

# Après Durban : pour un axe sino-européen

par [Eloi Laurent](#)

L'Union européenne doit absolument tenir le cap à Durban et après le sommet : non seulement réaffirmer son ambition climatique mais plus encore la consolider en maîtrisant davantage ses liaisons carbone (voir la note de l'OFCE : [L'Union européenne à Durban : tenir le cap](#)), c'est-à-dire l'impact global de son développement économique. Cela suppose de passer, au besoin seule, d'un objectif de 20% de réduction de ses émissions de gaz à effet de serre d'ici à 2020 à un objectif de 30% de ses émissions, plus en conformité avec le but qu'elle a par ailleurs fait sien de limitation du réchauffement terrestre de 2°C par rapport à la période pré-industrielle.

De sa détermination dépend la possibilité d'une transition de l'économie mondiale vers l'économie bas-carbone. Premier marché du monde, l'Union européenne possède en effet un très grand pouvoir sur les politiques écologiques des autres pays de la planète : plus elle sera ambitieuse sur le plan climatique et plus, par effet d'influence et d'entraînement, les autres pays le seront aussi.

Mais la poursuite de cette dé-carbonisation de l'économie européenne implique la réforme et l'articulation cohérente des instruments économiques nationaux et européens.

Pour la France, cela signifie atteindre ses objectifs climatiques (le « facteur 4 », c'est-à-dire la division par 4 de ses émissions d'ici à 2050), en instaurant un signal-prix pour contenir ses émissions diffuses de gaz à effet de serre (provenant du logement et du transport) non incluses dans le marché du carbone européen. En clair, il faudra instaurer une

taxe carbone dont il conviendra de préciser les modalités d'insertion dans le système fiscal français mais qui, comme le montre [une étude récente de l'OFCE](#), peut parfaitement générer un double dividende, social et environnemental. Le [rapport Perthuis](#) est sur ce point tout à fait clair : accompagnée par un signal-prix, la transition climatique française sera créatrice d'emplois. Cette transition ne doit cependant pas négliger les enjeux de justice sociale, à commencer par le problème urgent de la [précarité énergétique](#).

L'Union européenne doit également réformer au plus vite ses marchés du carbone, dont le signal-prix est aujourd'hui quasi-inopérant (la tonne de CO2 est tombée à 7 euros) et qui pourraient être encore plus affectés par l'issue de la conférence de Durban, comme ce fut le cas après celle de Copenhague. [Diverses options existent](#) comme celle d'instituer une [banque centrale européenne du carbone](#).

Enfin, l'instauration d'un [tarif carbone aux frontières de l'Union européenne](#) pourrait redonner de la cohérence à la politique climatique de la région en traitant le problème des fuites de carbone et des émissions importées et en fournissant une source de financement au Fonds vert, dont l'architecture pourrait constituer le seul véritable acquis de Durban.

Il y a, au fond, trois raisons fondamentales pour lesquelles l'Union européenne doit confirmer et renforcer son ambition climatique à Durban et plus encore après Durban :

1. La première tient à la sécurité humaine des Européens : l'UE doit réduire ses émissions de gaz à effet de serre parce que, comme le montre un rapport récent du GIEC, celles-ci sont et seront à l'avenir plus encore, à l'origine de la multiplication des événements climatiques extrêmes sur notre planète. L'Union européenne a subi près de 350 de ces événements au cours de la seule décennie 2000, près de quatre fois plus qu'au cours de la décennie 1980. La canicule de l'été

2003, a elle seule, aura coûté la vie à 70 000 Européens.

2. La deuxième raison tient à la prospérité économique des Européens. L'UE doit consolider son avantage comparatif écologique et se libérer au plus vite du piège des énergies fossiles. La dépendance européenne à l'égard du carbone n'a fait que se renforcer depuis deux décennies. Le taux de dépendance énergétique des pays membres de l'Union européenne a augmenté en moyenne d'environ dix points de pourcentage ces quinze dernières années pour atteindre 53% en 2007, dont 82% pour le pétrole et 60% pour le gaz, qui représentent à eux deux 60% de toute l'énergie consommée dans l'UE. A l'inverse, le coût économique à court terme (sans inclure les bénéfices de plus long terme) du passage d'un objectif de 20% de réduction des émissions à 30% de réduction d'ici à 2020 est minime, de l'ordre de 0,6% du PIB européen par an (estimation de la Commission européenne).
3. La troisième raison, peut-être la plus fondamentale, tient au besoin actuel de cohésion politique de l'Union européenne. Il faut aujourd'hui rien moins que reconstruire l'Union européenne qui a été dévastée économiquement et politiquement par la crise globale. La perspective de dépression économique coordonnée proposée actuellement aux citoyens européens par leurs gouvernements signera la [dislocation de la zone euro](#) mais aussi par ricochet, on peut le craindre, l'arrêt de la construction européenne, voire son dé-tricotage. La transition écologique peut certes « sauver le climat », mais elle peut aussi sauver l'Europe en lui redonnant un horizon.

Le meilleur espoir de ce qu'il faut déjà appeler « l'après-Durban » réside sans doute dans la constitution d'un axe sino-européen sur le climat : la Chine est en train de prendre conscience que son effet sur le changement climatique n'a d'égal que l'effet du changement climatique sur elle (premier

émetteur mondial, elle sera en retour la première victime de ses émissions) ; l'Union européenne peut confirmer, à la suite de la désertion américaine, son rôle de leader climatique global.

Les responsables européens semblent parfois agacés de devoir porter seuls, parmi les pays développés, cette responsabilité et sont fatigués d'essayer les critiques que l'on réserve à celui qui tient le manche, alors même que l'Union européenne est la seule région du monde à respecter ses engagements de Kyoto, qu'elle est la seule à s'être dotée d'objectifs intermédiaires de réduction de ses gaz à effet de serre (GES), qu'elle est la seule en mesure d'atteindre ces objectifs. Cet agacement européen est déplacé : vu les catastrophes que nous annonce la science, la lutte contre le changement climatique pourrait être la plus grande contribution de l'Europe à l'avenir de l'humanité. Tenir le cap climatique est donc son devoir le plus impérieux. Il se trouve que c'est aussi dans son intérêt.

---

## De Trichet à Draghi : bilan et perspectives

par [Christophe Blot](#) et [Eric Heyer](#)

Au cours des huit années passées à la tête de la BCE, nous avons connu deux J-C. Trichet (JCT), l'un dogmatique, l'autre pragmatique. Quel sera le visage de son successeur l'Italien Mario Draghi, confronté dès son entrée en fonction à une crise sans précédent de la zone euro ?

Dans les cinq premières années, période d'avant-crise, nous avons connu **JCT le dogmatique** : banquier central très

appliqué, il a respecté à la lettre le mandat qui lui avait été confié, à savoir de maintenir l'inflation proche de 2 %. A l'aune de cet unique critère, considéré comme essentiel par les Allemands, le bilan de JCT est bon puisque qu'au cours de cette période l'inflation moyenne en zone euro fut de 2,1 %. Mais plusieurs critiques peuvent être formulées à l'encontre de son action *post*-crise : la première réside dans le fait qu'en voulant incarner la monnaie unique et la rendre crédible, JCT a choisi de la rendre « forte » – ce qui est différent de « stable ». Il n'a donc rien mis en place pour piloter le taux de change et s'est satisfait de voir l'euro passer de 1,10 dollar en 2003 à près de 1,50 dollar fin 2007, soit une appréciation de 37 %. Ce dogme de l'euro fort, de la désinflation compétitive, l'a certes aidé à contenir l'inflation mais au détriment de la compétitivité et de la croissance européenne. Une interprétation moins stricte de la stabilité des prix aurait accru l'attention de la BCE portée au taux de change de l'euro, ce qui aurait favorisé le dynamisme de la croissance et de l'emploi dans la zone euro. Ainsi, entre 2003 et 2007, la croissance annuelle moyenne en zone euro aura été 0,6 point inférieure à celle enregistrée aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni (2,1 % contre 2,7 %) et le taux de chômage a été supérieur de plus de 3 points (8,4 % en zone euro contre 5,1 % aux E. U. et au R. U.) avec des performances d'inflation comparables. La seconde critique est en lien avec une interprétation stricte de sa politique de lutte contre l'inflation et qui a conduit JCT a une grave erreur de jugement : à l'été 2008, quelques semaines avant la faillite de Lehman Brothers, alors que l'économie américaine était déjà entrée en récession et que les craintes pour l'Europe s'accroissaient, la BCE a décidé une augmentation des taux d'intérêts, par crainte d'un regain de tensions inflationnistes alimenté par les prix des matières premières énergétiques et alimentaires. Or, à l'évidence il n'était pas très lucide de redouter des tensions inflationnistes au moment où l'économie mondiale se préparait à sombrer dans la plus grande crise depuis les années 1930.

Pendant les trois dernières années, période de crise, ce fut **JCT le pragmatique** : en l'absence de gouvernance européenne, JCT a été un pilier de la réaction européenne face à la crise en discutant d'égal à égal avec des chefs d'Etats et en œuvrant significativement au sauvetage du système financier. A cet égard, et contrairement aux quatre années précédentes, il a pris certaines libertés par rapport au mandat et aux statuts de la BCE en agissant de façon non conventionnelle, notamment au moment de la crise des dettes souveraines. Mais en actionnant des hausses des taux directeurs depuis le début de l'année dans un contexte de chômage de masse et de nette sous-utilisation des capacités de production en zone euro, JCT le pragmatique a commis la même erreur d'interprétation que JCT le dogmatique trois ans auparavant : le regain d'inflation n'étant pas lié à un risque de surchauffe de l'économie européenne mais trouvant son origine dans l'augmentation des prix des matières premières alimentaires et énergétiques, les hausses des taux n'ont aucune incidence sur celui-ci mais, en revanche, fragilisent un peu plus la croissance européenne.

De fait, la BCE a rapidement révisé son diagnostic laissant ainsi la porte ouverte à une baisse rapide des taux d'intérêt. Il est d'ailleurs probable que Jean-Claude Trichet aurait agi plus rapidement s'il n'avait pas été à la fin de son mandat. Ce faisant il a évité d'enfermer son successeur dans un scénario donné, lui laissant donc toutes les possibilités dans ses premiers pas à la tête de la BCE. Mario Draghi a d'ailleurs rapidement mis fin au suspense sur ses intentions puisqu'une baisse des taux d'un quart de point a été annoncée dès sa première réunion le 3 novembre. S'il a bien pris soin de rappeler que la BCE ne s'engageait pas sur les décisions futures, le contexte macroéconomique et financier amène à anticiper au moins une baisse des taux supplémentaire.

Pourtant si la question de la politique des taux d'intérêt est un élément central de la politique monétaire et donc du mandat de Mario Draghi, les défis qui s'ouvrent à lui dépassent

largement cet enjeu. Dans le contexte de crise de la zone euro, le programme d'achats de titres de la BCE est au cœur de toutes les attentions et pose la question du rôle de la BCE dans la gouvernance européenne. Cette question recouvre de fait de multiples enjeux cruciaux et interdépendants : le rôle de prêteur en dernier ressort, la coordination entre politique budgétaire et politique monétaire ainsi que les compétences de la BCE en matière de stabilité financière.

La crise actuelle illustre les difficultés inhérentes au fonctionnement d'une union monétaire sans union budgétaire puisque, de fait, cela revient pour tout membre de l'Union à s'endetter dans une monnaie qu'il ne contrôle pas. Même si en temps normal les opérations de politique monétaire aux Etats-Unis conduisent la Réserve fédérale à détenir des titres publics, – principalement de court terme – la crise a conduit la Banque centrale américaine à amplifier ses achats de titres et à modifier la structure de son bilan en achetant des obligations publiques sur les marchés secondaires. La Banque d'Angleterre a mené des actions similaires en achetant près de 200 milliards de livres de titres obligataires publics[1]. Quant à la Banque du Japon, elle a amplifié ces mesures non conventionnelles qui étaient déjà mises en place pour lutter contre la déflation qui sévit dans l'Archipel depuis la fin des années 1990. Ce faisant, ces banques centrales ont fait pression sur la baisse sur les taux d'intérêt à long terme et elles ont garanti la liquidité de ces marchés, se portant implicitement prêteuses en dernier ressort. Si la BCE s'est également engagée sur ce terrain en achetant plus de 170 milliards d'euros de titres publics (italiens, grecs, portugais et irlandais), l'ampleur du programme d'achat d'actifs (2,1 % de l'ensemble de la dette publique totale des pays de la zone euro) reste inférieur à celui mis en œuvre par la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre qui détiennent respectivement plus de 10,5 % et 16 % de la dette publique émise par leur gouvernement. Surtout, la BCE a pris soin de préciser que ce programme était temporaire, d'un montant

limité et destiné à restaurer l'efficacité de la politique monétaire. Dans une tribune récente, [Paul de Grauwe](#) compare la stratégie de la BCE à celle d'un chef des armées partant à la guerre tout en déclarant qu'il n'utiliserait jamais tout son potentiel militaire et qu'il rapatrierait les troupes le plus tôt possible, c'est-à-dire sans s'assurer que la victoire finale serait acquise. Une telle stratégie est nécessairement vouée à l'échec. Seul un engagement illimité pourrait mettre fin à la contagion qui frappe les pays de la zone euro en proie à des difficultés budgétaires. Et seule une banque centrale, par la création monétaire, peut offrir une telle garantie. Pourtant, jusqu'ici, les pays européens ont écarté cette voie lors du sommet du 25 octobre tandis que Mario Draghi n'a fait que réitérer la stratégie de la BCE lors de sa première [conférence de presse](#) ajoutant même qu'il ne pensait pas qu'un prêteur en dernier ressort soit la solution à la crise que traverse la zone euro. La dimension du FESF restant insuffisante pour enrayer la contagion, tout porte à croire que le rôle de la BCE sera de nouveau au centre des débats. Il faut alors espérer que Mario Draghi et les membres du Conseil des gouverneurs sauront faire preuve de plus de pragmatisme à cette occasion. Il est urgent de reconnaître le rôle de prêteur en dernier ressort de la BCE en faisant de la stabilité financière de la zone euro un objectif explicite de politique monétaire.

Par ailleurs, au-delà du rôle de prêteur en dernier ressort, c'est plus généralement la question de la coordination des politiques économiques qui doit être reposée. L'articulation du *policy-mix* est en effet un élément central des performances en matière de croissance. Aux Etats-Unis, la complémentarité entre politique monétaire et budgétaire est aujourd'hui évidente puisqu'en faisant pression sur les taux longs, la Réserve fédérale met en œuvre une politique qui assure la soutenabilité de la politique budgétaire en même temps qu'elle favorise son impact sur la croissance. La principale critique à l'égard d'une telle politique souligne qu'elle remettrait en

cause l'indépendance de la Banque centrale. Pour autant, rien ne permet aujourd'hui d'affirmer que la Réserve fédérale aurait abandonné la conduite de la politique monétaire au profit du gouvernement. La question ne se pose pas puisque la Banque centrale américaine, comme le gouvernement, poursuivent les mêmes objectifs : croissance, emploi, stabilité des prix et stabilité financière[2]. Ces objectifs sont interdépendants et la zone euro ne pourra retrouver le chemin de la croissance qu'à la condition que les autorités de décisions rament dans la même direction.

Si tous ces enjeux ne sont pas uniquement du ressort de Mario Draghi – une réforme du Traité pourrait renforcer et légitimer ses décisions –, sa position sera néanmoins déterminante. La crise de la zone euro appelle des décisions urgentes et révélera très rapidement les ambitions et les capacités de son nouveau président.

---

[1] La BoE vient cependant d'annoncer que son programme d'achat de titres serait progressivement porté à 275 milliards de livres.

[2] Voir « [La Fed, la BCE et le double mandat](#) ».

---

## **Des politiques budgétaires restrictives à contretemps**

par Sabine Le Bayon

La réduction des déficits publics doit-elle être aujourd'hui la priorité des gouvernements ?

La contrainte que font peser le Pacte de stabilité et surtout les marchés financiers sur les pays européens ne leur a guère laissé le choix. Or, si la question de la soutenabilité de la dette publique ne peut être éludée, il faut aussi tenir compte de l'impact récessif des politiques d'austérité sur l'activité, particulièrement en période de reprise. Une large majorité d'études concluent en effet à un multiplicateur positif, c'est-à-dire qu'un point de restriction (expansion) budgétaire se traduit par une baisse (hausse) de l'activité. De plus, des études ont mis en avant l'importance du *timing* d'une politique budgétaire pour maximiser son efficacité : son impact sur la croissance et sur le solde public (*via* sa composante conjoncturelle) dépend en effet de l'accompagnement ou non de la politique monétaire, de la politique budgétaire menée dans les autres pays, de la phase du cycle conjoncturel, ...

Une consolidation budgétaire a par exemple moins d'impact sur l'activité quand elle s'accompagne d'une détente de la politique monétaire et d'une dépréciation de la monnaie. Mais quand les taux d'intérêt sont déjà proches de zéro (ou dans le cas d'une trappe à liquidité), l'impact de la restriction budgétaire n'est pas amorti par la baisse des taux directeurs. Comme la Banque centrale ne peut pas contrer la désinflation, les taux d'intérêt réels augmentent, ce qui amplifie la chute de l'activité. Par ailleurs, quand la rigueur est généralisée, le taux de change ne peut pas être un mécanisme de soutien à l'activité pour toutes les zones. Ceci est vrai aussi quand une politique restrictive est menée au sein d'une union monétaire où les pays commercent essentiellement entre eux. Ainsi, selon [le FMI](#), l'impact sur la croissance d'une restriction budgétaire de 1 point de PIB varie entre 0,5 et 2 % selon la synchronisation ou non de l'austérité et la réponse de la politique monétaire (tableau 1). *In fine*, cet impact sur la croissance se répercute sur la situation des finances publiques. Quand la politique monétaire peut contrecarrer les effets récessifs de la politique budgétaire,

une restriction isolée de 1 point de PIB réduit l'activité de 0,5 % après deux ans. La dégradation du solde conjoncturel atteint alors 0,25 point de PIB et le solde s'améliore *in fine* de 0,75 point. Quand les taux d'intérêt sont proches de zéro, un point d'impulsion budgétaire négative dans un pays réduit la croissance d'un point et dégrade le solde conjoncturel de 0,5 point, induisant une amélioration du solde de 0,5 point de PIB seulement. Enfin, quand on cumule trappe à liquidité (ou taux nuls) et restriction généralisée, une impulsion budgétaire de -1 point de PIB réduit la croissance de 2 points, car ni la politique monétaire ni le taux de change ne peuvent atténuer l'impact de la rigueur. Ceci creuse le solde conjoncturel d'un point et il n'y a donc pas d'amélioration du solde public malgré un effort structurel d'un point.

Tableau 1. Impact d'une restriction budgétaire sur la croissance sous diverses hypothèses selon le FMI

	Taux d'intérêt directs supérieurs à zéro	Taux d'intérêt directs proches de zéro
Restriction isolée	-0,5	-1
Restriction mondiale	-0,8	-2

Source : FMI (2008).

Par ailleurs, la position de l'économie dans le cycle économique influe sur les multiplicateurs. Ainsi, ces derniers sont amplifiés en bas de cycle : une politique de rigueur accentue les tendances déflationnistes à l'œuvre, ce qui amplifie la baisse de la demande et donc l'impact sur l'activité. En revanche, en haut de cycle, les effets désinflationnistes de l'austérité contrecarrent la tendance inflationniste usuelle à cette phase, ce qui réduit le multiplicateur. Selon [Creel, Heyer et Plane](#), à l'horizon d'un an, et selon les instruments de politique économique utilisés, le multiplicateur est compris entre 1 et 1,3 point quand l'économie est en bas de cycle (on suppose un écart de production de -2%); il est compris entre 0,8 et 1,2 point en milieu de cycle (l'écart de production nul) et en haut de cycle (pour un écart de production de 2 %). A 5 ans, l'effet est plus fort encore : entre 1 et 1,6 point en bas de cycle,

entre 0,6 et 1,3 en milieu de cycle et entre 0 et 1,2 en haut de cycle. Ainsi, lorsque l'écart de production est négatif, les politiques de consolidation budgétaire sont peu efficaces, car elles entraînent une baisse du PIB importante par rapport au scénario sans restriction, ce qui limite les gains budgétaires attendus de l'austérité.

Aujourd'hui tous les éléments sont réunis pour que les politiques de rigueur entraînent un ralentissement important de la croissance et que le déficit se résorbe peu, en particulier dans la zone euro. C'est pourquoi nous avons cherché à évaluer l'impact indirect, pour la France et les grands pays développés, de l'austérité mise en place chez leurs partenaires commerciaux, en plus de l'effet direct lié aux plans nationaux. L'impact d'une restriction budgétaire (dans un pays A) sur la demande adressée de ses partenaires (B) dépend de l'élasticité des importations au PIB du pays A mais aussi du degré d'ouverture et de l'orientation géographique des exportations des pays B. Dans le cas de la France, pour un multiplicateur national de 0,5, le multiplicateur total est de 0,7, une fois la restriction des partenaires prise en compte *via* le commerce extérieur ; pour un multiplicateur national de 1, le multiplicateur total est de 1,5.

En nous appuyant sur les impulsions budgétaires prévues dans les différents pays, nous obtenons un impact des plans étrangers sur l'activité nationale compris entre -0,1 et -0,7 point en 2012 selon le degré d'ouverture des pays et l'orientation de leur commerce (tableau 2). Pour la France, la restriction de ses partenaires commerciaux amputera la croissance de 0,7 point en 2012, soit presque autant que le plan d'économies mis en place par le gouvernement (1 point). En Allemagne, l'impact des plans de restriction étrangers sur le PIB est proche de celui calculé pour la France : même si le pays est plus ouvert, il commerce moins que la France avec le reste de la zone euro, et bénéficie davantage par exemple du

plan de relance des Etats-Unis en 2012. Dans les autres pays de la zone euro, les mesures de restrictions étrangères auront un impact du même ordre (0,6 point). Aux États-Unis, les effets du plan de relance seront affaiblis du fait de l'austérité menée ailleurs : alors que l'effet direct de la relance sur le PIB sera de 0,7 point, la demande adressée amputera la croissance de 0,2 point, limitant l'impact expansionniste de la politique budgétaire. Le ralentissement plus fort qu'attendu de la croissance risque de rendre caducs les objectifs de réduction du déficit public. Avec nos hypothèses de multiplicateurs nationaux compris entre 0,6 et 0,9, une impulsion budgétaire de -1 point de PIB dans l'ensemble des pays de l'Union européenne ne réduit en effet le déficit que de 0,4 à 0,6 point de PIB dans chacun des pays, une fois la restriction des partenaires commerciaux prise en compte.

Tableau 2. Impact des mesures de restriction sur le PIB en 2012

	... effet direct	... effet via la demande adressée	Total
France	-1,0	-0,7	-1,7
Allemagne	-0,3	-0,7	-1,0
Espagne	-2,3	-0,6	-3,0
Italie	-2,1	-0,6	-2,6
Royaum-Uni	-1,9	-0,4	-2,3
États-Unis	0,7	-0,2	0,5
Japon	1,4	-0,1	1,3

Sources : calculs OFCE et prévisions octobre 2011.

Ce texte fait référence à [l'étude sur la politique budgétaire jointe à l'analyse de la conjoncture et la prévision à l'horizon 2011-2012](#), disponible sur [le site de l'OFCE](#).

---

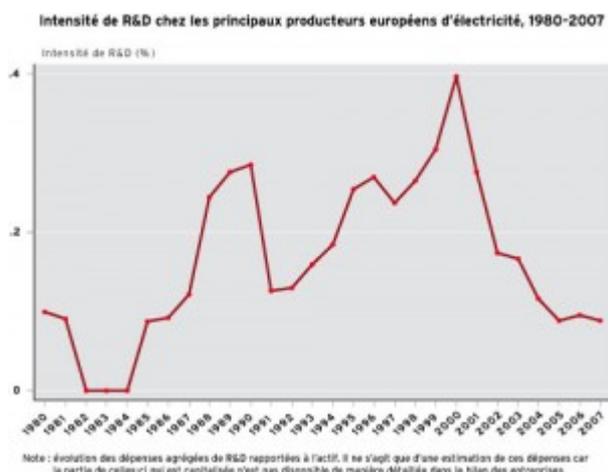
# R&D à la dérive : les

# producteurs d'électricité ont-ils disjoncté ?

par [Evens Salies](#)

Les efforts technologiques fournis pour répondre aux exigences des politiques environnementales et la libéralisation des marchés de l'électricité sont-ils antinomiques ? En effet, l'évolution depuis trois décennies des dépenses de R&D des producteurs européens d'électricité peut nous faire douter de la capacité de l'Union européenne à atteindre son objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre de 80 à 93% d'ici à 2050 ([Commission européenne, COM/2010/0639](#)).

C'est ce que révèle le graphique ci-dessous, où nous avons isolé les dépenses des 15 principaux producteurs. Ce graphique met en évidence un étonnant retournement de tendance concomitant à la vague de libéralisation du secteur, souhaitée par l'Union européenne. Concomitance ne voulant pas dire causalité, nous nous sommes penchés sur l'éventuelle responsabilité de la libéralisation sur ce retournement.



Les dépenses de R&D des producteurs européens d'électricité ont fondu de 70 % entre 2000 et 2007, passant de 1,9 milliard d'euros à 570 millions d'euros environ (chiffres corrigés de l'inflation). Les géants EDF et E.ON, qui représentent les

deux plus gros budgets R&D dans le secteur, sont largement responsables de cette baisse. Les dépenses de R&D de l'électricien français ont chuté de 33 % de 2000 à 2007, passant de 568 à 375 millions d'euros. Sachant que les charges de R&D sont majoritairement des charges de personnel, le lecteur ne s'étonnera pas d'apprendre que, dans le cas d'EDF, le nombre de salariés affectés à la R&D (chercheurs et personnel d'accompagnement technique et administratif) a été réduit d'environ un quart depuis 2007, sans que nous puissions précisément quantifier cette baisse par type d'activité.

Comment les producteurs peuvent-ils relever le défi technique des énergies alternatives avec une dépense de R&D si faible ? Certains pourraient penser que la situation n'est pas aussi dramatique que le laisse supposer le graphique ci-dessus. En effet, les dépenses de R&D des grands groupes de l'électricité ne représentent que la partie congrue du total, autour de 10 %, l'essentiel étant réalisé par des équipementiers et des laboratoires publics. En se penchant sur les chiffres de l'ensemble des dépenses privées, on constate une part relativement croissante depuis l'année 2000 de celles destinées non seulement à accroître l'efficacité énergétique, mais aussi de celles destinées à la production d'électricité à partir de sources d'énergies renouvelables. Ceci est la conséquence de nombreuses aides en faveur de l'innovation (mesures de rachat de l'électricité « verte », financement de projets réunissant des partenaires publics/privés, etc.), sans oublier le crédit d'impôt-recherche dont bénéficie d'ailleurs EDF.

Il vaut mieux cependant attendre avant de se réjouir du déplacement susmentionné de l'activité d'innovation environnementale des producteurs vers les équipementiers dans la mesure où la concurrence risque d'avoir pour effet de peser sur la capacité de ces premiers à acheter ces innovations. La question du pourquoi de la chute des dépenses de R&D reste donc pertinente. Etaient-elles anormalement élevées dans le

passé, lorsque les producteurs jouissaient du statut de monopole public ? On peut cependant trouver des raisons objectives à leur baisse, en commençant par la libéralisation des marchés dans l'Union européenne qui, comme l'ont montré plusieurs études, est l'événement déclencheur de ce changement radical dans la politique d'innovation des producteurs d'électricité [1].

La thèse défendue dans ces études est que l'accroissement prévisible de la concurrence, à la suite de l'ouverture des marchés, rend la valeur des revenus futurs des producteurs plus incertaine. L'argument avancé pour soutenir cette thèse est que certains projets de recherche orientés vers des objectifs d'intérêt public (ceux qui permettront de réduire les émissions) ne confèrent pas à court terme des réductions de coûts qui seraient profitables aux producteurs. Les producteurs se sont recentrés sur leur cœur de métier et ont abandonné les programmes de recherche pour lesquels ils n'ont pas d'avantages tangibles, notamment en termes de brevets. En Europe, les projets d'innovation environnementale sacrifiés continuent, en revanche, à être développés chez des équipementiers (Vestas pour l'éolien, par exemple). Quand aux recherches dans l'électronucléaire, elles sont accaparées par les prestataires de recherche comme Areva ou Siemens. Les producteurs tendent à leur substituer des programmes autour de la maîtrise de la demande d'énergie ou de l'amélioration d'efficacité énergétique qui requièrent des temps de recherche moins longs. Il faut noter que la nature de bien public de l'innovation rend prudents les producteurs qui devraient supporter le coût de projets de recherche dont ils ne seront pas seuls à récolter les bénéfices. Cela favorise le comportement de « passager clandestin » de certains et conduit donc à un sous-investissement en R&D au niveau agrégé dans le secteur.

De manière intéressante, on constate que ce décrochage succède à une accélération des dépenses de R&D avant la période de

libéralisation. Ce fait d'abord observé aux Etats-Unis, s'observe clairement en Europe si l'on se penche sur les dépenses de R&D en niveau. Dès 1996, date à laquelle fut votée la directive contenant les règles communes pour le marché intérieur de l'électricité, la baisse des dépenses suit une hausse plus forte que celle observée, en moyenne entre 1980 et 1995.

Cependant, l'instauration de règles de marché n'explique pas tout. S'est opérée une restructuration/fragmentation du secteur avec ouverture du capital qui n'est pas sans conséquences sur l'innovation. De manière similaire à ce qu'on a pu observer dans d'autres secteurs comme les TIC, le comportement des grands groupes de l'électricité a été de s'endetter – nécessairement au détriment des dépenses de recherche et d'autres investissements – en réalisant des opérations de croissance externe. Les firmes réorganisent leur activité de recherche en les externalisant. L'exemple en France est celui d'EDF Energies Nouvelles, 100 % filiale d'EDF depuis le mois d'août 2011. L'organisation industrielle qui prévaut aujourd'hui dans le secteur de l'énergie électrique est un oligopole avec frange concurrentielle (voir encadré). Bien que soumis à une séparation comptable de leurs activités, les principaux producteurs historiques restent verticalement intégrés de la production à la commercialisation.

Cette fragmentation/restructuration renvoie à une hypothèse de recherche bien connue des économistes sur l'avantage des grandes entreprises en termes d'innovation : *l'hypothèse schumpétérienne* [2]. Formellement, il s'agit de savoir si l'intensité de R&D, c'est-à-dire le ratio entre les dépenses de R&D et une variable de taille (l'actif du bilan, par exemple), est corrélée positivement à la taille. Nous avons pu montrer ce lien pour un échantillon des 15 principaux producteurs européens d'électricité pour la période 1980-2007 [3]. Or, ce résultat est largement contingent à la période étudiée, durant laquelle la plupart des producteurs

étaient protégés de l'entrée et de toute pression concurrentielle sur le territoire où ils exerçaient leur activité en tant qu'entreprises publiques désignées alors « monopoles naturels ».

Cette position leur conférait au moins trois avantages qui ont maintenant disparu. Tout d'abord, une sorte de droit de préemption sur l'utilisation des innovations fournies par les constructeurs d'équipements, ou de leurs propres innovations, craignant moins ainsi d'être imités. Pour chaque entreprise, les possibilités de répllication étaient limitées à une zone d'activité bien précise, généralement le territoire national, permettant de répartir les coûts liés à l'innovation sur tous les consommateurs domestiques. De plus, étant certains de ne pas perdre de clients, les opérateurs historiques pouvaient prendre le risque de lancer des projets de recherche fondamentale. Enfin, la réglementation des tarifs assurait un niveau de recette prévisible.

On peut donc penser que l'effet schumpétérien d'appropriation de la rente a dominé l'effet négatif sur l'incitation à innover dû au manque de concurrence réelle ou potentielle. Une fois le secteur ouvert à la concurrence, certains des avantages susmentionnés ont disparu. La grande majorité des clients reste fidèle à cause de coûts de migration importants, mais une partie croissante de l'électricité produite est vendue sur des marchés de gros peu régulés, aux prix volatils. L'hypothèse schumpétérienne pourrait donc disparaître. La concurrence serait donc en train de nuire à l'innovation induite par les dépenses de R&D.

### **Oligopole de producteurs avec frange concurrentielle**

Dans le secteur européen de l'énergie électrique, il s'agit d'un petit nombre de gros producteurs (l'oligopole) qui détiennent une vaste part de marché, pendant qu'un grand nombre de petites entreprises (la frange concurrentielle) détiennent, chacune, une petite part du marché résiduel.

Contrairement à l'idée que l'on se fait de la concurrence, la frange peut avoir une influence sur les prix de gros. En effet, l'électricité ne se stockant pas, un producteur sollicité par le transporteur responsable de l'équilibre production-consommation, peut offrir les MWh d'une centrale dont le coût marginal de génération est faible à un prix supérieur à ce coût. C'est le cas du producteur de la centrale marginale qui, en période où la demande butte sur les capacités de production (la pointe), est sollicité pour assurer l'équilibre global en dernier recours.

[1] L'étude de Kammen, D.M. et R. M. Margolis (Underinvestment: the energy technology and R&D policy challenge, *Science, Energy-Viewpoint*, n° 285, 1999, pp. 690-692) avait anticipé cette situation pour les Etats-Unis. L'étude de P. Sanyal (The effect of deregulation on environmental research by electric utilities. *Journal of Regulatory Economics*, Vol. 31, n° 3, 2007, pp. 335-353) est la première à montrer de manière économétrique le rôle de la libéralisation des marchés de l'électricité sur la baisse des dépenses de R&D.

[2] Le lecteur pourra se référer à [http://fr.wikipedia.org/wiki/Destruction\\_cr%C3%A9atrice](http://fr.wikipedia.org/wiki/Destruction_cr%C3%A9atrice).

[3] A test of the Schumpeterian hypothesis in a panel of European electric utilities, *Document de Travail de l'OFCE*, n° 2009-19, <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2009-19.pdf>.

---

**Plus rien ne s'oppose à la**

# nuît

par [Xavier Timbeau](#)

Le 7 novembre 2011, le gouvernement a annoncé un [plan de restriction budgétaire](#) qui prend acte d'un « ralentissement de la croissance mondiale ». Il fait suite à la révision fin octobre 2011 du scénario de croissance utilisé dans le [projet de loi de finance 2012](#), présenté fin septembre aux assemblées. Au lieu d'anticiper 1,75 % de croissance annuelle du PIB en 2012, l'hypothèse retenue aujourd'hui est de 1 %. La logique semble claire : face à des vents mauvais, soumis à un objectif de réduction des déficits publics (4,5 % du PIB en 2012 après 5,2 % en 2011) le gouvernement réagit rapidement en amendant sa stratégie de finances publiques afin d'éviter le scénario catastrophe que l'Italie est en train de vivre. La crise des dettes souveraines européennes impose de conserver la confiance des marchés financiers.

Une combinaison de hausse de l'imposition et de restriction de dépenses devrait réduire *ex ante* le déficit public de 7 milliards d'euros en 2012 qui s'ajoutent à ceux annoncés en [août 2011](#), 10,4 milliards d'euros en 2012, soit au total 17,4 milliards d'euros (0,9 % du PIB). L'impulsion (*i.e.* la variation du déficit public primaire structurel) serait en 2012 de -1,5 % du PIB en 2012 après avoir été de -1,4 % en 2011, ce qui constitue un effort sans précédent dans l'histoire budgétaire de la France.

Tout pousse à se résigner à cette logique météorologique et ménagère de la conduite de la politique économique. La croissance nous fait défaut, il faut être moins prodigue et réduire le train de vie de l'Etat et des administrations publiques. Mais, ce faisant on s'enferme dans une spirale récessive particulièrement dangereuse. La réduction de la croissance par rapport aux estimations initiales ne tombe pas du ciel. Elle résulte d'abord de la restriction budgétaire

déjà engagée en 2011. C'est le jeu du multiplicateur budgétaire qui impose sa logique, au moins à court terme. Une restriction budgétaire amoindrit la croissance du PIB, dans une proportion égale au multiplicateur budgétaire. C'est pourquoi le scénario de croissance à 1 % était parfaitement prévisible (et aurait dû être intégré dans le projet de loi de finance 2012, voir la [prévision de l'OFCE](#)). On retient habituellement un multiplicateur budgétaire à un an de l'ordre de 0,7 (qui varie cependant selon les mesures prises) parce que la France est une « petite » économie ouverte (voir nos [analyses](#) ou les [travaux du FMI](#)).

Dans une situation de trappe à liquidité et de cycle bas, le multiplicateur budgétaire peut être plus élevé, mais c'est en limitant l'analyse à une petite économie que l'on commet l'erreur la plus grave. Au niveau de la zone euro ou de l'Union européenne, le multiplicateur budgétaire n'est plus celui d'une « petite » économie ouverte (0,7), mais celui d'une grande économie « peu » ouverte (supérieur à 1). Or tous, ou presque tous les pays de l'Union européenne s'engagent dans des plans de restriction budgétaire, suivant la même logique imparable de la rigueur ; ainsi lorsqu'on fait le bilan de ces politiques à l'échelle européenne et non plus nationale, on comprend pourquoi la croissance en Europe sera faible voire négative. En effet, comme empêché par des œillères, chaque pays européen constate que son scénario de croissance ne se réalisera pas et rajoute de la restriction à la restriction. Mais, lorsque le multiplicateur est élevé, la réduction du déficit public est très inférieure à sa baisse *ex ante*, du fait d'une croissance économique moins forte : en Europe, pour un multiplicateur budgétaire de 1,3, un point de réduction des déficits *ex ante* induit une réduction *ex post* de 1/3 point du déficit public. Une autre manière de le dire : pour tenir un objectif donné de déficit, il faut faire un effort trois fois plus important que ce que l'arithmétique simple indique.

Après le plan de rigueur supplémentaire de novembre 2011, on peut s'attendre à ce qu'il y en ait d'autres. Pour tenir les engagements des gouvernements européens annoncés aujourd'hui, il faudra une récession en Europe en 2012. Tant que l'on fixera comme objectif des réductions de déficit public, tant que l'on « oubliera » les effets sur la croissance et donc sur les déficits publics de ces restrictions, on ira de mauvaises nouvelles en mauvaises nouvelles. En continuant de se référer aux rares exemples de restrictions qui ont fonctionné – le Canada ou les pays scandinaves des années 1990 –, on se trompe radicalement de diagnostic : l'Union européenne est une grande économie peu ouverte ; une dévaluation compétitive ne viendra pas compenser les restrictions budgétaires ; la politique monétaire ne stimulera pas suffisamment l'économie pour éviter le pire. La politique macroéconomique ne se conduit pas régionalement, mais globalement.

Sans croissance, les dettes publiques paraîtront insoutenables à des marchés financiers qui sont à la fois juges et victimes de l'insécurité des dettes publiques. Pourtant, les pays européens s'engagent dans une phase sans précédent de contrôle de ses finances publiques (avec succès, comme l'attestent les impulsions négatives en 2011, réalisées et celles annoncées pour 2012). De plus, l'Europe est dans une situation budgétaire globale préférable à celle des autres pays développés, ce qui donne à cette crise des dettes souveraines un parfum de renoncement catastrophique. L'alternative est de relâcher la pression des marchés sur le financement des Etats européens en franchissant le pas de la solidarité européenne sur les dettes publiques. Cette solidarité pourrait être garantie par la Banque centrale européenne ou n'importe quelle institution *ad hoc*. Au final, il faudrait « monétiser » les obligations souveraines lorsque cela est nécessaire, sans limite, afin que chacun soit sûr que jamais un titre public ne fera défaut. Alors, la stratégie budgétaire de retour à l'équilibre pourrait être conduite avec un objectif de moyen terme, et non plus de court terme et on pourrait espérer

sortir d'une récession, dont pour l'instant on ne voit pas la fin.

---

# Le Sommet du G20 de Cannes : chronique d'une déception annoncée ?

par [Jérôme Creel](#) et [Francesco Saraceno](#)

(une première version de ce point de vue est parue sur le site [lemonde.fr](#), [ici](#))

Trop longue, trop technique, la [déclaration finale](#) d'action collective du Sommet du G20 à Cannes montre qu'aucune vision claire et partagée des turbulences économiques et financières qui secouent l'économie mondiale ne s'est dégagée lors du Sommet. Et Sénèque de nous rappeler que la déception aurait été moins pénible si l'on ne s'était pas d'avance promis le succès.

Après les annonces officielles, la déception était palpable à l'issue d'un sommet du G20 au cours duquel aucune avancée significative n'a été réalisée pour les dossiers les plus importants du moment, la relance de la croissance notamment. Les questions agricoles et financières, cruciales elles aussi, n'ont donné lieu qu'à des déclarations d'intention, avec le rappel pour ces dernières des engagements pris... en 2008 ! Cette déception doit être cependant relativisée car le G20 est principalement une instance de discussion plutôt que de décision. Que reste-t-il en effet des engagements pris par le G20 de Londres d'avril 2009 en pleine récession mondiale ? Les politiques budgétaires expansionnistes ? Oubliées, sous

l'effet de l'endettement public qu'elles ont produit, endettement qui, soit dit en passant, était parfaitement prévisible. La régulation financière renforcée ? Ressassée, mais point encore mise en œuvre, malgré la détermination affichée à Paris les 14 et 15 octobre 2011. La volonté d'échapper au protectionnisme ? A peine mentionnée, elle n'aura d'ailleurs pas empêché la constitution de 36 cas de [différends commerciaux](#) portés auprès de l'OMC, dont 14 impliquant la Chine, l'UE et/ou les Etats-Unis. Il ne reste plus que les politiques monétaires, « expansionnistes aussi longtemps que nécessaire » dans les déclarations préalables au Sommet. Le sort du système monétaire international ne dépend-il que du bon vouloir des banquiers centraux, indépendants de surcroît ?

La réunion a en outre été perturbée par la crise qui secoue la zone euro, qui a quasiment effacé de l'agenda des dossiers importants comme cette réapparition du protectionnisme, reléguée aux paragraphes 65 à 68 d'un document en comportant 95. A Cannes les pays émergents et les Etats-Unis ont été spectateurs d'un drame qui se déroulait entre Paris, Berlin, Rome et Athènes.

Cette crise qui secoue la zone euro découle de l'hétérogénéité des pays qui la constituent, comme la crise financière déclenchée en 2007 fut causée, outre l'absence de réglementation financière, par l'hétérogénéité croissante entre pays mercantiles et pays supposés être les eldorados de l'investissement, d'un côté la Chine et l'Allemagne, de l'autre, les Etats-Unis et l'Irlande. L'hétérogénéité européenne, l'une des [quatre déficiences de la zone euro](#), a conduit les pays disposant d'un excédent de leur balance des comptes courants à financer les pays en situation de déficit. Seule et avec la priorité donnée à la lutte contre l'inflation que le Traité de l'UE lui a imposée, la BCE est impuissante à renforcer la convergence au sein de la zone euro. Cependant, à court terme elle peut mettre fin à la crise de l'euro en

acceptant d'apporter une garantie intégrale sur les dettes publiques de la zone euro (voir [\[1\]](#), [\[2\]](#) ou [\[3\]](#)), et en augmentant sensiblement ses [acquisitions de titres de dette publique européenne](#). Ceci préserverait la stabilité financière européenne et engendrerait peut-être des anticipations inflationnistes, contribuant ainsi à sortir l'économie européenne de la [trappe à liquidité](#) dans laquelle elle se trouve depuis le début de la crise financière. Notons que malgré son activisme, la Réserve fédérale américaine n'a pas jusque-là réussi à engendrer de telles anticipations et reste engluée dans une même trappe à liquidités.

A plus longue échéance, il convient de revoir la gouvernance économique européenne. L'usage actif des politiques économiques aux Etats-Unis et en Chine contraste avec la prudence affichée par la BCE et avec les réticences européennes à mener des politiques budgétaires expansionnistes, et plus généralement avec le choix de bâtir la gouvernance économique européenne sur le refus des politiques discrétionnaires. Ainsi serait-il souhaitable que, tout en préservant son indépendance, la BCE puisse poursuivre un [double mandat](#) d'inflation et de croissance, et que les [règles qui disciplinent](#) la politique budgétaire soient plus « intelligentes » et flexibles.

Donner aux autorités de politique économique la possibilité de mener des politiques discrétionnaires ne doit pas faire oublier le risque de manque de concertation, qui peut amener le Congrès américain à menacer unilatéralement de taxes compensatoires les marchandises importées de pays dont la monnaie serait sous-évaluée. Une telle volonté fait resurgir le spectre du protectionnisme, et les pays du G20 devraient envisager un mécanisme pour coordonner les politiques, et éviter ainsi des guerres commerciales plus ou moins explicitement déclarées.

En outre, une guerre des monnaies ne semble pas une façon efficace de protéger nos économies : la sous- ou surévaluation

d'une monnaie est un concept complexe à appliquer, et l'incidence de la valeur d'une devise sur les exportations et importations est rendue très incertaine par la fragmentation internationale de la production de marchandises et de services. A une politique défensive, il vaut donc sans aucun doute mieux substituer une [politique industrielle active](#), permettant de tirer profit de nouvelles niches technologiques créatrices d'activités et d'emplois.

Au final, pour que les mots aient un sens concret – pour « engendrer la confiance et la croissance » dans les économies avancées et « soutenir la croissance en contenant les pressions inflationnistes » dans les économies émergentes ([Communiqué du G20](#), Paris, 14-15 octobre 2011) -, il faut remettre en cause la « contagion des [contractions budgétaires](#) » qui secoue aujourd'hui la zone euro et, plutôt qu'une phase supplémentaire de rigueur, mettre à l'ordre du jour des plans de relance dans les économies avancées pendant que les taux d'intérêt sont encore bas. Ces plans doivent être ciblés pour engendrer de la croissance et ne pas mettre en péril la solvabilité des finances publiques : il faut donc favoriser les investissements publics. Ils doivent être coordonnés entre eux pour en maximiser l'impact global, mais aussi avec l'action des banques centrales, afin que celles-ci les accompagnent par le maintien de taux d'intérêt bas. Le Sommet de novembre 2011 arrivait à point nommé pour qu'une telle concertation émerge. Il n'en fut malheureusement rien.

---

**Politique monétaire :**

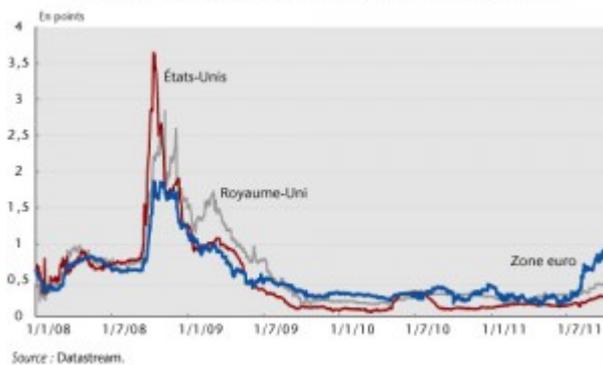
# L'histoire sans fin

par [Christophe Blot](#) et Christine Rifflart

Les banques centrales disposent-elles encore de marges de manœuvre pour contrer les pressions déflationnistes aux Etats-Unis et éviter à la zone euro de sombrer dans une nouvelle crise financière comparable à celle de 2008 ?

Malgré la baisse des taux directeurs des banques centrales à des niveaux planchers compris entre 0 et 0,5 % (1 % pour la BCE avant les deux hausses de 0,25 % en avril et juillet dernier), les politiques monétaires sont restées sans effet sur les conditions de financement des agents privés. Pourtant, depuis le début de l'été, les mauvaises nouvelles s'enchaînent de part et d'autre de l'Atlantique et nourrissent un pessimisme accru. La crise de confiance dans la zone euro accroît le risque de blocage et l'absence de reprise du crédit aux Etats-Unis, du fait notamment de taux privés qui peinent à baisser, montre que la trappe à liquidité qui s'est mise en place à la suite de la crise financière de 2008 n'est toujours pas refermée. Cette situation alimente la crise de liquidité que l'on peut observer sur les marchés interbancaires à travers les *spreads* (graphique 1) et les enquêtes auprès des banques. Même si elles n'ont pas encore atteint les sommets observés lors de la faillite de Lehman Brothers aux Etats-Unis, de telles tensions illustrent les craintes sur la fragilité des banques européennes du fait de leur exposition aux dettes des Etats membres de la zone euro et montrent combien la situation en matière de dette souveraine pèse sur la stabilité du système bancaire européen.

Graphique 1. Écart entre le taux interbancaire et l'OIS à trois mois



La trappe à liquidité renvoie à une situation où le taux d'intérêt atteint un niveau plancher et où la politique monétaire ne parvient plus à stimuler l'économie par le recours aux instruments conventionnels. L'image de la trappe correspond à l'idée que toute monnaie supplémentaire émise par la banque centrale est immédiatement absorbée – comme si elle tombait dans une trappe – par une demande de monnaie qui devient infiniment élastique au taux d'intérêt. Monnaie et titres deviennent parfaitement substituables. Pour contrer cet effet, les banques centrales peuvent recourir aux mesures dites non conventionnelles. Par des programmes d'achats de créances publiques ou privées, elles tentent d'avoir une prise directe sur la structure par terme des taux d'intérêt. Elles fournissent en quantité abondante de liquidités au système bancaire afin d'encourager le crédit. Elles peuvent également chercher à influencer les anticipations d'inflation et de taux d'intérêt futurs. Une hausse de l'inflation anticipée permet de réduire le taux d'intérêt réel *ex-ante*. De même, l'engagement sur une politique de taux faibles à un horizon long peut redonner confiance aux agents privés et les inciter à consommer et investir.

Consciente des risques encourus, la BCE a décidé, à l'issue du [Conseil des Gouverneurs](#) qui s'est tenu le 6 octobre 2011, de reconduire des opérations exceptionnelles de refinancement à long terme et de lancer un second programme d'achats d'obligations sécurisées. Ces annonces rejoignent celle de la Banque d'Angleterre le même jour (voir le [compte rendu](#) de la

réunion du 6 octobre 2011) prévoyant une nouvelle vague d'achats d'obligations publiques pour un montant de 75 milliards de livres sterling. De son côté, la Banque du Japon continue également de relever régulièrement son plafond d'achats de titres qui atteint désormais 15 000 milliards de yens (soit 3,1 % du PIB).

Pour autant, ces mesures sont loin des actions menées par la Réserve fédérale pour faire pression sur les marchés financiers. Première à avoir rassuré les marchés sur le maintien du taux des Fonds fédéraux entre 0 et 0,25 % aussi longtemps que nécessaire, elle a complété son action sur les anticipations de taux courts futurs en annonçant le 9 août qu'elle maintiendrait à ce niveau au moins jusqu'à la mi 2013. Mais surtout, un nouveau programme d'achat de titres a été lancé le 21 septembre 2011 (dit QE3) (voir le [compte rendu](#)). Le plan prévoit l'achat, d'ici juin 2012, de 400 milliards de dollars de titres du Trésor ayant une durée de vie restante entre 6 et 30 ans contre des titres ayant une durée de vie restante inférieure à 3 ans.

Cette action, destinée à peser sur les taux des marchés financiers, s'inscrit dans une politique initiée dès le début de l'année 2009, et visant d'abord les taux hypothécaires (via les MBS), puis l'ensemble de la chaîne de taux privés. En achetant des titres publics de différentes maturités sur le marché secondaire, la Réserve fédérale espère peser suffisamment sur les volumes pour réduire les rendements offerts et conduire les investisseurs à reporter leurs achats vers des titres plus longs, et plus risqués. Pour être efficaces, ces achats doivent être de grande ampleur. C'est pourquoi la Fed n'a pas hésité à accroître son bilan et acheter depuis 2008, l'équivalent de 7,4 % du PIB en titres publics. La Banque du Japon et la Banque d'Angleterre, qui détenaient un portefeuille de titres publics déjà élevé en 2008, ont acquis, malgré tout, pendant la crise l'équivalent de 4,6 % et 2,2 % du PIB de titres publics supplémentaires. La

BCE ne s'est pas mise dans cette position. En intervenant sur les marchés pour acheter des titres grecs ou italiens, la BCE a avant tout cherché à préserver la stabilité financière eu égard à la forte exposition du système bancaire européen sur les titres de dette souveraine et à assurer, dans l'attente d'une solution pérenne, la viabilité de la zone euro. Cette position prudente, voire trop prudente, lui donne donc l'opportunité d'amplifier, à l'image des autres banques centrales, sa politique d'achat de titres afin de peser plus largement sur les taux d'intérêt publics à long terme de l'ensemble de la zone euro (graphique 2).



Si tel était le cas, cette stratégie permettrait également une meilleure coordination des politiques économiques. L'évolution des taux d'intérêt à long terme conditionne l'efficacité de la politique budgétaire, en réduisant d'une part les effets d'éviction financière et en assurant la soutenabilité des trajectoires de dette publique qui dépend crucialement de l'écart entre le taux de croissance du PIB et le taux d'intérêt. De fait, ces mesures d'assouplissement quantitatives aux Etats-Unis et au Japon accompagnent la mise en œuvre de nouveaux plans de relance budgétaire. Si le gouvernement britannique a fait le choix d'une forte restriction budgétaire, il bénéficie malgré tout des actions entreprises par la Banque d'Angleterre pour atténuer l'impact récessif des plans d'austérité. Comparativement à ses homologues, la zone euro dispose donc de marges de manœuvre à la fois en termes de baisses des taux d'intérêt (après les

deux hausses à contre-pied d'avril et juillet derniers) mais également afin d'améliorer la coordination entre politiques monétaire et budgétaire.

*Ce texte fait référence à une [étude sur la politique monétaire jointe à l'analyse de la conjoncture et la prévision à l'horizon 2011-2012](#) que le département analyse et prévision a présentées le vendredi 14 octobre 2011. Les analyses sont disponibles sur le site internet de l'OFCE.*

---

# Retrouver la confiance dans l'euro : trois urgences

par [Jérôme Creel](#)

Dans une communication devant la Commission ECON du Parlement européen, lundi 17 octobre 2011, à propos de la gouvernance économique européenne, trois urgences sont recensées pour sauver l'euro et améliorer sa gestion.

Sauver l'euro sans délai supplémentaire est la priorité : pour cela, il faut doter suffisamment le FESF et requérir de la BCE qu'elle poursuive ses interventions sur les marchés d'obligations publiques, afin que se résorbe l'écart entre les taux longs des pays périphériques et ceux des pays du coeur de la zone euro (Allemagne, France, Pays-Bas), où les seconds baissent, au bénéfice donc de l'Allemagne, de la France et des Pays-Bas, tandis que les premiers augmentent et font peser un lourd fardeau sur les finances publiques de la Grèce, certes, mais aussi du Portugal et de l'Espagne.

Deuxièmement, il faut appliquer au plus vite les nouvelles dispositions législatives modifiant le Pacte de Stabilité et

de Croissance et créant un dispositif symétrique de surveillance des déséquilibres macroéconomiques. Cette seconde priorité est urgente, elle aussi : elle doit permettre à la zone euro d'échapper à l'avenir à une nouvelle crise, du moins de s'en prémunir par des instruments et une surveillance adéquats. Dans ce cadre, le Parlement européen est invité à "contrôler les contrôleurs" afin que la confiance des Européens dans leurs institutions s'améliore sensiblement.

Enfin, il faut s'assurer du bon fonctionnement de la gouvernance européenne. Rien n'est perdu, des règles intelligentes existent : elles doivent être appliquées après concertation. Le ciblage d'inflation pour le versant monétaire et l'authentique règle d'or des finances publiques pour le versant budgétaire doivent émerger.

Communication devant la Commission ECON, Parlement européen,  
17 octobre 2011

Without trust, no thrust: some reflections on the new EU agenda for policy reforms (first version [here](#))

Dear Madame Chair,

Dear Honorable Members,

After almost two years of European turmoil related to the bad management of public finances in a few Eurozone countries, and more than four years after a deep worldwide crisis, time is certainly ripe for reaching European solutions to cure the crisis. Two emergencies are at stake: first, stopping distrust's contagion vis-à-vis Eurozone members; second, stopping misbehaviors' contagion among Eurozone members in the future. By the way, this second emergency certainly necessitates a separation between two periods: the short run and the longer run.

1. Short run emergency 1: improving trust in the Euro

In order to cope with the first emergency, Eurozone countries need a more automatic solidarity mechanism. There have been different options discussed and implemented so far at the Eurozone level, from the EFSF (then future ESM) to Eurobonds, or the intervention of the ECB on secondary markets. They all need to be enforced and implemented as soon as possible without limitations, otherwise discrepancies in long-term yields on public bonds will continue to grow across Eurozone members, at the expense of countries with twin deficits and at the benefit of countries which are closer to twin balance. Without strong automatic interventions, Eurozone countries take the risk of feeding distrust in their ability to support the Euro. The consequence might be distrust in the future of the Euro, distrust in the future of the EU project.

## 2. Short run emergency 2: enforcing the “6-pack” with improvement in its democratic content

In order to cope with the second emergency, the European Commission, the President H. van Rompuy and the European Parliament have dealt with the EU governance of the near future through a “6-pack” of legislative amendments which were adopted on 25 September 2011.

A major step has been made in the good direction: macro imbalances are no longer automatically related to deficits as they may also refer to surpluses; and a macro imbalance can be considered “excessive” only to the extent that it “jeopardizes or risks jeopardizing the proper functioning of the EMU”. This is clear understanding that provided Eurozone countries are primarily partners rather than competitors, their trade links shall not be automatically confounded with risky imbalances for they do not impinge on the common currency, the Euro.

The “6-pack” also deals with the better enforcement of the Stability and Growth Pact, introducing earlier sanctions, and a more comprehensive fiscal surveillance framework. This is certainly necessary to make sure that the risk of moral hazard

in the Eurozone is reduced to a minimum. However, the overall '6-pack' must pass beforehand criteria for the effectiveness of a fiscal rule.

There have been different ways to assess reform proposals for economic policies. A well-known and convenient one is a set of criteria first developed by George Kopits and Steven Symansky at a time when both were working at the IMF. According to them, a fiscal rule is effective if it is well-defined, transparent, simple, flexible, adequate relative to goal, enforceable, consistent and efficient. In an amendment by the European Parliament related to macro imbalances, one can read that the indicators in the scoreboard must be relevant, practical, simple, measurable and available; moreover, flexibility is advocated in the assessment of macro imbalances. The Kopits-Symansky criteria are thus still relevant, and only their seventh criterion, consistency, seems to have been forgotten from the list. Does it reveal that through the current reform proposals, no one wishes to deal with monetary policy, which consistency with fiscal policies might well be assessed, and the other way round?

I have written elsewhere my own views on Kopits and Symansky's set of criteria ([Creel, 2003](#); [Creel and Saraceno, 2010](#)), but I think I need to insist on the simplicity one. I fear the existence of a so-called "simplicity" criterion when complex problems are arising. For instance, a strong public deficit may be due to 'bad times' (recession, slow GDP growth), interest rates hikes, wrong policies, a non-existing tax system, etc. A simple rule cannot handle the multiplicity of the causes for a deficit. I also fear that such a criterion is simply disrespectful towards the people: well-informed people can certainly approve complex rules if they believe that those who implement them target the common interest.

It leads me to propose that the "simplicity" criterion is changed into a "democratic" criterion. That change would not be substantial as regards Kopits and Symansky's justification

of their criterion: simplicity is required, they say, to enhance the appeal of the rule to the legislature and to the public. Changing “simplicity” into “democratic” would thus be consistent with their view. It would add two advantages. First, there would be no need to target simple or simplistic rules, if more complex ones are required. Second, to enhance their appeal to the public, these rules should be endorsed and monitored by a Parliament: as their members are the representatives of the public, the latter would be fully informed of the nature and properties of the rule.

What would be the main consequences of assessing reform proposals through the lens of democratic content in the current context? First, the now-complex setting of fiscal rules in the EU, under the amendments of 25 September 2011, is well-defined but it is no longer simple. That should not lead us to assume that these rules will not be efficient. Second, if all European authorities, including the European Parliament, approved a stricter surveillance mechanism for fiscal policies, macro imbalances, and employment guidelines, control over the misbehaving countries should be shared with all these authorities, hence also including the European Parliament. The implication of the latter, with that of the European Council, would enhance the appropriation of rules by the public, and the trust of the public in their institutions. Third, another consequence would be that automaticity in sanctions should not be an option for automaticity is contradictory with the essence of a democracy: contradictory debates.

Are the current reform proposals respecting the “democratic” criterion? The implication of the EP in these reforms already calls for a positive answer. Nevertheless, the implication of the EP in “checking the checkers” is necessary to achieve a definite positive answer. This implication might be very productive in reassessing the effectiveness of the policies which are undertaken in a country where suspicion of

misbehavior is developing. The implication of the Economic Dialogue and the European Semester should also be used to improve trust in the EU institutions and the Eurozone governments, with due respect to the subsidiarity principle. Sharing information, analyses, data should be viewed by all partners as a way to achieve cooperation, keeping in mind that John Nash showed through his solutions that cooperative equilibria always lead to a win-win situation.

“Checking the checkers”, as I mentioned above, involves an informed assessment of the effectiveness of fiscal policies. Such an assessment is not dealt with in the current Stability and Growth Pact. During the procedure of fiscal surveillance, and before sanctioning a country, it is of the highest priority to gauge the effectiveness of a fiscal policy which has led to higher deficits and debts.

Discussions about fiscal policies are usually very pessimistic nowadays, as far as their effectiveness is concerned, but those endorsing these discussions take the risk that the people have finally no trust in their governments, for they are said to follow the wrong policies, and in the European institutions that are not able to stop these policies.

It may be useful to recall (once again?) that a consensus exists in the economic literature about the sign of the fiscal multiplier: it is [positive](#). And because of that, the Chinese, US, German, French, etc. governments decided to increase their deficits through discretionary policies during the worldwide crisis: these governments were conscious that their policies were helpful. Why shouldn't they during other 'bad times'? Why should we all think that a contagion of fiscal restrictions in the EU will help us thrust again? Good policymaking requires that policies are contingent to the economic situation (GDP growth, inflation rate, level of unemployment, etc.).

In my view, at this stage, there are two important prerequisites to a rapid improvement in the EU governance, and

I do not think they require a new Treaty. We all know that at the ECB and beyond, some argue that political pressures led this institution to buy public bonds, in contrast, they add, with the EU Treaty. Its independence would have been at stake. For this reason, the first prerequisite is in recalling the independence and mission of the ECB. The ECB is a young institution and it needs confidence in itself, as a teenager does. Once definitely adult, after full confidence is reached, the ECB will not fear coordination or cooperation with governments and the EP that fully respect its independence but may wish to improve the consistency of their policies with its.

The second prerequisite is in recalling the objectives of the EU, growth and stability, and in admitting that there is not a single way to achieve these objectives, for countries are still so different within the EU, even within the Eurozone. The 'one size fits all' is no longer an option, hence the necessity to complement fiscal rules with an assessment of macro imbalances and with regular, transparent, and democratically-controlled assessments of the relevance of the underlying analyses by governments on the one hand, and controllers on the other. There is a strong role for the EP in acknowledging and managing this no 'one size fits all' way of dealing with fiscal rules.

### 3. Longer run emergency 2: more intelligent rules?

In the longer run, if improvements by the ECB in cooperating with governments have not materialized, a binding commitment to follow a cooperative behavior could be included in the statutes of the ECB. A change in its statutes might also be considered, with a view to adopting, for instance, a [dual mandate](#) similar to that of the Fed. That way, it would be clear that "if 5% inflation would have (Central bankers') hair on fire, so should 9% unemployment" (Ch. Evans, 2011). Another possibility would be to urge the ECB to implement full inflation targeting. That would require the ECB to make public

its forecasts and minutes of decisions, thus enhancing information and potentially influencing the private sector.

Lastly, the most important debate on fiscal policymaking is in wondering what governments are doing with tax and spending, and how they finance them. The European Semester and the monitoring of indicators of macro imbalances certainly go in the good direction, but rather than a global view on the evolution of deficits and debts, Eurozone countries should think about circumscribing the good and bad parts of taxes and spending and make sure they all target the good policy, at their benefit and at the benefit of others. Of course, this is not an easy task, but it is a task that would make the EU fiscal rules ever more “intelligent”.

Having common objectives within Europe 2020, it could be thought of having common tools to reach them: a higher EU budget? Or an authentic but modified [golden rule of public finance](#) where some expenditures proved to be productive, with the agreement of all EU member states, would be left out of the scope of binding rules? That is not the hot topic of the day, but had it been before the SGP reform of 2005 that the stability of the Eurozone might not have been at stake the way it has been since the worldwide crisis.

I thank you for your attention.

---

## Retour en enfer ?

par [Xavier Timbeau](#)

*A propos des perspectives de l'économie mondiale pour*

2011-2012

Si la Grèce venait à faire défaut, même partiellement, sur sa dette souveraine, il pourrait se produire un événement de nature au moins aussi grave que celui qui a suivi la chute de la banque *Lehman Brothers* à l'automne 2008.

Le choc initial, une fraction (60% ?) des 350 milliards d'euros de dette publique grecque, frapperait directement les agents qui détiennent cette dette. Quelques centaines de milliards d'euro (210 M€ ?) seraient inscrits en moins au bilan de ménages ou de banques grecs, mais aussi d'agents économiques d'autres pays européens. Il faudrait alors recapitaliser le système bancaire européen (quelques dizaines de milliards d'euros), probablement quelques assureurs ou fonds de pension (on ne sait pas combien) et espérer que le reste, c'est-à-dire les pertes financières des ménages se limiteraient à un simple effet richesse.

La Grèce ne serait pas sortie d'affaire pour autant, puisque son déficit primaire (hors charge d'intérêt) sera en 2011 supérieur à 2,5 % de son PIB. Même dans le cas d'un défaut partiel sur sa dette souveraine, la Grèce serait probablement exclue des marchés financiers et devrait à nouveau réduire, brutalement, son déficit public, à moins que le FESF ne s'y substitue. Mais tout comme dans l'enchaînement qui a conduit de la faillite de la 5ème banque d'affaire américaine à la plus grande crise financière, bancaire et économique de l'après-guerre, l'affaire ne s'arrêterait pas là (nous décrivons ce scénario en détail dans [notre analyse de la conjoncture d'octobre 2011](#)).

Il serait alors démontré que les titres publics de la zone euro ne sont plus des titres sûrs. N'étant plus sûrs, ces titres souverains seraient moins recherchés et ne serviraient plus de valeur refuge comme ils le sont aujourd'hui. Le taux d'intérêt souverain deviendrait plus élevé, mesure supposée du risque qu'il y aurait à en détenir désormais. Plus le pays

serait susceptible de suivre la Grèce dans le défaut, plus son taux s'envolerait. Partant de niveaux de dettes publiques égales au PIB – conséquences en partie de la phase I de la grande récession de 2008 – la hausse des taux creuserait les déficits publics plus qu'ils ne le sont. Elle accroîtrait le risque de défaut, jusqu'à le provoquer. Les pays qui le peuvent tenteraient d'échapper à ce cercle vicieux par une vertu budgétaire encore plus exemplaire.

Tout ceci conduirait à de nouvelles moins-values pour les imprudents qui auraient acquis des titres souverains portugais, espagnols, irlandais ou italiens. Au lieu de quelques centaines de milliards d'euros perdus sur la dette publique grecque, ce sont là quelques milliers de milliards d'euros de moins-values qui appelleraient à la fois de sérieuses recapitalisations du secteur bancaire européen (on évoque jusqu'à 300 milliards d'euros) et une perte de richesse des ménages européens qui devrait se traduire par un sérieux ralentissement de leur consommation. Combiné à l'effet des restrictions budgétaires impliquées par l'arrêt du financement des déficits publics, par les restrictions budgétaires dans les pays « vertueux », la phase II de la récession ferait passer la phase I pour une aimable plaisanterie.

Un plan audacieux de recapitalisation vigoureuse des banques européennes, de refinancement à long terme de la Grèce et de vertu budgétaire affichée et partagée par les Etats membres de l'Union Européenne pourrait retarder le scénario du pire pendant quelques mois. On pourrait ainsi entretenir l'illusion que les titres publics sont sûrs, à l'exception de ceux émis par la Grèce. Mais, lorsqu'on s'apercevra que les engagements budgétaires de certains étaient optimistes et avaient sous-estimé les possibilités d'une nouvelle mauvaise fortune, qu'elle soit tombée du ciel ou simplement la conséquence des plans de restrictions sur l'activité en Europe et donc sur les recettes fiscales, alors, la certitude de la sûreté des titres publics s'effondrera à nouveau. Et aux exceptions, on ajoutera

le Portugal à la Grèce. Mais l'exception devenant règle, la digue cèdera à nouveau et plus facilement à chaque nouveau pays. L'Allemagne sera le dernier pays à faire défaut, triste consolation pour avoir été le plus vertueux, ce que les marchés financiers semblent anticiper par des CDS à plus de 70/10 000 sur les titres souverains allemands.

Pour éviter ce scénario du pire, il nous reste peu de solutions. Quatre principes doivent être suivis. Le premier est qu'il ne faut aucun défaut sur des titres souverains. La Banque Centrale Européenne (BCE) multiplie les [déclarations dans ce sens](#), à juste titre. En second lieu, la Grèce doit payer sa dette publique. C'est à la fois pour des raisons morales (personne ne doit payer à la place des grecs), pour des raisons économiques (la perte sur les titres souverains grecs est une perte pour quelqu'un) mais aussi parce que les grecs le peuvent. Leur économie connaît depuis 2008 une récession comme peu d'économies développées en ont traversé, l'ajustement budgétaire sera brutal, mais les ménages ou institutions grecs détiennent un patrimoine important. De plus, par la lutte contre la fraude et l'évasion fiscale, la Grèce a un potentiel de recettes à la hauteur de sa dette publique. Il est, en revanche, indispensable que la dette publique grecque puisse être financée à un taux suffisamment bas pour que l'effet boule de neige, démultiplié dans la récession, ne l'emporte sur le reste. En troisième lieu, et c'est là que les choses se compliquent, les titres de dette publique doivent être des actifs parfaitement liquides. Pour ce faire, il faut une institution qui peut acquérir, sans aucune limite, les dettes publiques lorsque cela s'impose. La BCE peut techniquement remplir ce rôle, comme le font aujourd'hui toutes les grandes banques centrales (FED, BoE, BoJ). La BCE le fait depuis quelques mois, même si le montant des titres qu'elle détient reste faible (voir « L'histoire sans fin » [dans notre dossier de prévision](#)). Mais pour avoir un dispositif crédible, il faut en démultiplier les moyens, en assumer le fonctionnement et s'attacher au quatrième point :

la stratégie budgétaire à moyen terme. Car, en effet, pour que les titres publics soient sûrs, il faut qu'ils soient non seulement liquides mais aussi solvables. Les règles d'or constitutionnelles répondent maladroitement à cette nécessité. Il reste à inventer une meilleure approche, applicable dans la structure institutionnelle actuelle de l'Europe, pour assurer la solvabilité dans le moyen terme des finances publiques des Etats membres.

*Ce texte fait référence à l'analyse de la conjoncture et la prévision à l'horizon 2011-2012 que le département analyse et prévision a présentées le vendredi 14 octobre 2011. Les analyses sont disponibles sur le [site internet de l'OFCE](#) et dans [la revue de l'OFCE n°119](#).*

---

## **Pourquoi les pays développés doivent renoncer à leur AAA**

par [Catherine Mathieu](#) et [Henri Sterdyniak](#)

Par essence, les Etats à monnaie souveraine devraient renoncer à leur AAA : en effet, quelle logique y-a-t-il à voir des agences de notation noter un Etat dont le défaut est rendu impossible par sa capacité à créer sa propre monnaie ? Pour éviter la dépendance envers ces agences de notation et mettre fin à la crise qui sévit en Europe, les Etats membres de la zone euro doivent retrouver leur souveraineté monétaire par la garantie conjointe quasi-intégrale des dettes publiques.

Depuis 1945, aucun pays développé n'a fait défaut sur sa dette publique. Celle-ci était sans risque, puisque les Etats s'endettaient dans leur propre monnaie et pouvaient toujours se financer auprès de leur banque centrale. Les pays

développés jouissaient de la « souveraineté monétaire ». C'est toujours le cas aujourd'hui pour le Japon (qui s'endette à 10 ans à 1% malgré une dette de 210% du PIB), les Etats-Unis (qui s'endettent à 2% avec une dette de 98% du PIB), le Royaume-Uni (qui s'endette à 2,5% pour une dette de 86% du PIB).

Les banques et les assurances ne peuvent fonctionner si elles ne disposent pas d'un actif sans risque et si elles doivent se garantir contre la faillite de leur propre État, ce qui est bien sûr impossible : les montants en jeu sont énormes et les titres publics servent de garantie aux activités bancaires et d'assurances. Les banques et les assurances ne peuvent accumuler suffisamment de fonds propres pour résister à la faillite de leur pays ou de plusieurs pays de la zone euro. Cette exigence, on le voit aujourd'hui, avec la crise des dettes publiques de la zone euro, mène à la paralysie générale du système bancaire.

Il est foncièrement absurde que les agences de notation notent un État à souveraineté monétaire, comme si son défaut était une possibilité à envisager. Les États à monnaie souveraine devraient renoncer à leur AAA : par essence, leur dette est sans risque puisqu'elle est garantie par le pouvoir de création monétaire de leur banque centrale.

Les pays de la zone euro ont perdu leur « souveraineté monétaire » : selon le Traité de l'Union européenne, la BCE n'a pas le droit de financer les États ; les États membres ne sont pas solidaires. Les marchés financiers s'en sont aperçus à la mi-2009. Du coup, une spéculation incontrôlable s'est déclenchée sur les pays les plus fragiles de la zone : Grèce, Portugal, Irlande, ceux qui avaient connu la plus forte croissance avant la crise, mais qui vont devoir changer leur modèle de croissance ; puis, par effet de domino, sur l'Italie, l'Espagne et même la Belgique. Aujourd'hui, la Belgique doit payer un taux d'intérêt de 3,8 %, l'Espagne de 5,2 % et l'Italie de 5,6 % contre 2,6% pour la France, et même 1,8% pour l'Allemagne. La Grèce, l'Irlande, le Portugal sont

ramenés dans la situation des pays en développement de jadis : leurs dettes sont devenues des actifs risqués qui subissent d'importantes primes de risque ; ils doivent passer sous les fourches caudines du FMI.

Ce jeu des marchés financiers risque de paralyser complètement la politique budgétaire. Lorsqu'un pays dispose de la souveraineté monétaire, en période de récession, la banque centrale peut diminuer au maximum son taux d'intérêt et s'engager, si nécessaire, à le maintenir durablement bas ; l'Etat augmente son déficit mais le bas niveau des taux d'intérêt évite que la dette publique ne fasse *boule de neige* ; il provoque une baisse du taux de change, qui soutient l'activité. La garantie des dettes par la création monétaire fait qu'il n'y a pas de risque de faillite, donc pas de raison de devoir en permanence *rassurer* les marchés. La banque centrale, en maintenant les taux longs à de bas niveaux en période de récession, garantit l'efficacité de la politique budgétaire. La politique budgétaire n'a pas à se soucier des marchés. C'est toujours la stratégie des États-Unis.

En zone euro, le risque est que demain un pays ne puisse plus augmenter son déficit de crainte que les agences ne dégradent sa notation et que ses taux d'intérêt ne s'envolent. Les pays sont donc condamnés à des concours de vertu pour apparaître aussi sages que l'Allemagne aux yeux des marchés. Ceci rend leur politique budgétaire impuissante, et donc leur conjoncture incontrôlable (voir, par exemple, [L'impossible programme des candidats à l'élection présidentielle](#)). La dette publique devient un facteur permanent de risque puisque les États sont à la merci des esprits animaux des marchés. Toute politique économique devrait être évaluée en tenant compte de l'opinion des marchés. Or ceux-ci n'ont pas de compétence macroéconomique particulière. Ils imposent des politiques d'austérité en période de récession, puis se plaignent du manque de croissance. C'est ce qu'ils font aujourd'hui, pour la zone euro en général, pour l'Italie et la Grèce en

particulier. Ils favorisent les réformes libérales comme la réduction de la protection sociale ou celle du nombre d'enseignants. Pour que les pays conservent la capacité de réguler leur activité économique, le risque de faillite doit être nul.

La zone euro doit donc choisir entre se dissoudre ou se réformer de façon à garantir les dettes publiques des États membres, qui retrouveraient leur « souveraineté monétaire ». Les dettes publiques européennes doivent redevenir des actifs sans risques, faiblement rémunérés mais totalement garantis (par la solidarité européenne et fondamentalement par la BCE). C'est le seul moyen de maintenir l'autonomie des politiques budgétaires, qui est nécessaire compte tenu des disparités en Europe et de la perte pour chaque pays de l'instrument monétaire et de celui du taux de change.

Le fonctionnement de la zone euro n'a pas été réfléchi au moment de sa création, en particulier l'arbitrage « autonomie des politiques budgétaires/monnaie unique/souveraineté monétaire ». La garantie conjointe crée un problème d'aléa moral puisque chaque pays peut augmenter sa dette sans limite, mais une absence de garantie laisse le champ libre au jeu des marchés financiers, qui seront en permanence à l'affût. La garantie ne peut être réservée aux pays qui respectent les règles automatiques, injustifiables sur le plan économique et non respectables du Pacte de stabilité. Elle doit être automatique et totale. Pour éviter l'aléa moral, le Traité européen doit comporter un dispositif prévoyant le cas extrême où un pays pratiquerait effectivement une politique budgétaire insoutenable ; dans ce cas, la nouvelle dette de ce pays ne serait plus garantie ; mais ceci ne doit jamais survenir.

N'ayant plus la nécessité de rassurer les marchés, les pays de la zone euro pourraient pratiquer des politiques budgétaires différenciées mais coordonnées, se donnant comme objectif principal le retour à un niveau d'emploi satisfaisant, compatible avec une inflation modérée.