, 2009). Qu'il s'agisse du système allemand qui

dispose de plus de 800 programmes régionaux et fédéraux de financement de JEI, ou qu'il s'agisse du système français qui dispose aussi des plusieurs instruments tels que les interventions d'OSEO en garantie de concours bancaires (garantie Sofaris) en cofinancement de crédits bancaires, escomptes de créances publiques, d'avances remboursables et de quasi-fonds propres, ou les engagements de la CDC-Entreprises, filiale de la Caisse des dépôts, en faveur du capital-risque et du capital-investissement destinés principalement aux investissements technologiques (France-Investissement créé en 2006) et aux fonds d'investissement régionaux (FCPI), sans oublier les efforts d'autres pays européens dans le sillage de la stratégie de Lisbonne (2000, 2004), les intentions européennes sont réelles mais les résultats restent encore en-dessous des performances américaines.

En termes d'analyses empiriques de l'efficacité des différents instruments utilisés des deux côtés de l'Atlantique, l'évaluation de leurs succès semble difficile en l'absence d'analyse comparative avec des entreprises créées sans l'assistance de ces dispositifs⁴. De fait, la plupart des études disponibles se sont basées sur des bases de données fournies par les bénéficiaires ; il y a très peu de tentatives de traitement de la question de la performance sur la base de comparaison de données opposées, excepté l'étude de Lerner (1999). Il a comparé 1435 bénéficiaires du soutien des SBIR à un échantillon correspondant d'entreprises non bénéficiaires sur une période de post-allocation de dix ans. Comme la plupart des entreprises sont privées, il n'a pas pu analyser leur rentabilité, mais il a trouvé que les entreprises bénéficiaires des subventions des SBIR se développent ensuite plus rapidement que les autres. Il a attribué certains de cet effet de « label de qualité » au gouvernement qui a permis aux entreprises bénéficiaires de collecter en même temps des fonds d'autres sources privées⁵. Par ailleurs, beaucoup d'observateurs perçoivent la croissance de l'industrie du capital risque (*venture capital*, VC) spécialement aux Etats-Unis comme une solution de « libre marché » aux problèmes de financement des JEI (*start-ups*) en termes de

³ En complément du système de la SBA (Small Business Administration) créée en 1953 pour gérer les aides aux PME, le gouvernement américain a créé en 1982 un programme d'amorçage technologique, la SBIR (Small Business Innovation Research) qui encourage les chercheurs à créer de jeunes pousses et les PME existantes à explorer leur potentiel technologique, mais incite également à la commercialisation de produits innovants.

⁴ Pour une revue complète des programmes des SBIR incluant des études de cas, voir le *National Research Council*, 1998.

⁵ Voir aussi Spivack (2001) pour d'autres études de tels programmes, incluant des études européennes ; voir également David, Hall et Tirole (2000) et Klette et al. (2000) pour des études de l'évaluation des programmes de R-D en général.

réduction de l'asymétrie d'information et d'aléa moral. Quant à beaucoup de programmes européens, ils ont, parmi leurs objectifs, la fourniture de fonds d'amorçage (*seed capital*) et l'encouragement d'une industrie VC qui traite les besoins des JEI. Mais le constat est que, si les montants VC disponibles aux Etats-Unis et en Europe sont à peu près comparables, l'allocation relative aux nouvelles entreprises (*seed money* et *start-ups*) en Europe sont beaucoup plus bas, en dessous de 10 % en Europe en 2003 par rapport à 27 % aux Etats-Unis. Des montants comparables ont été utilisés pour financer différents types de rachats d'entreprises (GEM, 2008). Aux Etats-Unis, l'industrie VC consiste en un pool de fonds spécialisés (provenant en général d'investisseurs privés) qui sont gérés et investis dans des compagnies par des individus qui les connaissent bien. En principe, l'idée est que les gestionnaires d'investissement soient mieux informés et que l'aléa moral soit minimisé.

C'est dans cadre de la relation d'agence entre la firme et les investisseurs extérieurs que nous nous plaçons pour étudier la forme de contrat optimal de financement de l'entrepreneuriat.

Le contrat d'agence entre entrepreneurs et investisseurs

Dans le cadre de la relation entre d'agence entre l'entrepreneur et les investisseurs extérieurs, la littérature *théorique* sur le financement des JEI (*start-ups*) s'intéresse essentiellement à la forme de contrat optimal de financement entre l'entreprise et la société VC et étudie les mécanismes incitatifs à élaborer pour résoudre les problèmes d'aléa moral. Ces problèmes d'aléa moral pouvant résulter de la non-observabilité de l'effort fourni par l'entrepreneur, ou par les deux catégories d'acteurs (l'entrepreneur et la société VC) (Keuschnigg et Nielsen, 2003 ; Hellman, 2002), ou encore de problèmes d'aléa moral *ex post* tel que l'habillage de bilan (Cornelli et Yosha, 2002). Ces études théoriques s'intéressent à deux voies de recherche fécondes : d'un côté, celle portant sur la question du partage des droits financiers et de l'attribution des droits de contrôle, de l'autre celle mettant en évidence l'intérêt de l'usage des dettes convertibles (Dewatripont et al., 2003) et du financement séquentiel (Bergemann et Hege, 1998).

Si la première voie considère que le partage des titres financiers doit garantir à l'entrepreneur et à la société VC une

rémunération suffisante pour mieux les impliquer dans la réussite du projet, et que l'attribution des droits de contrôle permet à la société VC d'intervenir dans la gestion de l'entreprise et de favoriser l'éviction parfois du fondateur en cas de performances insuffisantes (Lerner, 1995 ; Hellmann, 1998).

La seconde voie considère d'une part, que le financement par étapes permet à la société VC de menacer l'entrepreneur de ne pas poursuivre le financement à l'étape suivante si les résultats intermédiaires ne sont pas suffisants. Cette contrainte peut, non seulement amener l'entrepreneur à adopter un comportement maximisant les objectifs préalablement définis, mais aussi à favoriser un comportement de court terme (à savoir réussir les objectifs intermédiaires) ou encore à maquiller son bilan pour éviter l'arrêt du financement ; d'autre part, l'usage des dettes convertibles en actions permet de limiter ce type de comportement (aléa moral) de la part de l'entrepreneur. Si les résultats sont bons, la société VC exerce son option de conversion et devient détentrice d'une fraction du capital de l'entreprise (Cornelli et Yosha, 2002). En d'autres termes, le contrat VC ici est un modèle complexe hybride dettes-fonds propres qui ressemble plus à une dette lorsque l'entreprise n'assume pas (donnant le contrôle à la société VC) et ressemble plus à des fonds propres lorsque l'entreprise se comporte bien (gardant le contrôle avec de parfaits mécanismes d'incitation).

D'un point de vue *empirique*, Kaplan et Stromberg (2002) ont procédé à une étude détaillée des instruments financiers et des instruments de contrôle dans les contrats effectivement passés aux Etats-Unis entre les sociétés VC et les entreprises qu'elles financent. Ils soulignent que le financement par capital VC se fait souvent par le biais des obligations convertibles. Par contre, Bottazi, Da Rin et Hellmann (2004) observent qu'en Europe, les instruments financiers semblent plus classiques dans la mesure où la majorité des financements des JEI se font sous forme d'actions. Ces résultats corroborent la différence substantielle dans la structure des fonds VC entre les deux côtés de l'Atlantique. Les institutions financières (essentiellement les fonds de pension) sont de loin les plus grands contributeurs aux Etats-Unis (près des 2/3 des fonds d'investissement) (61 % aux Etats comparés à 31 % en Europe en 2000), tandis que les institutions financières européennes (dominées par les banques) (32 % en Europe contre 23 % aux Etats-Unis en

2000), les grands groupes européens contribuent à hauteur de 10 % (ces fonds captifs ayant plus que doublé depuis 1997) et les subventions publiques européennes pour 5 % comparé aux Etats-Unis où les chiffres avoisinent respectivement les 4 % et 0 % en 2000 (Bozatti et al., 2004). La stabilité de la part des fonds d'investissement institutionnels américains (moyenne d'environ 61 % depuis 1991) et la non existence virtuelle de subventions publiques américaines (les SBIC n'étant pas considérées comme des sociétés VC) sont est un signe de maturité de ce marché aux Etats-Unis.

Conclusion

Ce constat de faible maturité des fonds VC en Europe, en dépit de la création d'Euronext et de sa fusion avec le *New York Stock Exchange* (NYSE) nous amène à nous interroger sur la traditionnelle distinction entre le modèle anglo-saxon (à dominance marché) et le modèle rhénan (à dominance bancaire). L'utilisation de la relation d'agence *Multiple Principals-agent* à travers le partenariat public-privé dans le financement de l'entrepreneuriat constitue une voie de recherche féconde dans la prise en compte de la stratégie de ces différents acteurs du long terme.

La mort sur gage ou l'amorce du partage

Gilles Lambert*

Une analyse de notre crise : un système injuste et généralisé de répartition de la richesse déjà très ancien doublé d'une inconscience libérale décomplexée.

Est-ce bien une crise financière que nous vivons, ou bien plutôt, bien en amont, une crise du mode de la répartition de la richesse créée dans le modèle qui la génère et que nous appelons capitalisme ? En réalité ce concept recouvre à la fois ce qui en fait l'essence, c'est-à-dire le principe de propriété privée, mais aussi très souvent lorsqu'on l'évoque s'y ajoute la notion de liberté (d'entreprendre, de licencier..). Dans des sociétés tribales ou traditionnelles, Lévi Strauss nous aurait montré que ces deux dimensions ne vont pas de soi dans les organisations humaines. Mais nos sociétés modernes sont ainsi faites depuis plus d'un siècle et demi. La question de la mort d'un système et de sa mutation ne doit donc pas faire l'économie d'un débat sur les libertés et sur la propriété privée. On l'oublie trop souvent et certains philosophes, plus que les économistes d'ailleurs, nous le rappellent à juste titre (Alain Badiou et son communiste humaniste ou Bernard Stiegler et son économie de l'échange pour l'exemple de la France). Les travaux de Amartya Sen, lauréat en 1998 du Prix Nobel d'Économie, devraient nous interpeller. Cet économiste nous expliquait déjà il y a trois décennies que les causes de la famine sont à rechercher dans l'absence de liberté plus que dans l'évolution démographique. Mais laissons là ces réflexions qu'il conviendra de reprendre un jour prochain pour nous concentrer sur la question initiale du diagnostic de notre situation. Car sans un bon diagnostic point de guérison, ou comme on dit « poser la bonne question c'est déjà y répondre ». Cette crise n'est-elle qu'un simple looping avant que l'avion ne retrouve une bonne trajectoire (un an ou deux disent certains), ou nous oblige-t-elle à poser l'avion au sol pour construire un nouveau moyen d'empport. Car la théorie du looping devient dangereuse quand on s'approche du sol. Elle s'apparente à un crash collectivement annoncé. Il suffirait d'écouter cette masse de pauvreté qui monte ici et là pour s'en convaincre mais l'argent rend

suffisant et sourd. A l'heure où l'excessive concentration de la richesse créée fait exploser les dictatures les plus solidement établies dans le monde arabe, fait frémir la Chine, posons nous la question du modèle économique qui en est la source.

Revenons donc à l'origine visible de cette crise, c'est-à-dire une obsolescence d'un modèle économique qui doit se réinventer. Et qu'on ne nous dise pas, nourrit à la devise de la Chine qui s'éveillera, que ce qui se passe là-bas est l'avenir du capitalisme. Ce que l'on voit là-bas n'est que la pure application du capitalisme dans son visage le plus décomplexé (comme une certaine droite il y a trois ans encore en France) avec en toile de fond la belle application de la théorie de la rente marginale ricardienne. Ah la belle aubaine ces plus de 60 millions de paysans chinois forts et serviles ! La mondialisation du modèle capitaliste libéral, revivifié dans les sociétés communistes totalitaires, ressemble à un monstre assoiffé qui cherche encore un ruisseau, une ultime source à assécher.

Hier, la résolution de la crise de 29 a permis de sauver le capitalisme d'alors en distribuant du pouvoir d'achat aux couches laborieuses qui en étaient privées jusque là, et en le récupérant à force de marketing bien ciblé. La relance de la consommation préconisée par Keynes est une bonne manière de relancer un capitalisme usé ou trop injuste dans ses modes de répartition, mais en aucun cas elle constitue un moyen d'en sortir en le dépassant. Alors qu'à droite on vous expliquera qu'il ne faut surtout pas en sortir puisque certains en vivent encore bien, c'est encore là la faiblesse des officines socio-démocrates qui n'ont que de l'homéopathie au programme là où il faudrait intervenir chirurgicalement.

Aujourd'hui, la solution, au delà de l'exploitation des bas salaires déjà largement développée dans ces pays que l'on considère comme l'avenir du capitalisme est à peu près : donner l'accès à la propriété à ceux

* Université de Strasbourg, BETA

qui, certes n'ont pas le sous mais qui en rêvent. A une échelle réduite, l'opération n'était pas juteuse, mais sur l'ensemble du territoire américain, la bonne affaire ! L'outil inventé pour ce faire est le prêt à hypothèque ou « Mortgage » en langage libéral anglosaxon. Toute la crise est contenue dans ce vilain mot qui en a été le révélateur et qui dans un français dont on aurait pu se méfier pourrait donner : la mort sur gage. L'écho de cette belle idée libérale s'est retrouvé dans un slogan présidentiel en France venant s'ajouter au mirage « Travailler plus pour gagner plus ». Il s'agit du séduisant (en surface, rien qu'en surface), je veux faire des français des propriétaires ». Propriétaires de quoi, et à quel prix ? Comme disait Coluche, d'une maison Phénix qui au bout de dix ans coûtera plus cher en entretien qu'en annuités de remboursement d'emprunt.

La question de la répartition de la richesse gagnée ne fait pas partie du système de pensée américain. Là-bas, le riche fait des dons, il est généreux, reconnaissant au modèle économique et social qui l'a amené là où il est. Dans une telle culture, les grands propriétaires terriens du Middle West ne comprenaient pas très sincèrement pourquoi les démocrates voulaient les taxer, car ils gagnent de l'argent oui, mais en redistribuent généreusement une partie dans des œuvres caritatives. Cette même culture managériale anglo-saxonne met en œuvre le concept d'« empty enterprise » pour gagner en rapidité de réaction, modèle appris à Stanford, en y ajoutant sa touche personnelle : le travail des enfants. Quel cynisme et quel aveuglement. Nous sommes fiers d'enseigner le modèle de l'entreprise réseau ou « empty enterprise » dans les Business School avec comme bel exemple européen de réussite d'un tel modèle IKÉA. Mais nous omettons de préciser que certains de ses salariés en France ne touchent que 800 euros par mois. Comment peut-on en arriver là dans une entreprise si florissante sensée œuvrer pour le bien-être de ses salariés ? Lors d'un colloque se déroulant récemment à Monterrey (Mexique) et qui abordait les raisons de l'augmentation de la criminalité dans cette ville proche des Etats-Unis, une synthèse très approfondie présentée par un chercheur américain mentionnait comme facteurs influents, l'importance du trafic de drogue, la proportion de garçons adolescents dans la population...mais à aucun moment le taux de pauvreté. Nous vivons une période formidable. Jamais un roi ou empereur du passé n'avait accumulé autant de richesse personnelle qu'à l'ère de

Microsoft avec des niveaux d'enrichissement personnel équivalents au PIB d'un pays comme le Liban. Même dans les pays les plus réformistes avec de fortes volontés de changement, l'inertie du système est consternante. Huit années de mandat d'Ignacio Lula au Brésil ne suffiront pas à corriger une injustice de la répartition faite aux paysans sans terre, malgré une forte prise de conscience sur ce sujet de l'équipe au pouvoir et des engagements de campagne. Pourtant, sans l'existence d'une classe moyenne solvable, le pays ne décollera pas, en partie du fait d'une demande extérieure trop fragile. Certes, cette classe moyenne est en construction au Brésil, la pauvreté ayant reculée récemment de plus de 35% de la population à 23%. Mais malgré cela, on continue dans les quartiers riches à accroître la distance en se barricadant, en fermant des rues, voire des quartiers entiers quadrillés par la police directement payé par les riverains aisés. On se protège des favelas de Rio sans voir que ces 6 millions de personnes qui y vivent ne sont plus une exception mais bien la ville future qui se construit (avec sa violence mais aussi sa créativité). Cette parabole brésilienne, on la retrouve un peu partout avec les mêmes problèmes, Madagascar, l'Afrique.... Seule l'Europe possède encore une réelle mais fragile classe moyenne.

Dans cette recherche d'un modèle alternatif au capitalisme qui ferait progresser notre humanité, ou l'empêcher de régresser, ne réhabilitons pas nos vieilles lunes. Que nous partions de l'idée d'un capitalisme humaniste et généreux ou d'utopies socialistes, il me semble que le maître mot est la juste répartition de la richesse créée par nos sociétés humaines. Bien d'autres sagesse sont à incorporer dans ce nouveau modèle comme le respect de notre environnement naturel et la non-accumulation des richesses pour elles-mêmes qui ne génère que des bulles spéculatives. Cette sagesse se trouve pure et entière dans la flore et la faune d'où nous venons, revenons y sans sacrifier cette forme d'intelligence qui nous caractérise. Il ne s'agit pas de revenir à la vie traditionnelle et ses carcans immobiles qui se cachent souvent derrière les mythes et les coutumes niant la dimension de l'individu. Soyons fier de nos évolutions et révolutions sociales ramenant la femme à l'égal de l'homme ou permettant des élans de générosité mobilisant l'ensemble de la planète comme nous l'avons vu pour venir en aide à Haïti. Ne boudons pas la modernité et la force de nos

technologies mais réorientons leurs finalités et usages. Mais convenons en, la modernité ne se trouve pas dans ces tours de plus de 800 mètres de haut élevées dans cette vitrine ridicule et mauvais goût du capitalisme qu'est Dubaï. Malheureusement, même la sagesse ancestrale des bédouins n'a pas résisté aux sirènes du capitalisme.

Tant que le mode de répartition de la richesse dans les relations de travail n'aura pas fait l'objet d'un changement profond basé sur la juste rétribution des salariés du monde entier au fruit de leur travail, le système économique va tanguer. Car il faut travailler à la racine des problèmes et non pas uniquement sur les effets de ceux-ci. L'augmentation du SMIC, ou ses équivalents dans les pays où ils existent, ne peut suffire. Il s'agit de tout revoir de la base au sommet de l'entreprise et nos organisations. Qu'est-ce qu'une juste répartition, pas mille euros pour des bac + 5 (phénomène des « milleuristes » en Espagne) qui peuvent tout juste se nourrir et se loger. Pas non plus le Smic actuel en France qui ne permet pas un niveau de vie décent et fait hésiter entre le travail d'un côté et les allocations de l'autre. Plus que sur la nationalité, un débat citoyen sur ce thème est nécessaire sans perdre de vue comme le pensait H. Dubreuil (penseur français en théorie des organisations) que le travail rempli trois nécessités dans nos sociétés, assurer les besoins vitaux, une dimension intellectuelle d'épanouissement puis une dimension morale en tant qu'école de la solidarité. Ce débat devrait aboutir à forger un nouveau contrat social au cœur duquel la question de la juste répartition des richesses créées doit figurer.

Si nous pouvions faire l'économie d'une révolution par les armes au profit d'une révolution éthique, cela vaudrait mieux pour tout le monde. Au lieu de cela, les petits ajustements annoncés ici et là (disparition des places Offshore, des parachutes dorés, réajustement du salaire de nos PDG et des primes de nos traders), vont faire l'effet d'une cautérisation sur une jambe de bois. Évidemment comme toujours, qui va commencer, qui va montrer la voie ? Il est tellement plus facile d'attendre et de maintenir le statut quo car dans ce cas si l'on se trompe, au moins on se trompe tous ensemble. Un mythe est à revisiter en profondeur, il se nomme « libéralisme ». N'ayons pas peur de titiller ce dogme peu à la hauteur de ses fausses espérances de liberté,

et de plus en plus générateur de mort sur gage.

OBSERVATOIRE DES POLITIQUES ECONOMIQUES EN EUROPE

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

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

Directeur de la publication : Michel Dévoluy, Chaire Jean Monnet

Imprimé dans le cadre de l'Université de Strasbourg

Numéro ISSN. 1298-1184

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

Ont participé à la rédaction de ce bulletin :

Amélie Barbier-Gauchard, Maître de Conférences, Université de Strasbourg, BETA - Gabriel Bissiriou, Docteur en Economie - Hélène Boff, étudiante en Master – Damien Broussolle, Maître de Conférences, Université de Strasbourg, LARGE - Meixing DaÍ, Maître de Conférences, Université de Strasbourg, BETA - Michel Dévoluy, Professeur, Université de Strasbourg, BETA - Gilbert Koenig, Professeur, Université de Strasbourg, BETA – Gilles Lambert, Professeur, Université de Strasbourg, BETA - Alexandre Sokic, Maître de conférences, École supérieure du commerce extérieur.

Conception graphique : Pierre Roesch, Strasbourg

Mise en page : Thierry Stollé François Mauviard

UNIVERSITÉ DE STRASBOURG

