

## Un New Deal pour l'Europe. Croissance, euro, compétitivité



Auteurs : Michel Aglietta et Thomas Brand

Editeur : Odile Jacob

Parution : 2013

Thème : Politiques économiques

Note rédigée par Lionel Lorrain, professeur de SES, académie de Guadeloupe

### La naissance de l'euro

#### *L'ordolibéralisme allemand*

Dans l'ordre politique allemand, la monnaie a précédé l'institution de la république fédérale. Au fondement de l'organisation politique se trouve l'ordolibéralisme qui a son origine dans la paix de Westphalie de 1648. Les pays allemands étaient fragmentés mais aspiraient à un ordre social immuable fondé sur les valeurs de l'artisanat : la compétence professionnelle, la discipline du travail et le sens de la hiérarchie. Cela donna naissance au système de la gouvernance partenariale dès 1894. Le partenariat entre l'école, les unions syndicales et les fédérations patronales permit qu'émerge une élite ouvrière et artisanale puis une classe moyenne pour laquelle l'action publique fut mise en œuvre.

C'est au cours des années 1930 que fut théorisé cet ordre juridico-politique conciliant des valeurs communautaires (l'appartenance à la classe moyenne) et le libéralisme économique. Ludwig Erhard mit en œuvre ces principes après la Deuxième Guerre mondiale en tant que ministre des finances puis chancelier sous le nom d' « économie sociale de marché ». Ils furent inscrits en 1948 dans la loi fondamentale instituant alors un lien indissoluble entre organisation politique et organisation économique. Il s'agissait en effet de faire barrage à tout pouvoir arbitraire qui aurait pu s'exercer dans l'économie. En des termes plus actuels, il s'agissait d'empêcher toute capture de l'Etat par des minorités cherchant à orienter les politiques publiques dans leur intérêt. Cependant l'action publique est préconisée puisque le marché n'est pas autorégulateur, mais sous la forme de règles mises en œuvre par des autorités indépendantes.

Dans cette conception, la monnaie devient le ciment de la nation puisqu'elle repose sur un lien de confiance fort, assis sur la stabilité monétaire qui devient un impératif catégorique. C'est pourquoi le dialogue social et le consensus sont si forts en Allemagne : les intérêts économiques légitimes sont ceux qui ne menacent pas la stabilité des prix et respectent la concurrence. Dès lors, la Bundesbank établit un diagnostic (la croissance potentielle) qui doit être intégré par les partenaires sociaux dans leurs négociations. Des exigences salariales trop fortes conduiront nécessairement la banque centrale à contrer le risque inflationniste anticipé par une politique monétaire restrictive. Les auteurs nous permettent ainsi de comprendre que la construction de l'euro se fonde sur cette doctrine ordolibérale allemande, mais en l'absence de gouvernance partenariale dans les autres pays de la zone euro.

#### *Les théories des unions monétaires*

Au niveau théorique, Aglietta et Brand vont rappeler que c'est la conception même de la monnaie qui va déterminer l'approche scientifique de la question. Les théories des zones monétaires optimales reposent sur une approche positiviste dans laquelle la monnaie est une marchandise particulière, et dans laquelle est postulée l'hypothèse d'une neutralité à long terme. Une zone monétaire sera dite optimale si l'emploi et l'inflation sont stables à court terme malgré l'abandon du taux de change. Pour Robert Mundell, c'est la mobilité du facteur travail qui permet à l'économie de l'union monétaire de faire face à un choc asymétrique. Pour Richard McKinnon, c'est le degré d'ouverture des économies qui va justifier l'abandon du taux de change et l'union monétaire. Une économie très ouverte ne peut pas vraiment utiliser l'arme du taux de change, une dépréciation/déévaluation ayant des conséquences inflationnistes fortes, il est donc préférable d'abandonner la souveraineté monétaire. Pour Peter Kenen, l'effet des chocs est limité si les économies ont des productions diversifiées, et dans ce cas l'abandon du change est pertinent. Mais ces approches théoriques fondées sur une monnaie exogène sont critiquables notamment parce que la création de l'union monétaire peut modifier la situation initiale qui était à l'origine de cette union. Ainsi, la diversité de la structure industrielle était à l'origine un argument favorable à l'UEM. Mais aujourd'hui, il apparaît que les spécialisations se sont accrues avec des processus de désindustrialisation et des divergences remettent en cause la pertinence de l'union monétaire avec un affaiblissement de la capacité à résister aux chocs asymétriques.

Les auteurs vont alors se tourner vers les approches stratégiques des unions monétaires pour analyser les difficultés liées aux différentes conceptions de la souveraineté monétaire (opposition entre ordolibéralisme et suffrage universel). Dans une perspective néoréaliste, Charles Goodman a critiqué les théories des zones monétaires optimales et proposé une réflexion autour de la notion d'hégémonie : une union monétaire n'est pertinente que si des pays s'allient autour d'un gros pays hégémonique qui ne sera pas influencé par la zone monétaire dans la mise en œuvre de sa politique monétaire. C'est typiquement le cas des différents *currency boards* qui ont pu être mis en place dans certains pays en développement.

#### *L'histoire de l'union monétaire européenne*

Deux rapports ont marqué l'histoire de l'union monétaire européenne : le rapport Werner de 1970 et le rapport Delors de 1989. Le rapport Werner est né de la volonté de répondre aux difficultés posées par l'instabilité du change notamment par rapport aux prix agricoles. En référence au triangle d'incompatibilité de Mundell, une union monétaire nécessitait l'abandon de la souveraineté des politiques économiques (Aglietta et Brand soulignent que ce sont bien les politiques économiques et non la seule politique monétaire qui est concernée). Différentes étapes devaient permettre que les changes deviennent fixes, le futur système reposant sur une gouvernance forte (harmonisation fiscale, mise en œuvre d'un *policy-mix* européen). Cependant, la crise du système de Bretton Woods à partir de 1971 et le refus assez général d'abandonner sa souveraineté nationale ont empêché la mise en œuvre de ce plan Werner. Le rapport Delors reposait également sur la théorie de Mundell, mais la perte de souveraineté ne concernait que la politique monétaire. Les étapes proposées ne concernaient que l'union monétaire et pas l'union politique qui restait une perspective indéterminée. La « communauté épistémique » du moment avait imposé l'idée que le rôle économique de l'Etat devait être réduit, que la monnaie était neutre et les marchés financiers efficients. Ainsi, la construction de l'euro allait se faire sur la base d'une institution monétaire indépendante, sans légitimité démocratique, n'ayant pour objectif que la stabilité des prix, ce qui pour les auteurs correspond à une « tare originelle » : « La banque centrale

européenne est obsédées par la norme d'inflation qu'elle a sacralisée. Mais elle n'a pas le support du système des relations corporatistes, sur lequel s'appuie la Bundesbank, pour transmettre cette norme à la formation décentralisée des revenus et des prix » (p43). Entre ces deux rapports, l'Europe a cherché à stabiliser son système de change d'abord à travers le Serpent monétaire européen, correspondant à un ancrage au deutsche Mark, puis avec l'organisation dès 1979 du Système monétaire européen (SME) définissant le taux de change autour du panier de monnaie qu'était l'ECU (*European currency unit*). Le SME a assuré une certaine stabilité du change tant que les mouvements de capitaux étaient restreints, et grâce à la baisse de l'inflation. Cependant, à partir de l'institution du marché unique qui a libéralisé les mouvements de capitaux, des crises sont apparues. Initialement, les marchés anticipaient une convergence vers l'UEM ce qui permit une convergence des taux d'intérêt. Cependant deux phénomènes sont venus perturber ces anticipations : le retournement du cycle immobilier aux Etats-Unis et au Japon ; la réunification allemande. Le premier élément a conduit les autorités monétaires à mettre en œuvre des politiques monétaires accommodantes à l'origine d'une abondance de capitaux. Le deuxième a conduit à des tensions inflationnistes et un accroissement des besoins budgétaires de la RFA. La Bundesbank a refusé que le mark soit réévalué au sein du SME et a augmenté ses taux directeurs pour lutter contre l'inflation et attirer des capitaux. Les autres banques centrales ont essayé de maintenir la parité de leur monnaie mais la livre sterling et la lire italienne durent sortir du SME en 1992, suite aux attaques spéculatives menées par George Soros. En 1993, les marchés anticipent l'abandon du passage à l'euro, notamment en raison des contraintes pesant sur l'économie française, et le franc est attaqué. L'intervention des banques centrales allemande et française ne suffisant pas, l'élargissement des marges de fluctuation du change fut décidé (plus ou moins 15 % contre 2,25 % initialement), conduisant dans les faits à un abandon du SME. Le Traité de Maastricht fut cependant ratifié, définissant des critères de convergence vers l'euro, critères repris dans le Traité d'Amsterdam en 1997.

### **L'euro et la crise**

La naissance de l'euro s'est donc faite dans le cadre d'une libéralisation complète des mouvements de capitaux qui devait conduire à une allocation optimale de l'épargne. L'efficacité supposée des marchés financiers devait offrir les moyens de réaliser la stratégie de Lisbonne. Cependant des bulles spéculatives sont apparues et ont révélé la divergence macroéconomique au sein de la zone euro lorsqu'elles ont explosé.

#### *La dynamique des dettes : cause principale des crises*

Le point commun aux pays membres de l'eurozone, c'est la « grande modération », c'est-à-dire l'inflation faible et stable. Cependant, certaines économies ont vu les niveaux d'endettement s'accroître et conduire à une inflation du prix des actifs en particulier au sud de l'Europe. Les auteurs précisent d'ailleurs que les flux financiers émanaient principalement du Luxembourg, de l'Irlande et de la City, où les secteurs financiers étaient fortement endettés, révélant par là la faiblesse de la gouvernance financière en Europe. Pour eux, « la crise de la zone euro n'est pas à son origine une crise des finances publiques. C'est un dérèglement complet de la finance avec la complicité des gouvernements, l'indifférence des régulateurs nationaux et la neutralité bienveillante de la BCE » (p58).

Fondé sur l'hypothèse des anticipations rationnelles, le mouvement de dérégulation de la finance s'est en définitive avéré déstabilisateur. En effet, Pour Aglietta et Brand « les anticipations rationnelles sont nécessairement des croyances » (p62) puisqu'il y aurait une valeur fondamentale des actifs (le présent) anticipée par les agents économiques (le

futur), ce qui est illogique. La « coordination par l'avenir » apparaît dès lors comme un dogme qui ne peut conduire qu'à des comportements mimétiques et la liquidité des marchés ne dépend plus que de l'humeur des opérateurs.

A partir du moment où le prix des actifs s'accroît de manière continue, l'endettement va également croître et la situation s'apparente alors au « paradoxe de la tranquillité » décrit par Hyman Minsky selon lequel plus la crise précédente s'éloigne moins les opérateurs sont prudents et plus ils prennent de risques. Ainsi, les banques accordent des crédits garantis par des collatéraux dont la valeur de marché augmente ce qui leur permet d'accorder de nouveaux prêts, eux mêmes à l'origine de l'accroissement de la demande d'actifs. Apparaît donc un « couple infernal » dans lequel tout le système bancaire est engagé, l'explosion de la bulle conduisant à une crise de système. Le problème alors c'est l'absence de véritable banque centrale au sens où la finance n'est pas subordonnée à la BCE en Europe.

*La grande divergence des économies et la grande dérive de la dette privée dans la zone euro*

Pour les auteurs, l'euro peut être perçu comme une monnaie étrangère aux pays de la zone, hormis l'Allemagne. Mais comme il s'agit d'une monnaie commune, l'amplification des divergences réelles a conduit aux crises bancaires irlandaises et espagnoles notamment. En effet, la modération salariale en Allemagne a réduit la compétitivité au sud de l'Europe, le différentiel d'inflation ayant renforcé ce phénomène. La dégradation de la balance des transactions courantes a accru l'endettement externe. D'autre part, le dynamisme des secteurs peu exportateurs a masqué la désindustrialisation en cours. Ainsi, comme les théorisations de Krugman permettent de l'expliquer, les avantages comparatifs initiaux se sont renforcés et des phénomènes d'agglomérations sont apparus au détriment de régions entières. La libéralisation financière a renforcé cette dynamique délétère.

*L'impact de la crise financière sur la zone euro (2007-2010)*

Lorsque le prix des actifs a chuté, l'endettement s'est accru mécaniquement (le rapport dettes/valeur des actifs augmente) et a nécessité de mettre en œuvre des stratégies de désendettement. Cela a réduit le niveau de demande globale et conduit à la récession. Pour répondre à l'assèchement de la liquidité, les banques centrales ont dû mettre en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles visant à accroître leur bilan. Il s'agit des différents *quantitative easing* décidés afin de garantir le financement de l'économie. Par ailleurs, et de manière assez coordonnée, les grands Etats ont mis en œuvre des relance budgétaires équivalant à plusieurs points de PIB pour éviter une nouvelle « grande dépression ». Cette stratégie était d'autant plus pertinente qu'une relance coordonnée est doublement efficace et que la taille des multiplicateurs de dépense s'accroît avec une politique monétaire accommodante. Ainsi, le policy-mix décidé au moment de la crise était économiquement adéquat. Cependant, trois erreurs furent commises à partir de 2010 et plongèrent la zone euro de nouveau dans la crise.

*Un assainissement trop timoré des bilans bancaires*

En s'appuyant sur l'histoire des crises bancaires des années 1990 (Suède et Finlande, Japon), les auteurs vont montrer que l'assainissement des bilans bancaires a été insuffisant en zone euro. En Suède et Finlande, les Etats ont joué un rôle central en recapitalisant les établissements bancaires. Cela a été décidé de manière consensuelle avec des contreparties réglementaires fortes et la mise en place de structure de défaisance (*bad banks*) visant à écouler les créances douteuses. Au Japon, à l'inverse, la réaction tardive des autorités a conduit à une lente déflation de bilan qui a finalement accru le coût de la crise et plongé l'économie dans la déflation. En zone euro, la crise de

liquidité a été évitée mais les bilans bancaires n'ont pas été assainis comme cela aurait dû être le cas, avec des conséquences néfastes pour les finances publiques en particulier en Espagne et en Irlande. Ce fut la première erreur de politique économique.

#### *L'extension de la crise grecque*

Pour ce qui concerne la Grèce, la crise de solvabilité a été traitée comme une crise de liquidité. C'est la deuxième erreur de politique économique qui a été commise. Il eût été nécessaire d'organiser un défaut, même partiel sur la dette grecque. Si cela n'a pas été organisé ainsi c'est parce que, pour les auteurs, il fallait avant tout « sauver » les créanciers privés (les différents plans ont conduit à transférer la dette grecque vers la BCE ou vers les Etats membres). Cette situation est révélatrice du morcellement du pouvoir européen face aux créanciers privés, aux « marchés financiers », qui ont pu tirer bénéfice de cette crise.

#### *La soutenabilité à long terme des finances publiques*

La troisième erreur de politique économique est comparée par Aglietta et Brand à « l'erreur de 1937 » qui conduisit les autorités monétaires états-uniennes à mettre en œuvre une politique monétaire restrictive en raison d'un hypothétique risque inflationniste, et qui mena à une récession.

En Europe, c'est le retour précipité au respect du pacte de stabilité et de croissance qui plongea l'économie en récession. En effet, en période de basse conjoncture, les multiplicateurs sont plus élevés qu'en période d'accélération de l'activité. Vouloir procéder à une consolidation budgétaire dans ces conditions ne pouvait qu'être procyclique et conduire à un accroissement du ratio déficits publics/PIB. Les auteurs considèrent qu'une politique coordonnée d'investissements publics aurait permis de soutenir la demande à court terme tout en renforçant la croissance potentielle de la zone euro. De même, face aux déséquilibres des balances des transactions courantes, une politique salariale plus généreuse dans les pays excédentaires eût été bien plus efficace que la modération salariale imposée aux pays déficitaires pour qu'ils redressent leur compétitivité.

### **Union politique et financement de la transition écologique**

Il s'agit pour Aglietta et Brand de savoir comment faire de l'euro une monnaie complète suite à une crise qui a révélé les échecs de la coopération intergouvernementale. Le refus des transferts a empêché une sortie de crise rapide, c'est pourquoi ceux-ci doivent être au cœur de l'approfondissement de l'intégration.

#### *Une nouvelle donne institutionnelle*

Les auteurs vont rappeler qu'il existe un lien nécessaire entre monnaie et dette publique. En effet, si la monnaie est la « dette de la société dans son ensemble sur elle-même » (p176), elle ne peut être analysée que comme un bien commun. D'autre part, chaque société est fondée sur une « dette sociale », contrepartie du capital collectif, financé par la dette publique alors comprise comme transfert intergénérationnel. Dès lors, un lien organique entre Etat et monnaie s'établit puisque c'est la monnaie qui permet d'honorer la dette sociale. Le problème de l'euro c'est qu'il n'est adossé à aucune dette sociale, situation aberrante pour Aglietta et Brand.

En conséquence, compléter l'euro passe d'abord par l'établissement d'une union budgétaire fondée sur un Trésor européen. La responsabilité de son institution pourrait être confiée à un « Institut budgétaire européen » (à l'image de l'Institut monétaire européen qui a institué la BCE) qui mettrait en œuvre les deux étapes nécessaires : la relance de l'activité en Europe (accroissement de la demande dans les pays excédentaires, stimulation de l'investissement, limitation du coût de la dette publique) ;

l'organisation d'une concertation parlementaire en vue de la constitution d'une fédération. Le Trésor européen et la BCE pourraient alors mener un *policy-mix* cohérent fondée sur l'émission d'*eurobonds*. La proposition est ici au conditionnel car « toute loi européenne doit être conforme aux principes constitutionnels de la loi fondamentale allemande » (p188). Or le financement de la dette publique par la banque centrale est fondamentalement interdit par les institutions allemandes.

#### *Redéfinir le mandat de la BCE*

Pour Aglietta et Brand, deux dogmes fondent l'indépendance de la BCE : l'objectif unique de lutte contre l'inflation et l'efficacité économique de la finance. Cependant, si la stabilité des prix est un acquis, ce n'est pas le cas de la stabilité financière. D'autre part, l'unicité de la politique monétaire est une erreur supplémentaire de politique économique puisqu'une divergence macroéconomique est apparue en zone euro. Enfin, l'interdiction d'acquiescer de la dette publique a renforcé le cercle vicieux crise bancaire-crise budgétaire. En conséquence, la BCE doit devenir une banque centrale de plein exercice visant la stabilité financière. Cela passe par la fixation d'un taux plafond sur les dettes souveraines qui permette la consolidation budgétaire à long terme. Au delà, la BCE doit pouvoir se porter acquiesceur. Par ailleurs, pour briser l'interaction vicieuse entre crise bancaire et crise budgétaire, une union bancaire fédérale est nécessaire. Celle-ci repose sur trois piliers : la supervision bancaire, la résolution des faillites et la garantie des dépôts.

#### *Instituer l'union budgétaire et émettre des eurobonds*

La mise en place d'un Institut budgétaire européen, responsable devant le Parlement européen, conduirait à placer les premiers *eurobonds* auprès des investisseurs institutionnels. Cela nécessite une programmation budgétaire pluriannuelle afin de concilier politique économique contra-cyclique et discipline budgétaire de long terme. Cependant, les auteurs rejettent le Traité sur la stabilité la coordination et la gouvernance (TSCG) considéré comme une « pure absurdité » (p219). En effet, si une « règle d'or » doit être adoptée au niveau européen, il doit s'agir de la vraie règle d'or des finances publiques : celle qui interdit de s'endetter pour financer le fonctionnement des administrations, mais pas pour investir ; celle qui permet d'égaliser dette publique et capital public. Les investissements publics sont facteurs d'amélioration de la croissance potentielle et rien ne justifie qu'ils soient autofinancés. Quant aux *eurobonds*, non seulement ils permettraient de financer ces investissements, mais ils faciliteraient la transmission de la politique monétaire en devenant le principal collatéral de refinancement des banques. Si tous les titres publics étaient convertis en *eurobonds*, les taux baisseraient ce qui accroîtrait mécaniquement la valeur du collatéral des banques et faciliterait davantage le financement de l'économie.

#### *Compétitivité et croissance*

La lutte pour améliorer la compétitivité au sein de la zone euro relève d'un mercantilisme délétère pour les auteurs et s'oppose à la philosophie de la construction européenne. Pour eux la mise en concurrence des Etats est une « hérésie destructrice » (p234). Les dévaluations internes ont le même effet dépressif que les dévaluations externes des années 1930 et vont conduire à un appauvrissement général ainsi qu'à une hostilité croissante des peuples vis-à-vis d'une Europe qui prône des « réformes structurelles » au lieu d'imaginer une politique industrielle de transition écologique.

Les auteurs rappellent que la compétitivité n'a de sens pour une nation qu'en présence de rendements d'échelle croissants et de facteurs d'agglomération. Or ceux-ci ne peuvent être valorisés qu'à travers une politique industrielle qui permet au système productif de résister aux évolutions des prix relatifs qui dépendent de la compétitivité

hors-prix. En conséquence, une Europe compétitive nécessite que soit mise en œuvre une formation en capital humain plus solide et des investissements en R&D plus importants. Si le secteur privé ne les prend pas en charge (période de désendettement), c'est au secteur public de la faire. A défaut, la croissance potentielle s'affaiblira.

*Le développement durable : nouvelle frontière de la croissance pour l'Europe*

La croissance future, comme toute dynamique de croissance, va se fonder sur des innovations. Les auteurs analysent l'adaptation au changement climatique comme une innovation radicale qui va transformer la frontière technologique. L'actif carbone va être au cœur de cette réorientation des modèles productifs. En effet, donner une valeur suffisante au carbone (60 dollars la tonne selon eux pour commencer) va permettre de passer d'une société de gaspillage à une société de conservation. A ce prix, les entreprises et les consommateurs vont devoir faire le choix du bas carbone. Les secteurs porteurs de la transition seront le transport, le bâtiment et l'électroménager (normes bas carbone).

Quant au financement de la transition, les auteurs font également le pari de l'actif carbone. En effet, suite à la crise des dettes souveraines, une aversion au risque est apparue et les règles prudentielles obligent les établissements bancaires à conserver des titres sans risque à leur bilan. Ainsi les ressources manquent pour les investissements nécessaires. Ils proposent alors un système de financement des investissements fondé sur une association étroite entre les secteurs publics et privés. Celle-ci permettrait le développement de nouveaux actifs financiers adossés à l'actif carbone : des certificats carbonés associés à une intermédiation bancaire ; des obligations carbonés associés à une intermédiation non bancaire. Ces actifs formeraient des collatéraux de bonne qualité pour les institutions financières et faciliteraient donc le financement de la transition écologique.

Aglietta et Brand proposent donc à travers cet ouvrage une sortie de la crise économique, financière et environnementale par le haut, c'est-à-dire par l'abandon du dogme de la concurrence en Europe au profit d'une coopération de long terme à l'image de ce que prônaient les fondateurs de la CEE.