Les mouvements de capitaux en union économique et monétaire : approches historiques et théoriques

Loredana d'Avino

▶ **To cite this version:**

Loredana d'Avino. Les mouvements de capitaux en union économique et monétaire : approches historiques et théoriques. Economies et finances. Université Bourgogne Franche-Comté, 2019. Français. NNT : 2019UBFCG009 . tel-02885115

HAL Id: tel-02885115
https://theses.hal.science/tel-02885115

Submitted on 30 Jun 2020

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

THESE DE DOCTORAT DE L'ETABLISSEMENT UNIVERSITE BOURGOGNE FRANCHE-COMTE

PREPAREE A L'UNIVERSITE DE BOURGOGNE FRANCHE-COMTE

Ecole doctorale

DROIT, GESTION, ECONOMIE ET POLITIQUE (ED DGPE)

Doctorat en Sciences Economiques

Par

Mme D'Avino Loredana

LES MOUVEMENTS DE CAPITAUX EN UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE : APPROCHES HISTORIQUES ET THEORIQUES

Thèse présentée et soutenue à « DIJON », le « 3 décembre 2019 »

Sous la direction de M. Ludovic Desmedt

Composition du Jury :

M. Ivan LEDEZMA	Professeur, Université de Bourgogne Franche-Comté	Président
Mme Esther JEFFERS	Professeur, Université de Picardie Jules Verne	Rapporteur
M. Laurent LE MAUX	Professeur, Université de Bretagne Occidentale	Rapporteur
M. LUDOVIC DESMEDT	Professeur, Université de Bourgogne Franche-Comté	Directeur de thèse

Remerciements

Je me suis engagée dans ce travail en économie par passion personnelle, aidée par une formation en Sciences Politiques acquise à l'Université de Naples.
J'ai trouvé dès le début une oreille attentive de la part de celui qui sera ensuite mon directeur de thèse M. Ludovic Desmedt, qui n'a pas ménagé ses efforts pour me conseiller, me guider et m'adresser les critiques constructives nécessaires. Je ne saurais le remercier suffisamment.

Je suis aussi redevable aux discussions des séminaires du Laboratoire d'Economie (LEDi), à mes collègues que je ne pourrais pas nommer individuellement, mais ont été une source importante de réflexion et orientation. Je tiens à remercier particulièrement toute l'équipe pédagogique, notamment M. Xavier Bradley et M. Jean-Luc Bailly, qui ont su m'aider à balayer quelques incohérences dans mes conceptions de la monnaie et de son fonctionnement.

Je remercie aussi mes amis français et italiens qui m'ont soutenue et aidée.

A ma mère

« Une idéologie est précisément ce que son nom indique : elle est la logique d'une idée. L'émancipation de la pensée à l'égard de la réalité »
H.Arendt

Table des matières

INTRODUCTION 3

PREMIERE PARTIE : APPROCHE HISTORIQUE DES PROBLEMATIQUES LIEES A LA QUESTION DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX 12

1. HISTOIRE DE LA LIBERALISATION DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX : DE LA REPRESSION A LA LIBERALISATION FINANCIERE, 1944-1990 14

1.1. De 1944 à 1980……..……...14

1.2. De 1980 à aujourd'hui 25

1.3. L'évolution de l'Union Economique et Monétaire : du marché commun à la monnaie unique.….....28

2. LA CRISE FINANCIERE DE 2007-2008 ET SES EFFETS SUR L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE……..…….....37

2.1. La crise financière révèle les asymétries de l'Union Economique et Monétaire…….....44

2.2. La convergence nominale et la convergence réelle des économies de la zone euro…….……...46

2.3. Divergence des politiques fiscales……...……..……53

2.4. Crise politique…….……...58

3. LES REGIMES DE CHANGES DANS L'HISTOIRE CONTEMPORAINE : REGIMES DE CHANGES FIXES, UNIONS DOUANIERES ET/OU MONETAIRES……..……61

3.1. L'euro et le gold standard ou gold exchange standard : ses rigidités en comparaison……..……...62

3.2. Le régime de change dans la Communauté Economique Européenne 1972-1992.....76

3.3. Unions monétaires sous le régime de convertibilité ……82

3.4. Unions monétaires depuis la Seconde Guerre Mondiale……...84

3.5. Deux unions monétaires à l'épreuve du temps ……. 90

3.5.1. Unification de l'Italie en 1861……..….96

3.5.2. Réunification de l'Allemagne de l'Est et de l'Ouest en 1990…….109

CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE…….……...121

DEUXIEME PARTIE : LES ASPECTS THEORIQUES DU DEBAT SUR LA LIBERALISATION DES MOUVEMENTS DES CAPITAUX……..……..…..123

1. THEORIE DE LA LIBERALISATION DES MOUVEMENTS DES CAPITAUX.....124
1.1. Mouvements de capitaux et crises financières……133
1.2. Les théories sur les causes et les conséquences des crises financière……..135
1.3. La crise financière de 2007-2008…….……143
1.4. Dynamique de la relation entre la finance et l'économie réelle….……148

2. INTEGRATION FINANCIERE DANS L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE…..……..160
2.1. La théorie des zones monétaire optimales de Mundell……182
2.2. Les triangles d'incompatibilité ……..189
2.3. Un modèle d'union monétaire avec ouverture du marché des capitaux : F.A. Hayek …….197

CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE……...……..220

TROISIEME PARTIE : LES REVIREMENTS DE LA MONDIALISATION ET LA CRISE DE L'UNION MONETAIRE..…….....……..…..….221

1. LA GLOBALISATION REMISE EN QUESTION…….…...…...223
1.1. Le contrôle des capitaux……...……..…….231
1.2. Flux nets et bruts : contrôler l'élasticité financière……..237

2. L'UNION MONETAIRE FACE A LA CRISE…….……...245
2.1. Relancer l'intégration financière : l'Union du Marché des Capitaux……...257
2.2. Défauts structurels de l'Union Economique et monétaires…..260
2.3. La BCE et la stabilité des prix : une exigence allemande……272
2.4. Les politiques non conventionnelles de la BCE ……..281

3. DIVERSES INTERPRETATIONS DE LA CRISE ……..……...297
3.1. Typologie des approches interprétatives……..300
3.1.1. Les déséquilibres de la balance des paiements……...300
3.1.2. La politique fiscale et monétaire ……..302
3.1.3. La financiarisation ……304
3.1.4. Stratégies de sortie de crise ……...305
3.2. Une interprétation post-keynesienne……308
3.3. Relancer le projet d'Union Européenne……...322

CONCLUSION…….331

BIBLIOGRAPHIE…….....337

INTRODUCTION

Depuis les années 1970 et la fin du système de Bretton Woods la libéralisation progressive du marché des capitaux a entrainé une série de modifications importantes dans les équilibres économiques et financiers mondiaux.

La mondialisation a été le concept clé, dans sa définition large et changeante, pour interpréter ces changements comme l'ouverture à des échanges commerciaux et financiers qui ne pourraient que profiter à tout le monde.

Après la chute du régime soviétique et l'ouverture de la Chine au commerce international, il a semblé qu'une mondialisation heureuse allait pouvoir amener paix et prospérité partout dans le monde, un monde idéalisé composé de pays commerçant pacifiquement, dans un marché qui maximise la production et redistribue les richesses selon le mérite.

Selon l'interprétation néoclassique, exprimée, par exemple, par le consensus de Washington[1] ou par la Commission Européenne, ces marchés auraient veillé à la correcte allocation des ressources, pour le bien du plus grand nombre, guidés par la « *main invisible* » qui rend l'intérêt personnel conforme à l'intérêt de tous. Les Etats, en tant qu'entités fermées et enfermées par des confins étriqués, ne pouvaient être que des obstacles à la libre circulation des richesses sorties de la corne d'abondance de la mondialisation : ils ne devaient se limiter qu'à leur plus simple expression de garants du respect des règles sacrées de la concurrence « *libre et non faussée* », comme le récitait déjà le Traité de Rome en 1957 dans son préambule. Cette formule a ensuite disparu dans le Traité de Lisbonne.

Dans cette conception, des affirmations factuelles, descriptives, on passe clairement à une forme d'idéalisme, sans véritable rapport avec le développement observable. Le problème consiste en ce que ce passage s'est produit finalement de manière progressive et a pu sembler justifié dans un monde d'après guerre froide, où il ne restait qu'un modèle de développement,

[1] Ensemble de directives de politique économique prônées par les institutions internationales telle que le FMI et la Banque Mondiale, initialement élaborées pour résoudre les crises économiques et financière des pays en développement.

celui d'un capitalisme triomphant et de la « *fin de l'histoire* » dans la démocratie libérale. Comme l'explique Pierre Bourdieu[2] :

> *« Cette théorie tutélaire est une pure fiction mathématique, fondée, dès l'origine, sur une formidable abstraction : celle qui, au nom d'une conception aussi étroite que stricte de la rationalité identifiée à la rationalité individuelle, consiste à mettre entre parenthèses les conditions économiques et sociales des dispositions rationnelles et des structures économiques et sociales qui sont la condition de leur exercice. »*

Cette théorie, souvent appelée néolibérale, prône la mondialisation des marchés financiers et assure une mobilité sans précédents aux capitaux, grâce aussi au progrès de l'informatique et des moyens de communication.

La crise de 2007-2008 a remis en question cette idéologie, en la révélant en tant que telle, et donnant une nouvelle force aux voix discordantes qu'on n'avait pas pu entendre avant. La critique de la mondialisation, de la libéralisation des marchés, de l'intégration économique et financière, a pris une place importante dans le discours politique et économique, dans le grand public aussi bien que dans les études spécialisées. La crise a représenté une rupture entre l'avant et l'après, entre une mondialisation heureuse et gagnante avant crise, et un monde fracturé, parcouru de tensions, peuplé de perdants de la mondialisations, qu'on a découvert après.

Après l'éclatement de la crise, l'opinion publique a vu surgir les problèmes de chômage de masse, de concentration de la richesse, d'endettement public et privé hors contrôle, de déséquilibres commerciaux et financiers, et ainsi de suite. Pourtant ces problèmes ne sont pas apparu d'un coup et sans raison : les racines de cette crise venaient d'une instabilité économique et financière qui s'accentuait progressivement avec la mondialisation et la financiarisation depuis une quarantaine d'années.

Dans le sens le plus général, la mondialisation indique l'ouverture de l'économie aux marchés internationaux qui crée, potentiellement et progressivement, un marché unique mondial des biens, des services et des capitaux, c'est à dire la généralisation du libre échange à tous les marchés.

L'origine historique de la mondialisation est la fin du système de Bretton Woods en 1971, car celle-ci permet la fin de la fixité des taux de changes et lève la contrainte, pour les

[2] P. Bourdieu (1998)

Etats, de l'équilibrage des comptes extérieurs, car ils peuvent être compensés par les fluctuations du taux de change. C'est le début de la déréglementation financière, qui aboutira, trois décennies après, à la complète libéralisation du marché des capitaux.

La mondialisation financière peut être considérée le phénomène principal de cette évolution qui pourtant touche tous les marchés solvables : la mondialisation des biens et des services ne serait pas possible sans les mouvements de capitaux correspondants. C'est aussi ce volet financier qui peut devenir déstabilisant pour l'économie mondiale, dans la mesure où les innovations techniques permettent de déplacer les capitaux très facilement, l'unique obstacle étant la réglementation nationale, ou, le cas échéant, internationale ou supranationale.

L'augmentation des transactions internationales des biens et des services implique l'augmentation des investissements internationaux, mais, pour qu'on puisse parler de mondialisation financière il faut aussi que les capitaux puissent se déplacer librement à travers le globe sur un marché globale de la demande et de l'offre utilisant des instruments plus ou moins liquides de négociation.

Or, le capital a ses propres raisons de se déplacer, qui ne correspondent pas forcément, voire jamais, à l'intérêt général, et il se déplace généralement en suivant les rendements les plus élevés. Théoriquement, les investissements les plus intéressants sont dans les économies où le capital est rare, le développement encore embryonnaire, les marchés en expansion. Pourtant, on constate que les capitaux ont tendance plutôt à se concentrer dans les pays développés, là où l'investissement serait, en théorie, moins rentable. Il y a certainement là une fracture importante entre la théorie, notamment libérale, et la réalité empirique, qu'il faudrait analyser. La mondialisation financière ne semble pas répondre aux attentes qui l'ont soutenue.

Pourtant, bien des pays ont su profiter de l'accès aux biens, aux services et aux capitaux mondialisés pour s'engager sur la voie d'une croissance soutenue, comme la Chine, ou encore la Corée du Sud ou Taiwan. Toutefois, il faut aussi admettre que ces pays ont largement protégé leur production nationale et fait largement appel aux capitaux nationaux pour soutenir leur développement, alors que l'intervention de l'Etat règlementait l'économie, la finance et le commerce. Ce n'est que dans un deuxième temps qu'ils ont levé les barrières qui protégeaient leur économie.

Par contre, les pays qui se sont engagés dans l'ouverture de leur économie au libre marché, souvent suivant les conseils du Fonds Monétaire International, ont connu de graves

difficultés[3]. Du Mexique dans les années 1980 à la Grèce en 2015, la libéralisation soudaine de l'économie, la dérégulation du système financier, l'ouverture des frontières aux biens et services étrangers, ont souvent produit des crises macroéconomiques majeures.

Ainsi, la mondialisation s'appuie sur un phénomène financier, exploite des innovations techniques, est soutenue par la déréglementation et la libéralisation du marché des capitaux, et vise la constitution d'un marché unique mondial. Les mouvements internationaux de capitaux deviennent le facteur décisif de la croissance économique, mais aussi la limite de l'action publique, qui doit tenir compte de ces mouvements dans l'élaboration de ses politiques économiques.

On peut alors se demander comment évaluer l'importance de la libéralisation des mouvements des capitaux sur la stabilité d'un système financier. Il s'agirait de mettre en relation les systèmes financiers et différents degrés de libéralisation financière, mais il peut être plus intéressant de partir d'un cas particulier de système économique qui implique la libéralisation totale du marché des capitaux aussi bien à l'intérieur de la zone que dans les rapports avec l'extérieur : l'Union Economique et Monétaire.

L'Union Economique et Monétaire est la seule entité économique et politique qui a accepté un si grand degré de libéralisation du marché des capitaux : elle s'est même construite sur la base de cette libéralisation, qui comprend aussi l'objectif d'une complète libéralisation des échanges de biens et de services, et la libre circulation des personnes.

L'objectif de la libre circulation des capitaux a été historiquement le premier atteint par l'Union Economique et Monétaire, avant même la constitution de l'union monétaire, alors que la libre circulation des biens, des services et des personnes avançaient progressivement. L'analyse de cette évolution peut donc nous apprendre beaucoup sur l'influence des mouvements des capitaux sur un système économique et sur sa stabilité. D'autant plus que, depuis la crise financière globale de 2007-2008, la zone euro a eu le plus de difficultés à en sortir par rapport à d'autres zones économiques comme les Etats Unis, le Japon, la Russie, les pays émergents, voire même certains pays en voie de développement. On peut se demander si la libre circulation des capitaux n'a pas aggravé la crise et/ou entravé la reprise économique.

[3] Stiglitz J. E. (2002)

Les difficultés spécifiques à l'Union Monétaire de faire face à la crise financière ont conduit à la fragmentation des marchés financiers, car les investisseurs dans les Etats membres en surplus de balance courante ont eu tendance à se replier sur les marchés nationaux et éviter les investissements internationaux. Les pays avec des déficits importants de balance courante n'ont pu compter que sur les institutions de crédit nationales et sur la Banque Centrale Européenne pour leur financement. On voit donc se mettre en place à l'intérieur de l'Union Monétaire des résistances à l'intégration des marchés des capitaux, qui vont de pair, d'ailleurs, avec un reflux mondial des échanges mondiaux, qui n'ont jamais retrouvé les niveaux d'avant la crise.

Il nous faudra aussi interroger le rapport entre une zone économique et financière spécifique et le reste de la communauté internationale, où il n'existe pas une gouvernance globale qui garantit les même règles partout, et où les mouvements de capitaux représentent souvent des sommes excédant les capacités financières des Etats. Les capitaux se déplacent sans contraintes, alors que les Etats sont obligés de composer avec les différentes forces politiques qui composent sa structure sociale dans l'élaboration de ses politiques économiques, tout en tenant compte du réseau complexe de ses relations internationales.

L'Union Economique et Monétaire est alors un cas particulier et particulièrement intéressant, surtout dans une perspective mondiale, dans le sens que la mondialisation vise la constitution d'un marché unique global, déjà largement réalisé pour le mouvement de capitaux dans les pays développés, mais encore largement entravé pour d'autres marchés, quelques fois à cause de règlementations nationales protectionniste, mais plus souvent à cause des capacités réduite d'attraction du capital international par un pays sous-développé.

L'Union Economique et Monétaire garantit à l'intérieur les quatre libertés (de biens, des services, des capitaux et des personnes), du moins en principe, et vers l'extérieur de la zone, elle a libéralisé toute forme de mouvement de capitaux, les investissements à court et à long terme, les investissements directs à l'étranger, le marché monétaire, le marché des titres et des nouveaux instruments financiers.

Dans cette situation, quelle est encore la marge d'action de l'Union Européenne, de sa politique économique et monétaire ? Y a-t il des moyens de gérer ou de s'adapter à la libéralisation des capitaux ? Est-ce que l'Union Monétaire est un système économiquement plus

efficace que l'Etat-nation ? Quel système de règles est mieux adapté à la gestion de la mondialisation financière ?

En principe, les barrières posées par l'Etat-nation à la libre circulation prônée par la mondialisation, porteraient à penser que cette forme soit dépassée par l'évolution historique, qu'il vaudrait mieux penser sur la base de zones économiques intégrées, si ce n'est en termes mondiaux. Pourtant, c'est justement l'analyse de l'histoire, notamment l'histoire économique, qui fait douter que l'Etat-nation soit réellement dépassé. A ce jour l'Union Européenne reste le seul exemple d'une union d'Etats souverains fonctionnant avec la même monnaie, des institutions communes, mais une politique économique et budgétaire nationale.

De plus, on peut difficilement soutenir qu'il s'agit d'une zone monétaire optimale, dont les membres partagent le même cycle économique. Au contraire, les asymétries économiques, politique, sociales, se font de plus en plus évidentes et s'approfondissent. L'Union est travaillée par des fortes tensions, surtout depuis la crise financière globale, si bien que la question de la confrontation entre la puissance étatique, ou supranationale, face à la puissance du capital libéralisé se pose comme une question de survie de la zone euro.

La théorie des Zones Monétaires Optimales[4] ne semble pas avoir joué un rôle important dans l'élaboration des critères de convergence du traité de Maastricht, car on semblait supposer la forme « endogène » d'optimisation, due à l'évolution convergente des économies soumises aux mêmes règles. La Commission Européenne semblait suivre la théorie de Frenkel et Rose[5] sur une synchronisation progressives des économies, contre, par exemple, la vision exprimée par Krugman[6] qui soutenait que la réduction des coûts de transaction conduit à une plus grandes spécialisation et un risque accru de chocs asymétriques et divergences cycliques.

La théorie des Zones Monétaires Optimales montre sa pertinence dans l'analyse de l'unification monétaire européenne, notamment par rapport à son évolution et à l'éclatement de la crise.

Les unions monétaires, fréquentes dans l'histoire, ont toujours eu des caractères très spécifiques et n'ont pas réussi à persister dans la durée, surtout pas quand il s'agissait d'Ètats souverains où les contingences politiques et économiques produisaient des divergences

[4] Mundell R. (1961).
[5] Frenkel J.A., Rose A.K. (1996).
[6] Krugman, P.R. (2000).

d'intérêts. Les seules unions monétaires qui ont persisté sont celle qui se sont transformés en Etats nationaux, et où l'intégration monétaire était accompagnée d'une intégration politique, culturelle, sociale, linguistique.

D'ailleurs face à la perspective de l'Union économique et monétaire plusieurs voix s'étaient élevées pour relever la difficulté d'aboutir sans une union politique préalable ou, du moins, contemporaine. Les exemples européens de l'unification italienne de 1861 et la réunification des deux Allemagne en 1989 sont assez parlant. Dans les deux cas il s'agissait d'unifier des entités souveraines préexistantes. Dans les deux cas l'avantage par rapport à l'Union Européenne était qu'il s'agissait de peuples historiquement et culturellement déjà unis, ce qui a permis l'intégration politique.

Mais l'intégration économique, comme pour l'Union Monétaire, n'a pas suivi : en Italie, comme en Allemagne, les différentes entités restent économiquement encore très différentes. Au bout de 150 ans pour l'Italie, et au bout de presque 30 en Allemagne, les asymétries économiques territoriales restent importantes et ne semblent pas se résorber, bien que l'intervention de l'Etat centrale ait cherché à les rééquilibrer. On retrouve en fait à l'intérieur des l'Etat nation la problématique de la gestion des mouvements de capitaux : les zones économiquement déprimées de l'Italie du Sud et de l'ex Allemagne de l'Est souffrent d'un manque chronique de capitaux et d'investissement, privé et/ou public.

Comme nous le verrons au chapitre 3.5., l'unification de l'Italie est un exemple pratique de la difficulté de réaliser une union monétaire à partir d'un ensemble de zones économiquement hétérogènes, à partir d'une volonté exogène, en l'occurrence la volonté politique. L'unification avait produit un choc de demande exogène, dû à l'arrivée des produits agricoles des Amériques, dans une région, le sud de la péninsule, essentiellement agricole. Cela a provoqué la migration des facteurs de production, le capital avant tout, le travail ensuite, ainsi les mécanismes d'ajustement qui auraient pu produire de nouvelles spécialisations ne se sont jamais manifestés. L'Italie reste aujourd'hui encore une économie fracturée par la « question méridionale » que la zone euro n'a fait qu'aggraver.

Un autre exemple de la pertinence de la théorie des Zones Monétaires Optimales, est la réunification de l'Allemagne. Ici aussi, le choc exogène de la décision d'unifier la monnaie sans transition économique, a produit un choc de demande, la fuite des capitaux et l'émigration vers l'ouest, en laissant les régions de l'est s'embourber dans les difficultés politiques et sociales.

Le processus d'intégration de l'Union Economique et Monétaire n'a pas tenu compte de ces analyses et des enseignements de l'histoire, elle semble plutôt avoir suivi la route indiquée par les théories de Hayek : un projet libéral visant la limitation des pouvoir de l'Etat dans l'économie par une structure fédérale. Comme nous le verrons, Hayek analysait cette structure comme une institution garantissant la liberté individuelle et le libre fonctionnement du marché et de la concurrence. Toute intervention pour règlementer le marché du travail, des capitaux, des biens et des services était à proscrire, et, en tout cas, aurait été impossible dans une union entre Etats foncièrement différents. La solidarité qu'un peuple uni par une histoire, une langue et des coutumes communes peut démontrer vers les intérêts d'une partie de la population, ne peut pas s'étendre à une zone hétérogène. Ainsi, une union économique et monétaire ne sera qu'une forme « minimale » de pouvoir étatique, dirigée essentiellement contre toute intervention de la souveraineté populaire dans les questions économiques.

L'Union Economique et Monétaire met en œuvre quelques préceptes hayekiens, dans la mesure où elle se construit sur la base des quatre libertés fondamentales de mouvement : des biens, des services, des capitaux et des personnes. Mais surtout, l'Union hérite de Hayek la rupture fondamentale avec l'ordre démocratique qui consiste à donner le pouvoir d'initiative politique à un organe, la Commission, qui n'est pas élu par le peuple, mais nommé par les exécutifs nationaux. L'organe électif, le Parlement européen, n'a pas la capacité d'initiative politique.

En tout cas, c'est la libéralisation des mouvements des capitaux qui s'est imposée progressivement dans la construction de l'unité européenne avec le traité de Maastricht, après la libéralisation du commerce mise en place par la Communauté Economique Européenne.

La correcte allocation des capitaux prévue par les doctrines néolibérales, pourtant, ne s'est pas produite, ni à l'intérieur, ni a l'extérieur de l'Etat-nation, ni d'ailleurs au niveau global : les mouvements de capitaux suivent leurs propres lois, dans la mesure où on les laisse libres, si bien que de plus en plus de voix s'élèvent pour prôner des nouvelles formes de réglementation, étatique ou internationale, des mouvements de capitaux. Face au développement de la complexité des activités financières internationales, les institutions de surveillance et les banques centrales se contentent aujourd'hui de demander aux acteurs financiers de se surveiller eux-mêmes.

La libre circulation des capitaux représente aujourd'hui le principal point de fragilité de l'économie mondiale, elle a conduit à une impressionnante concentration du capital, qui domine

sur les activités productives. Les Etats ont dû accepter les pressions à flexibilité du travail, à travers la baisse des coûts et l'augmentation de la productivité, la hausse du chômage, ainsi que les pratiques d'optimisation fiscale, souvent aux limites de la légalité. Le chantage à la délocalisation a été l'arme des multinationale et des investisseurs pour faire plier toute velléité étatique de politique sociale efficace.

En Europe, cette dégradation des conditions sociale a été la plus évidente, parce qu'il s'agissait pour la plupart de sociétés ou le *welfare state* était le mieux enraciné, et les troubles sociaux se sont manifestés plus largement au niveau politique. Les résistances des peuples à l'Union Européenne prennent la forme de mouvements sociaux et politiques souverainistes, qui demandent les retour vers des politiques nationales où peut s'exprimer le conflit distributif à l'intérieur d'un cadre démocratique, d'un espace public protégé par les lois de l'état de droit.

Le développement de notre analyse part d'une approche historique qui décrit le processus de libéralisation des mouvements de capitaux à partir de la fin de la Seconde Guerre Mondiale et jusqu'aujourd'hui, en insistant sur l'évolution de l'Union Européenne. Cette première partie comprend aussi un chapitre qui analyse les différents régimes de change dans l'histoire récente, dans le but de montrer la centralité et les problématiques liées à la libéralisation financière. La deuxième partie explore les aspects théoriques du débat sur la libéralisation financière, ses rapports avec la dynamique des crises économiques, notamment à l'intérieur de la zone euro. La troisième partie, prend en compte les récents développements de la mondialisation financière, qui semble subir un temps d'arrêt après la crise financière globale de 2008. Beaucoup de questions se posent sur la nécessité, ou l'opportunité, de règlementer le marché globale des capitaux et cela surtout à l'intérieur de la zone euro, en tant que marché des capitaux le plus libéralisé actuellement.

PREMIERE PARTIE : APPROCHE HISTORIQUE DES PROBLEMATIQUES LIEES A LA QUESTION DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX

La fin du système de Bretton Woods en 1971 représente l'effondrement d'un système monétaire international régulé et le début de la libéralisation de l'économie globale. Il existe évidemment des grandes différences d'un pays à l'autre dans le niveau de développement économique et financier, les structures institutionnelles, les systèmes juridiques, ainsi la libéralisation des mouvements de capitaux suit des voies différentes dans chaque pays ou zone économique. Elle a ses avantages et ses inconvénients, mais elle reste un fait qui mérite d'être analysé d'un point de vue historique et théorique.

La croissance des transactions financières à la fin du XX^{e} siècle a été explosive, dans les pays développés comme dans les pays émergents, avec la croissance des échanges commerciaux, certes, mais d'une importance largement supérieure : moins de 4% des échanges financiers concernent le financement de l'économie réelle en 2017.

La révolution des technologies de l'information et des communications a transformé l'industrie des services financiers à l'échelle mondiale. Grace aux liaisons informatiques, les prix de marché, de tous les marchés, sont accessibles tout le temps, et en corrélation avec tous les autres prix et toutes les variables souhaitées. Dans le même temps, les nouvelles technologies font qu'il est de plus en plus difficile pour les pouvoirs publics d'exercer un contrôle sur les flux de capitaux internationaux.

Pendant la plus grande partie du XX^{e} siècle, depuis la crise de 1929 jusqu'à la fin des années 1980, l'économie mondiale avait été largement guidée par les principes keynésiens, où l'Etat exerçait un rôle majeur dans l'économie afin de garantir la stabilité économique, le développement et la protection sociale. Ce n'est que dans les années 1970, que les politiques keynésiennes commencèrent à être remise en question dans un contexte de « stagflation », une situation qui couplait une forte inflation avec la stagnation économique. Les politiques keynésiennes semblaient impuissantes pour sortir de l'impasse, et de nouvelles doctrines libérales les remplacèrent progressivement. La libération des économies de l'emprise des Etats semblait alors

une solution possible, et la liberté des marchés devait produire une plus grande efficacité économique, des nouvelles opportunités et ouvrir des nouveaux marchés. La libéralisation des mouvements de capitaux n'était qu'un aspect de ce profond changement dans le climat économique et financier, mais il a produits des effets importants, au point qu'aujourd'hui les mouvements de capitaux structurent, ou peut-être déstructurent, l'économie mondiale.

Or, la logique financière est fondamentalement différente de celle de l'économie réelle. Le capital investi dans l'économie produit un profit, alors que le capital investi sur les marchés financiers, souvent à court terme, produit un profit du seul fait de sa circulation. Ainsi les profits financiers peuvent devenir bien supérieurs à ceux de l'économie réelle, mais cela engendre le risque d'euphorie financière suivie de crise globale.

L'accroissement de la mobilité des capitaux jusqu'à sa complète libéralisation affecte les mécanismes de transmission des politiques économiques, le fonctionnement du système monétaire international, l'interdépendance économique et la capacité d'action des pouvoirs publics. La libéralisation financière renforce le rôle des acteurs privés et conduit à une financiarisation généralisée de l'économie.

Le processus de libéralisation financière est achevé dans l'Union Economique et monétaire, qui établit dans ses principes fondamentaux la libre circulation des biens, des services, des personnes et des capitaux. Mais depuis la crise financière globale, ces principes sont mis de plus en plus en discussion.

La crise financière globale de 2007-2008 révèle les problèmes que la libéralisation et la financiarisation de l'économie peuvent poser à l'économie et les difficultés à les résoudre ou simplement à les gérer.

1. HISTOIRE DE LA LIBERALISATION DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX : DE LA REPRESSION A LA LIBERALISATION FINANCIERE, 1944-1990.

1.1. De 1944 à 1980

Après la Seconde Guerre Mondiale, la plupart des pays manifestèrent l'intention de redessiner le système monétaire international sur la base d'un modèle de changes fixes. Cette volonté était guidé par un imaginaire collectif qui faisait voir les périodes de flexibilité des changes comme des périodes de difficulté et de crise, alors que la stabilité des taux de change était reliée à l'expansion des échanges et le développement économique.

La Conférence de Bretton Woods en 1944 avait réuni les représentants de 45 pays dans le but de mettre un place un système monétaire international capable de garantir la stabilité financière et le développement économique.

Le système mis en place à Bretton Woods définissait un système nouveau, bien que fruit de compromis entre le Royaume-Uni et les Etats-Unis. D'abord il faut remarquer le passage de la monnaie marchandise à la monnaie fiduciaire : le dollar était la seule monnaie convertible en or, tandis que les autres étaient convertibles en dollars à un taux fixe. Ce système permettait de contourner le problème principal du *gold standard*, c'est à dire la quantité limitée d'or, qui générait crise de liquidité et déflation. La source de la liquidité mondiale était maintenant le dollar, et la stabilité du système était fondée sur sa convertibilité. Les taux fixés pour le change de chaque monnaie avec le dollar pouvaient être réalignés en cas de déséquilibres structuraux[1].

Après les désordres de la seconde guerre mondiale, le contrôle des capitaux, à l'intérieur d'un système monétaire régulé par les accords de Bretton Woods, fut jugé indispensable pour éviter le retour des perturbations de la période de l'entre deux guerres. Le système de l'étalon-or et son inadéquation face à la croissance économique avaient fait préférer un système public de financement bilatéral et multilatéral des déséquilibres internationaux. La composante multilatérale est gérée par le Fonds

[1] Au delà de 10% l'approbation du FMI était nécessaire, voir plus loin.

Monétaire International (FMI) et la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement (BIRD), alors que les capitaux privés restent encore limités et généralement garantis par les Etats, jusqu'au début des années 70.

Ces deux institutions créées à Bretton Woods devaient assurer la stabilité du système monétaire international. Le FMI devait fonctionner comme un intermédiaire financier dans la gestion des déséquilibres de balance des paiements, alors que la BIRD, appelée généralement Banque Mondiale, peut accorder des prêts à long terme pour le développement économique aux pays qui en font la demande.

A Bretton Woods s'opère un changement radical par rapport à la doctrine libre-échangiste de la fin du XIXe siècle, et le contrôle des mouvements de capitaux est vu comme une manière de gérer les relations financières internationales. Il s'agit de promouvoir certains contrôles des capitaux, comme l'explique White :

> *« Les bases théoriques de l'idée, encore répandue, que les interférences avec les flux de marchandises, de capital et d'or, sont nuisibles, sont les restes de la croyance du XIXe siècle selon laquelle l'équilibre économique international, si on le laisse à lui-même, sera obtenu à un coût minimal pour le commerce et la prospérité mondiale… Notre tâche n'est pas d'interdire l'usage des instruments de contrôle, mais de promouvoir, parmi les mesures de contrôles et les moyens d'administrer ces derniers, ceux qui seront les plus adéquats pour remplir notre objectif de prospérité mondiale durable »*[2]

La libre circulation des capitaux n'était pas dans le mandat originel du Fonds Monétaire International[3]. L'art. VII, section 2 a), prévoit qu'« *aucun membre ne peut, sans autorisation du Fond, imposer des restrictions sur les paiements ou les transfert relatifs aux transactions internationales courantes* », mais cela laisse la liberté aux Etats membres de choisir leur régime de réglementation des mouvements des capitaux et les moyens pour y arriver, le but étant de faciliter et garantir les paiements internationaux. Notamment les statuts du Fonds Monétaire admettent qu'en cas de problèmes spécifiques un Etat membre peut faire recours aux contrôles des mouvements de capitaux :

> *« Les États membres peuvent prendre les mesures de contrôle nécessaires pour réglementer les mouvements internationaux de capitaux, mais aucun État*

[2] H. James (1996 : 39) cité par M. Flandreau, C. Rivière (1999), p.27.
[3] Gallagher, Griffith-Jones, Ocampo (2012)

membre ne peut appliquer lesdites mesures de contrôle d'une manière qui aurait pour effet de restreindre les paiements au titre des transactions courantes ou de retarder indûment les transferts de fonds effectués pour le règlement d'engagements pris »[4]

Les pères fondateurs du Fonds Monétaire International, Keynes et White étaient conscient du danger d'instabilité que la libéralisation du marché des capitaux fait courir à l'économie et à la finance globale, et envisageaient de soumettre celle-ci au contrôle des pouvoirs publics. Avant la crise de 1929 la finance internationale avait connu une période de *laissez faire* où les capitaux circulaient librement, et les ajustements des balances des paiements étaient réglés par les mécanismes automatiques du *gold standard*. La Ligue des Nations, en 1920, avait fait passer une résolution qui condamnait toutes les barrières au mouvement international des capitaux[5].

Après la Seconde Guerre Mondiale, il était nécessaire refonder un système financier et monétaire stable et coopératif. Le contrôle des mouvements de capitaux privés fut soutenu par Keynes et White, et fut donc intégré à la charte fondatrice du Fonds Monétaire International. Les difficultés du contrôle des capitaux n'échappaient pas aux architectes de Bretton Woods, et il en fut tenu compte dans la rédaction de la charte. Pour limiter, sans pourtant les empêcher, les mouvements de capitaux, il fut établi que chaque gouvernement pouvait contrôler tous les mouvements financiers et décider lesquels étaient souhaitables selon ses propres critères[6].

Le contrôle des changes pouvait concerner toute transaction, aussi bien en compte courant qu'en compte capital. De plus chaque gouvernement pouvait aider les autres à faire respecter ces contrôles.

Les architectes de Bretton Woods voulaient rééquilibrer et relancer la finance internationale à travers la stabilité monétaire, c'est-à-dire qu'ils souhaitaient soutenir les flux de capitaux productifs, tout en limitant au maximum les flux spéculatifs déstabilisants. Ceux-ci étaient considérés particulièrement néfastes pour la poursuite des politiques économiques des gouvernements.

---

[4] art. VIII, section 3, Statut du FMI

[5] Ligue des nations, Conférence sur la finance internationale, Bruxelles, 1920, point 9. cité par Helleiner (2009), p.3

[6] Helleiner (2009).

Keynes à Bretton Woods avait proposé la création d'une monnaie supranationale, le *bancor*, associé à une chambre de compensation internationale, qui aurait pu permettre de régler les échanges sans recourir à l'or ou à une monnaie nationale. L'équilibre des balances des paiements devait alors être recherché dans une optique multilatérale, vis-à-vis de l'ensemble des autres nations. Cette solution avait aux yeux de Keynes l'avantage d'éviter le protectionnisme aussi bien que les risques de déflation (typiques du *gold standard*) qui lui semblaient les plus graves dangers pour la prospérité d'un pays.

Mais cette proposition fut rejetée, et on préféra utiliser le dollar comme monnaie de réserve internationale, convertible en or, selon la proposition de White. Or, ce choix comportait un paradoxe fondamental, ensuite analysé par Triffin[7], dû à la double fonction nationale et internationale du dollar : les Etats Unis devaient défendre la parité or établie, donc appliquer une stricte discipline monétaire, mais, en même temps devaient alimenter le système entier en liquidités pour soutenir la croissance mondiale, ce qui implique des déficits persistants de compte courant. C'est justement cette tension qui engendra la fin du système mis en place à Bretton Woods.

La balance courante des Etats Unis, en fait, est en déficit permanent, malgré des excédents commerciaux jusqu'en 1970, à cause de cette nécessité d'assurer la liquidité internationale, et les engagements extérieurs des Etats Unis ont continué de croitre alors que leurs réserves en or diminuaient proportionnellement.

Les accords de Bretton Woods laissaient beaucoup de place à l'action des pouvoirs publics, aussi bien par la construction même du système monétaire, que par la création du Fonds Monétaire International.

Le système monétaire adopté fut un système de changes fixes mais ajustables, où les déséquilibres de balance des paiements n'étaient pas corrigés automatiquement comme dans le *gold standard* classique, ni disciplinés par les marchés spéculatifs : dans ces deux cas les déséquilibres de balance des paiement sont résolus par la déflation interne, en rendant plus compétitifs les produits d'exportations. Dans le système élaboré à Bretton Woods, un pays peut dévaluer sa monnaie jusqu'à 10 % et, s'il entend dévaluer plus, il lui faut la permission du Fonds Monétaire International.

[7] Triffin (1960).

Cette institution devait pourvoir des prêts à brève échéance pour les pays étant en déficit extérieur et aider à stabiliser le système monétaire international, mais elle ne devait pas être un obstacle à l'autonomie de chaque pays :

> *« the priority given to domestic autonomy was made clear ; the Article of Agreement of the IMF noted that the Fund « shall not object to a proposed change because of the domestic social or political policies of the member proposing the change » (art. IV-5) … By providing short-term loans to help finance their temporary balance of payments deficits, this international public authority could soften the kind of external discipline that private speculative financial flows and the gold standard had imposed. »*[8]

Le terme de « répression financière »[9] s'applique à la régulation de la sphère financière, et la connotation négative implique en effet un a priori favorable à une forte déréglementation, censée soutenir, voire provoquer la croissance des investissements et des économies. En réalité, la période dite des « *30 glorieuses* » en France dans l'après guerre, a été une période de forte croissance malgré, ou plutôt grâce à un régime de réglementation globale des mouvements de capitaux dans le système de Bretton Woods[10]. Dans ce système les monnaies nationales devaient maintenir un taux fixe avec le dollar, qui était, lui seul, convertible en or au prix fixe de 35 dollars l'once. Chaque monnaie pouvait changer son taux par rapport au dollar, mais devait adopter ensuite un autre taux de change fixe. Le but de ce système était de garantir une fixité des changes propre à favoriser le commerce international, tout en évitant la rigidité de l'étalon-or.

Ce système ne fonctionnait qu'à condition d'un strict contrôle sur les mouvements de capitaux, pour éviter des tensions sur le marché des changes qui auraient épuisé les réserves officielles de change.

Le crédit intérieur aussi devait alors être réglementé, pour éviter tout mouvements excessifs, à la hausse ou à la baisse, des balances de paiement. Chaque pays choisissait le type de réglementation le plus approprié à sa propre situation. Même aux Etats-Unis, qui gèrent la monnaie de réserve internationale, et qui sont donc moins sensibles aux déficits de la balance des paiements, existait toute une série de

[8] Helleiner (2009), p. 4
[9] Sapir J. (2016).
[10] Sapir J. (2016).

mesures de restrictions et de réglementations prudentielles, pour la plupart héritées des années 1920 et 1930.

Dans cette période le système bancaire devait détenir des obligations du gouvernement à taux d'intérêt bas, pour permettre aux gouvernements de se financer à faible cout, en pratique on encourageait toute forme de *home bias* et les taux d'intérêt étaient capés par différentes réglementations. Le développement des marchés boursiers était en pratique découragé par des taxes ou autres règles prudentielles. Les systèmes bancaires étaient strictement contrôlés, quand ils n'étaient pas directement nationalisés, des réserves bancaires importantes étaient exigées et les transferts internationaux de capitaux étaient soumis à contrôle[11].

Le Fonds Monétaire International était essentiellement un organe de la coopération internationale entre les gouvernements, il était censé encourager et aider les pays en déficit à changer leurs politiques, et, en même temps il pouvait faire pression sur les pays en surplus pour stabiliser le système en déclarant '*scarce*', rare une monnaie trop demandée : cela impliquait que les Etats membres pouvaient imposer des restrictions aux échanges, et notamment dans les importations, dans cette monnaie.

L'art. VII de l'accord de Bretton Woods autorise les pays à « *imposer de manière temporaire des limites à la liberté des opérations de change dans une monnaie rare* » ; après avoir consulté le Fonds Monétaire International, ces pays ont « *pleine compétence pour déterminer la nature de ces limites* ». Cette clause avait été voulue au début par Keynes[12] qui prévoyait des sanctions pour rééquilibrer les échanges face à un pays ayant un solde créditeur persistant des comptes courants.

Mais face à l'opposition des Etats-Unis, cette clause a été transformée en une simple possibilité, pour les Etats membres en déficit de limiter leurs propres achats en une monnaie considérée comme rare. Cette clause est restée depuis lettre morte, même quand les Etats-Unis eux-mêmes auraient voulu s'en saisir, une fois qu'ils étaient devenu un pays chroniquement déficitaire, car elle n'a rien de contraignant, et la consultation avec le Fonds Monétaire International permet aux pays qui pourraient en

[11] Pour un exemple des mesures prises aux Etats-Unis, cf Reinardt, Sbrancia (2015), table 1, p .10-11
[12] Skidelski (2017).

pâtir de s'y opposer. Ainsi dans les premières années de l'après guerre, et jusqu'en 1958, on a établi une période de transition de non convertibilité des monnaies et des comptes courants européens, dans la crainte d'attaques spéculatives contre des économies fragilisées par le conflit à peine terminé.

Le système mis en place à Bretton Woods ne réussit pas à fonctionner dans la manière où il avait été conçu. On avait voulu instaurer une certaine flexibilité des changes, mais, en pratique, les Etats ont eu rarement recours au réalignements, parce qu'ils craignaient la perte de crédibilité, à cause de l'expérience de l'entre-deux guerres où les changes flexibles étaient signe d'incertitude économique, voire de récession.

Une autre difficulté de ce système était le fait que le Fonds Monétaire International ne disposait pas des ressources nécessaires pour accomplir ses missions. Dès la fin de la guerre, face aux destructions et à la nécessité de reconstruire une bonne partie du continent, les ressources du FMI résultaient très insuffisantes. Les pays européens avaient un persistant déficit commercial avec les Etats-Unis, aussi bien pour les biens de consommation que pour les biens d'investissement, et il fut nécessaire mettre en place le plan Marshall pour l'aide à la reconstruction.

En décembre 1958, les comptes courants européens retournent à la convertibilité, et en 1961, avec la création de l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE), commence à se manifester une volonté de libéraliser et d'intégrer les marchés mondiaux des capitaux. Dans le traité OCDE les pays membres s'engagent à : « *poursuivre les efforts en vue de réduire ou de supprimer les obstacles… aux paiements courants, et de maintenir et étendre la libéralisation des mouvements de capitaux* »[13].

Toutefois le contrôle des changes n'a pas été aboli, car des restrictions et des dérogations sont restées en vigueur jusqu'à la fin des années 1980. Notamment pendant les années 1960 les pays structurellement déficitaires comme la France ou l'Italie ont globalement voulu autoriser les entrées de capitaux, et limiter les sorties ; alors que, au contraire, les pays structurellement excédentaires dans leurs comptes

[13] Convention relative à l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques, (1960) art. 2, d)

courants, comme le Japon et l'Allemagne, ont limité les entrées de capitaux, et facilité leurs sorties[14].

La position du dollar dans l'architecture de Bretton Woods posait aussi un problème qui sera finalement la cause de l'effondrement du système. La position du dollar comme monnaie pivot du système servait à garantir la liquidité du système, mais obligeait les Etats-Unis à garantir une offre croissante de dollars, surtout dans une période de forte croissance mondiale, comme dans les années 1950 et 1960[15]. Le « *dilemme de Triffin* »[16] postule que l'utilisation d'une monnaie nationale pour les échanges internationaux conduit inévitablement à la perte de confiance progressive des agents étrangers dans la monnaie de référence. La solution proposée par Triffin était de remplacer la monnaie nationale par un autre moyen de paiement accepté par la communauté internationale capable d'augmenter au même taux que la croissance mondiale, et, dans ce but furent crées les Droits de Tirage Spéciaux (DTS) du FMI en 1969. Mais ces actifs n'ont jamais représenté qu'une partie minimale des échanges commerciaux, pour des raisons d'ordre économique et géopolitique : la prédominance du dollar n'a jamais véritablement été mise en danger et les Etats-Unis ont toujours refusé le remplacement du dollar comme monnaie de réserve internationale

En fait, la crédibilité de l'engagement américain quant à la convertibilité de sa monnaie commença à poser problème dès la moitié des années 1960, quand le déficit budgétaire commence à exploser à cause de la guerre au Vietnam et des engagements financiers à l'étranger. L'inflation aussi augmente progressivement, si bien que tout le système international entre en crise vers la fin de la décennie.

Pourtant les années 1950 et 1960 furent des années de croissance soutenue dans toutes les économies avancée. Dans la même période les crises financières furent pratiquement absentes. C'était une période de forte réglementation des économies nationales dans un système international qui limitait fortement les flux mondiaux de capitaux.

[14] Reinardt, Sbrancia (2015), p. 30
[15] La position de président français Charles De Gaulle était particulièrement critique : il considérait que les USA jouissaient d'un « *privilège exorbitant* » par la position internationale du dollar.
[16] Triffin (1960).

Dans la période entre 1945 et les années 1970, prévalait globalement un système de répression financière et de contrôle des capitaux qui avait permis de liquider l'énorme dette accumulée pendant la deuxième guerre mondiale.

D'après Reinhardt et Sbrancia (2011) le plus grand nombre de mesures de libéralisation des marchés financiers internes et de mouvements internationaux de capitaux se situe dans la période qui va de 1975 à 1984[17].

Le système de Bretton Woods s'effondra progressivement à partir de 1971, quand Nixon décida d'abandonner la convertibilité du dollar en or. Cette décision fut prise à cause des tensions provoquées par l'accumulation des déficits budgétaires et des déficits de la balance commerciale des Etats-Unis, qui provoquaient des déséquilibres internationaux persistants de balance des paiements, entre les pays constamment en surplus et ceux constamment en déficit. Les pratiques commerciales structurellement déséquilibrées et la demande croissante de dollars condamnaient à terme la convertibilité du dollar. Avec la détérioration importante de la balance commerciale des Etas Unis en 1970, le système dut être abandonné.

Les années 1970 ont eu une histoire plus mouvementée : bien que la tendance fût à la libéralisation des mouvements de capitaux, la fin de la convertibilité du dollar en 1971 et l'accroissement de la volatilité des flux de capitaux, incitent les pays de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques à intensifier les contrôles, dans un environnement de changes flottants.

Les années 1970 furent caractérisées par l'explosion de l'inflation dont les causes étaient multiples. L'adoption de changes flexibles en était une parmi d'autres. L'inflation avait eu tendance à augmenter déjà dans la seconde partie des années 1960 dans beaucoup de pays développés ; ensuite les deux crises pétrolières, mais aussi les politiques budgétaires expansives mises en place pour combattre le chômage qui commençait à devenir un phénomène de masse, après les années de forte croissance, d'augmentation de la production et de la consommation. Plusieurs tentatives furent faites pour essayer de rétablir un système de changes fixes, mais le seul réalisé fut le « serpent monétaire européen », qui toutefois ne fonctionna jamais comme prévu.

[17] Reinhardt, Sbrancia (2011), table 2, p.14-18

La fin du système de Bretton Woods dans les années 70, suivi des deux crises pétrolières, ouvre la voie aux politiques de libéralisation des marchés financiers, qui deviennent la source principale des échanges de capitaux, s'affranchissant de la tutelle publique. Les agents économiques font recours de plus en plus aux marchés pour leur financement, dès les années 70, où s'enclenche le processus de désintermédiation, qui permet aux entreprises d'accéder aux financements directement sur le marché. La déréglementation financière rend les entreprises moins dépendantes du système bancaire, et de sa réglementation, et de se financer par l'émission de titres de dettes négociables.

Sans la convertibilité en or du dollar, qui était la base du système de changes fixes, celui-ci fut remplacé progressivement par un système de changes flottants, dans lequel le contrôle des mouvements de capitaux ne semblait pas nécessaire, car il n'y avait plus de parité de change à défendre.

Dès la fin des années 1970, le capitalisme a subi une transformation importante, mise en place progressivement, suivant les nécessités contingentes et les problèmes spécifiques, qui mettaient en reliefs les nécessités propres du moment.

Le premier caractère, en terme d'importance comme en termes temporels, est la priorité donnée à la lutte à l'inflation. Après l'inflation à double chiffre des années 1970, cette lutte semblait justifiée, mais ensuite elle a fini par devenir un véritable fétiche monétariste : *« Il s'agit de faire en sorte que les droits exprimés en unités de compte – au premier rang desquels les droits de créancier – ne connaissent pas de dépréciation indue et soient scrupuleusement préservés »*[18].

L'acte de naissance de cette lutte à n'importe quel prix est la politique de P. Volcker : la forte augmentation des taux d'intérêt directeurs, qui passent de 11 % à 20 % en 1981 en augmentant donc les revenus des rentes. Cela met fin à l'inflation, effectivement, aux Etats-Unis elle passe de 13,5% en 1980 à 6,2% en 1982[19], mais provoque aussi une récession, une augmentation du taux de chômage et la banqueroute de plusieurs Etats. L'élection de Reagan en 1982 donna une réponse libérale à la réduction de l'activité productive : réduction des impôts et expansion des dépenses

[18] Orléan A. (2013)
[19] Colombi, Losssani (2003), ch. 12.

militaires. Ces politiques budgétaires et monétaires produisirent un afflux de capitaux et l'augmentation du taux de change du dollar par exemple d'environ 65% par rapport au mark en 1985.

Malgré l'expérience américaine qui témoignait du fait que le taux d'inflation et le taux de change dépendent de quelques formes de *policy mix*[20], la règle monétariste selon laquelle l'inflation est provoquée essentiellement par un excès d'offre de monnaie, resta une croyance fondamentale, si ce n'est dans la science économique, au moins dans les institutions monétaires et financières.

En même temps se transforment aussi le rapport salarial et la formation du profit. Jusqu'à la fin des années 1970 le salaire réel est indexé sur la productivité du travail, selon le principe fordiste qui lie le profit à la consommation des masses des salariés. La croissance est alors soutenue par l'amélioration du pouvoir d'achat des salariés et la diffusion de la consommation de masse. Profit et salaires nourrissent la prospérité économique. Mais dès le tournant des années 1980, les politiques de Thatcher au Royaume-Uni et de Reagan aux Etats-Unis, toujours dans l'optique de la lutte à l'inflation, engagent une politique de compression salariale[21] où les gains dans la productivité du travail ne sont plus redistribués aux salariés, mais refluent vers les actionnaires, d'où ils sont censés être réinvestis pour le bien commun (*trickle down*). En réalité ces politiques aboutissent à une demande agrégée atone, une augmentation du chômage et une croissance des inégalités. La perte d'influence des syndicats et l'augmentation du chômage livrent les salariés à un marché du travail concurrentiel et de plus en plus flexible.

[20] L'ensemble des combinaisons possibles entre politique budgétaire et politique monétaire.
[21] Ces politiques ont nourri des confrontations parfois violentes avec les syndicats ouvriers, comme en 1981 aux Etats-Unis avec les contrôleurs de vols, ou en 1984-85 au Royaume-Uni avec les mineurs. Mais le but de ces politiques était aussi d'affaiblir l'importance des syndicats et de rendre plus difficile toute négociation sur le marché du travail.

1.2. De 1980 à aujourd'hui

Dans les années 1970, la thèse de la libéralisation financière, après une longue période de répression financière (c'est-à-dire un haut degré de régulation du système bancaire et financier) pouvait sembler nécessaire pour accroitre une croissance faiblissant. Ainsi, les différentes formes de contrôle des capitaux furent supprimées au cours des années 1970 et 1980.

En même temps les contrôles sur le crédit intérieur semblaient inutiles, car le régime de changes flottants et la libéralisation internationale les rendait inefficaces, dans la mesure où les entreprises et les ménages pouvaient détenir ou emprunter de l'argent à l'étranger.

Cette libéralisation progressive des mouvements de capitaux a suivi trois axes, à partir d'une conviction fondamentale que les forces du marché pouvaient allouer plus efficacement le capital en déterminant son prix sur la base de l'offre et de la demande :

1) tout encadrement quantitatif du crédit a été progressivement levé, à l'intérieur comme à l'extérieur, l'offre et la demande étant censées réguler ces quantités. Il en est résulté une augmentation ininterrompue du crédit, en particulier dans l'immobilier.

2) les institutions financières, bancaires et non bancaires, ont pu élargir le champ de leur activité, combiner activité de crédit et services d'investissement, et les frontières entre système bancaire et institutions financières se sont estompées, ainsi que la pertinence et l'efficacité des règles prudentielles.

3) la gestion de la politique économique s'est repliée essentiellement sur la gestion des taux d'intérêt à court terme par les banques centrales, dont le principal, si ce n'est le seul objectif, reste celui de garantir une inflation faible et stable. Sur la base de la croyance que le marché libéralisé pouvait déterminer un niveau optimal d'endettement, la croissance exponentielle du crédit privé ne semblait pas inquiétant tant que l'inflation restait faible.

Les crises financières qui se multipliaient en nombre et en profondeur n'ébranlèrent pas la confiance dans les marchés, parce qu'on en attribuait la cause non

pas à la libéralisation progressive mais, au contraire, au fait que cette libéralisation était incomplète ou avait été mise en place de manière imparfaite.

C'est à partir des années 1980 que le processus de libéralisation et de déréglementation financière s'affirme, surtout à partir de 1981, où l'augmentation soudaine des taux d'intérêt par la *Federal Reserve* fait des marchés financiers privés le lieu privilégié des échanges, pour le secteur privé, mais aussi pour le secteur public. En même temps sont progressivement abolies les réglementations des changes pour faciliter la circulation du capital international privé, puis toute réglementation pouvant faire obstacle à ces mouvements. Ainsi les capitaux deviennent le facteur économique le plus mobile et le plus facilement transférable.

Ce processus s'affirme dans le cadre du code de libéralisation de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE), mais aussi dans le cadre de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC), du Fond Monétaire International et surtout aux Etats-Unis et en Europe, où la Communauté Economique Européenne (CEE) prend un tournant nettement néolibérale à partir de la seconde directive du Conseil sur la libéralisation des capitaux en 1988[22]. Cette directive supprime toutes les restrictions à la libre circulation des capitaux entre les résidents des Etats membres.

Entre 1980 et 2007 le système global d'intermédiation du crédit fut transformé de fond en comble : les acteurs se multipliaient, les marchés et leurs produits devenaient plus complexes, tandis que la gestion du risque était confiée à des modèles mathématiques[23]. C'est à dire qu'on assiste à une croissance exponentielle du crédit privé, de l'endettement global à un taux bien supérieur à la croissance du PIB nominale.

Dans les années 1990 et 2000 face aux difficultés premières difficultés d'une libéralisation qui s'affirmait, les institutions financières, notamment aux Etats-Unis commencèrent à utiliser de nouveaux instruments sophistiqués de développement du crédit et de gestion du risque : titrisation, produits dérivés[24], produits structurés.

[22] Directive 88/361/CEE du Conseil du 24 juin 1988 pour la mise en œuvre de l'article 67 du traité (JO L 178 du 8.7.1988, p. 5)
[23] Turner (2015), p. 148
[24] Turner (2015), ibid.. p.139

La dernière grande loi de libéralisation, qui achevait un édifice international complètement libéralisé fut l'abolition du *Glass-Steagall Act* en 1999 : cette loi adoptée au Etats-Unis en 1934, durant la Grande Dépression, séparait les banques de détails et les banques d'affaires, en empêchant que les crises financières d'origine spéculative se transforment en crises bancaires.

Il a fallu en arriver à la crise de 2007/2008, au risque d'effondrement global du système pour que cette croyance soit réellement ébranlée : les conclusions du Fonds Monétaire International en 2009, après plusieurs décennies de libéralisation, ne sont pas optimistes quant à son efficacité économique[25].

Le traité de Maastricht et l'introduction de l'euro achèveront en Europe le processus de globalisation de la finance. Ce traité fait de la libre circulation des capitaux une liberté protégée par les traités. L'art. 63 du traité de Lisbonne (TFUE)[26] interdit toute restriction à cette liberté sous peine de sanctions.

Le démantèlement de tout contrôle des capitaux a été largement prôné par le Fonds Monétaire International, notamment à partir des années 1990. Les Etats-Unis ont été premiers à adopter la déréglementation, déjà à partir des années 80, jusqu'à la fin du *Glass-Steagall act* en 1999. La progressive libéralisation du marché des capitaux a produit une série de crises dès les années 1980 au Mexique, aux Etats-Unis, en Asie, en Russie, notamment en ce qui concerne les capitaux de court terme, éminemment spéculatifs.

Depuis le début de la crise financière, on peut remarquer un changement dans la volonté de réglementer le système bancaire, qui va dans le sens de la répression financière. Les taux d'intérêts réels très bas, l'incitation à détenir les titres du gouvernement national par le système bancaire, et dans certains cas (notamment Chypre et l'Islande) le contrôle strict des mouvements de capitaux.

En particulier l'Union Européenne, tente de mettre en place une réglementation macroprudentielle et des taxes sur les transactions financières, et c'est dans la zone euro que la fragmentation des marchés financiers est le plus avancée.

[25] Sawyer M. (2015),p. 16-17.
[26] Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne

Aux Etats-Unis, le revirement vers un contrôle accru du marché des capitaux passe par l'acquisition très importante de titres négociables par la FED et les banques centrales étrangères, notamment asiatiques, alors que les titres du gouvernement sont détenus par les institutions financières non bancaires.

1.3. L'évolution de l'Union Economique et Monétaire : du marché commun à la monnaie unique

Les premiers pas vers l'intégration économique en Europe sont liés au plan Marshall, au sortir de la Seconde Guerre Mondiale. Il s'agissait d'un vaste plan d'assistance financière des Etats-Unis pour la reconstruction de l'Europe et la relance de la croissance. Ce plan permit la mise en place de deux organismes, l'Organisation européenne de coopération économique et l'Union Européenne des Payements (UEP). Ces deux institutions ont aidé la reprise des échanges commerciaux et le rétablissement de la convertibilité des monnaies. La première de ces institutions avait la tâche de repartir les crédits américains alloués par le plan Marshall, renforçait la coordination économique entre les pays membres et établissait aussi un code de libéralisation du commerce. L'Union Européenne des Payements visait à faciliter le règlement des transactions commerciales entre les pays participants. Elle assura à l'Europe de l'après-guerre la stabilité des changes et permit l'harmonisation des politiques monétaires.

L'Union Européenne des Paiements (UEP) fonctionne entre 1950 et 1958. Il s'agit d'un cadre multilatéral de règlement des paiements entre dix-sept pays membres par une chambre de compensation. Cette compensation permet la reprise des échanges commerciaux en établissant la convertibilité partielle des monnaies participantes. L'unité de compte retenue est la valeur du dollar en or[27], les soldes sont réglés par l'Union de manière automatique, en or ou en crédits, dans la limite d'un quota de 15% par rapport au commerce globale de chaque pays. Au dépassement des quotas, l'Union n'accorde plus de crédit et n'enregistre plus de débit, de manière automatique.

[27] « L'Union Européenne des paiements », cvce.eu, Université de Luxembourg.

L'Union soumet aussi à un examen mensuel les situations économiques et les balances des paiements de chaque pays dans le but d'harmoniser les politiques monétaires nationales.

L'Union Monétaire de Paiements fut un des instruments qui permirent une amélioration constante de la situation économique des pays dans l'après-guerre. Dans cette période les pays membres purent reconstituer leurs réserves en devises et en or, puis, en 1958, le rétablissement de la convertibilité des monnaies participantes avec le dollar, permet la dissolution de l'Union.

Une décennie après la fin de la seconde guerre mondiale, en 1957, les traités de Rome instituaient la Communauté Economique Européenne (CEE), entre l'Allemagne, la France, l'Italie, la Belgique, les Pays-Bas et le Luxembourg. La Grande Bretagne refusa initialement l'invitation à rejoindre la communauté, puis, en 1963, sa demande d'y participer fut rejetée par le président Charles de Gaulle.

Le Traité de Rome préconisait la coordination des politiques économiques, mais pour les aspects monétaires il renvoyait au système monétaire international mis en place à Bretton Woods. À partir de la fin des années 1960, l'idée d'une union monétaire pour le six pays du marché commun commence à prendre forme.

Une des premières initiatives vers l'union monétaire fut le rapport Werner en 1970 qui établit un plan en trois étapes pour aboutir à l'Union Monétaire et Economique dix ans plus tard. Son objectif est la convertibilité des monnaies des Etats membres, la fixation irrévocable des taux de change, avec une totale libération du mouvement de capitaux et la création d'une monnaie unique. Il propose aussi une structure institutionnelle avec un « *centre de décision pour la politique économique* » sous le contrôle d'un Parlement européen élu au suffrage universel, et un « *système de communauté de banques centrales* »[28] Le rôle du centre de décision sera de *« influencer les budgets nationaux, notamment en ce qui concerne le niveau et le sens des soldes ainsi que les méthodes de financement des déficits ou d'utilisation des excédents* », en coordonnant donc les politiques économiques et fiscales.

[28] Rapport Werner : « Rapport au Conseil et à la commission concernant la réalisation par étapes de l'union économique et monétaire dans la Communauté », 8 octobre 1970, Luxembourg, archive

Le rapport Werner ne rentre pas dans les détails, ce qui n'était pas son but, mais il ignore des problèmes importants, comme, par exemple la forme politique à donner aux institutions préconisées : on comprend bien que c'est là un point d'ordre politique, et non technique, hors de la compétence du rapport, mais il est aussi clair que cette question met en jeu la faisabilité de l'ensemble : l'accord politique reste le plus épineux écueil. Un autre problème non envisagé par ce rapport concerne les possibilités de correction face à une crise. A l'époque, ce qui semblait le plus probable c'était une trop forte inflation, mais aucun mécanisme d'ajustement en cas d'une crise quelle qu'elle soit n'était prévu. La structure est valable tant que tout va bien, et chaque pays fait preuve de bonne volonté, mais aussi de « sagesse » monétaire et financière, de discipline et coopération. Mais en des temps plus difficiles, chaque membre peut être tenté de faire cavalier seul.

Ce plan ne put être réalisé à cause d'une série de crises qui frappèrent l'économie mondiale dans les années suivantes[29], mais il ouvrit largement le débat sur les développements possibles de la CEE. Notamment la réaction de N. Kaldor dans un article de 1971 *« The Dynamic Effects of the Common Market »*[30], fortement critique de la construction européenne envisagée. Presque cinquante ans après son article on ne peut que constater la pertinence des doutes de Kaldor. Il mettait en doute la possibilité de former une union monétaire sans union politique. Dans sa critique, Kaldor rappelle la nécessité d'un gouvernement central qui redistribue la richesse produite à l'intérieur de la zone intégrée, de prélèvements fiscaux uniformes agissant comme des stabilisateurs économiques automatiques :

> *« This is another way of saying that the objective of a full monetary and economic union is unattainable without a political union ; and the latter presupposes fiscal integration, and non just fiscal harmonisation. It requires the creation of a Community gouvernement and Parliament which takes over the responsibility for at least the major part of the expenditures now provides by national gouvernements and finances it by taxes raised at uniform rates throughout the Community. With an integrated system of this kind, the prosperous areas automatically subsides the poorer areas ; and the areas whose exports are declining obtain automatic relief by paying in less, and receiving more, from the central Exchequer. The cumulative tendencies to progress and*

[29] Crise monétaire de 1971, crises pétrolières de 1973 et 1979.
[30] Publié dans le *New Statesman*, puis repris dans N. Kaldor, (1977), ch.12.

decline are thus held in check by a « buit-in » fiscal stabiliser which makes the « surplus » areas provide automatic fiscal aid to the « déficit » areas. »[31]

Kaldor avait prévu les cause de la crise de l'Eurozone : les déséquilibres commerciaux et de la balance des paiements à cause d'un régime de changes fixes en absence d'intégration du marché du travail, du système fiscal et de tout mécanisme de transfert. Un taux d'échange fixe entre les Etas membres alors que la politique monétaire et fiscale serait laissée aux Etats membres ne ferait qu'accentuer les divergences :

« The system presupposes full currency convertibility and fixed exchange rates among the members, whilst leaving monetary and fiscal policy to the discretion of the individual member country. Under this system, as events have shown, same countries will tend to acquire increasing deficits. This has two unwelcome effects. It transmits inflationary pressures emanating from same members to others members ; and it causes the surplus countries to provide automatic finance on an increasing scale to the deficit countries. »[32]

Même si l'on ne pouvait pas prévoir exactement la manière où l'Union Economique et Monétaire aurait évolué, les raisons qui minaient les fondement de cette construction étaient visibles dès ce premier plan, le rapport Werner. Pour Kaldor, la politique fiscale ne peut être remplacée par des aides financières en cas de problèmes dans un Etat membre, parce que les contrôles budgétaires et la politique monétaire commune auraient empêché une liberté d'action suffisante pour combattre récession et chômage, ce qui s'est révélé être le défaut principal dans la construction de l'euro :

« What the Report fails to recognize is that the very existence of a central system of taxation and expenditure is a far more powerful instrument for dispensig « regional aid » than anything that special « financial intervention » to development areas is capable of providing. The community's present plan on the other hand is like the house which « divided against itself cannot stand ». Monetary union and Community control over budgets will prevent a member country from pursuing full employment policies on its own – from taking steps to offset any sharp decline in the level of its production and employment, wihout the benefits of a strong Community government which would shield its inhabitants from its worst consequences »[33]

[31] Kaldor (1977), p. 205
[32] Kaldor (1977), p. 202
[33] Kaldor (1977), p. 206

Les analyses de Kaldor eurent une très faible écho dans les médias, mais aussi dans les milieux académiques, et cela d'autant plus que les crises internationales des années suivantes faisaient penser qu'une stabilisation des changes européens était nécessaire. Ainsi, la Communauté Economique Européenne (CEE) tenta de mettre en place un système monétaire européen, d'abord sous la forme du serpent monétaire, puis à partir de 1979 par le Système Monétaire Européen (SME)

Prévu par le rapport Werner, le Serpent monétaire est un accord de change visant à limiter les fluctuations entre les membres de la CEE, pour stabiliser leurs devises après la fin de la convertibilité or en 1971. Il fonctionna, tant bien que mal, de 1972 à 1976. Il engageait les pays membres à maintenir un change quasi stable autour d'une parité centrale et dans une bande d'oscillation de 2,25% de chaque coté de la parité, entre elles et avec le dollar. Ce double système d'encadrement fît surgir l'image d'un « *serpent dans le tunnel* »[34]. Il était censé empêcher le mark de se réévaluer excessivement, et de protéger la zone des attaques spéculatives. En fait, dans le climat globale de grande instabilité des années 1970, la chute du dollar et les diverses crises, plusieurs pays furent contraints des sortir du dispositifs parfois à plusieurs reprises, jusqu'à ce que le système s'effondre.

Le Serpent monétaire montra ses limites dans le fait que chaque pays restait seul responsable de sa politique monétaire, et il n'y avait pas de coordination, si bien que chaque pays était obligé de respecter des limites de fluctuation et donc devoir défendre sa monnaie par des interventions en devise. L'accord entre en vigueur le 24 avril 1972, et dès le mois de juin, Londres annonce le flottement temporaire de sa monnaie, à cause de mouvements spéculatifs, suivie par la livre irlandaise et la couronne danoise.

Ensuite, quand en septembre 1973, les autorités américaines décidèrent de laisser flotter le dollar librement, le système européen subit des oscillations trop importantes : deux des neuf pays[35] qui composaient le marché commun, la Communauté Economique Européenne, à cette époque, l'Italie et la France, furent

[34] Trichet (2007), p. 63.

obligés de sortir de l'accord plusieurs fois, laissant leur monnaie flotter. En 1975, un groupe d'experts évalua la situation de l'accord :

> *« L'Europe n'est pas plus avancée dans la voie de l'union monétaire européenne qu'en 1969. En fait s'il y a eu mouvement, ce mouvement a été un recul (…) Les politiques économique et monétaires nationales n'ont jamais été, depuis 25 ans, plus discordantes qu'elles ne le sont aujourd'hui »*[36]

La généralisation des changes flottant est officiellement reconnue lors de la conférence de la Jamaïque en janvier 1976, avec l'abandon de toute référence à l'or dans le système monétaire international.

Le Système Monétaire Européen (SME) est mis en place en 1979, profitant de l'expérience du Serpent monétaire. La principale innovation consiste dans l'élaboration d'une monnaie commune, l'European Currency Unit (ECU) calculée sur la base d'un panier moyen des monnaies participantes : il s'agit d'une monnaie de compte, qui sert aussi de référence pour l'évaluation des indicateurs de divergence entre les économies. Le SME en effet restaure un régime de changes ajustables, contrôlé politiquement, qui veut éviter les attaques spéculatives contre les monnaies qui en font partie. La référence monétaire n'est plus le dollar

Ce système prévoit aussi un mécanisme de change et un système de crédit illimité ouvert entre les banques centrales participantes, c'est-à-dire une forme de solidarité et une forte convergence des politiques monétaires. Les interventions des banques centrales se font en monnaie du pays membre, et chaque banque centrale peut aussi compter sur le crédit illimité des autres banques participantes, bien que ce crédit soit assorti à l'adoption de mesures de politique économique. Les cours de chaque monnaie peuvent être ajustés dans le cadre d'une procédure collective impliquant les Etats membres et la Commission Européenne.

La bande d'oscillation de chaque monnaie est alors calculée par rapport à cette moyenne de toutes les autres, l'Ecu : des interventions obligatoires étaient lancées lors que deux monnaies touchaient la limite de fluctuation bilatérale de 2,25%[37]. Le

---

[35] Les six pays fondateur : Allemagne, Belgique, France Italie, Luxembourg, Pays Bas, plus trois futurs Etats membres : Royaume-Uni, Irlande, Danemark.
[36] Trichet J.C. (2007), p. 63.
[37] L'Italie bénéficie d'une marge élargie de 6% de chaque coté.

réalignement des cours était possible, mais nécessitait le consensus. Les Etats étaient obligés d'adopter des mesures pour limiter les fluctuations, et, à l'approche de la limite, la banque centrale du pays doit intervenir sur le marché des changes, en achetant ou en vendant. Ces interventions se font avec les monnaies des pays participants, en réduisant l'importance du dollar.

Cette construction semblait sur le moment assez hasardeuse, si l'on considère que les taux d'inflation annuels à ce moment-là étaient très divers dans la zone : par exemple, ils allaient de 2,7 % en Allemagne à 12,1 % en Italie[38], pourtant le système a résisté grâce à la coopération et quelques réalignements. C'était un système de change fixes mais ajustables, avec la possibilité de réalignement, voire de sortie momentanée, ce qui lui permit de durer jusqu'en 1992, avec une période de particulière stabilité à partir de 1987.

Le Système Monétaire Européen a été considéré comme le précurseur de l'euro, une expérience qui fut le fondement du rapport Delors, en 1989. Ce rapport mettait l'accent sur la nécessité de l'intégration économique et sur les conditions pour y arriver, et envisageait les difficultés provenant des différentes politiques budgétaires nationales. Ces différences pouvaient créer des déséquilibres et des tensions dans une zone monétaire unifiée, et il fallait donc les pousser à converger. Dans l'esprit du temps, l'inflation restait toujours la menace principale à la stabilité monétaire. J. Delors et la commission qu'il présidait étaient convaincus que seule une politique de type allemand pouvait protéger la zone de ce danger. Le mark et la Bundesbank représentaient des modèles pour le nouvel ordre monétaire et la monnaie unique à venir[39].

Selon le rapport Delors[40], la réalisation de l'Union Economique et Monétaire exigeait trois conditions : la convertibilité totale des monnaie européennes entre elles ; la complète libéralisation des mouvements de capitaux ; l'élimination de toute marge de fluctuation, donc des parités fixes entre ces monnaies.

En ce qui concerne la politique économique, le rapport Delors préconise le développement de quatre éléments : la libre circulation des personnes, des biens, des

[38] Krugman, Obstfeld, Melitz (2012), p. 560.
[39] Chown (2003), p.211-212.
[40] Rapport sur l'Union économique et monétaire dans la Communauté européenne (12 avril 1989), sur le site www.cvce

services et des capitaux ; le renforcement des mécanisme du marché, notamment de la concurrence ; la mise en place de politiques d'ajustement structurel ; la coordination macro-économique sur la base de règles budgétaires contraignantes. Il est aussi recommandé que la politique monétaire soit confiée à une institution indépendante, une banque centrale européenne coordonnée avec les banques centrales nationales fonctionnant selon un schéma fédéral.

Le rapport prévoyait trois étapes pour atteindre l'Union Economique et Monétaire, qui se déroulèrent entre 1990 et 1999 avec l'introduction de l'euro. La première phase du processus prévoyait la complète libéralisation des mouvements de capitaux, la coopération entre les banques centrales et l'amélioration de la convergence économique entre les Etats membres. La directive sur la complète libéralisation des mouvements de capitaux entre en vigueur le 1er juillet 1990.

Le Traité de Maastricht, la deuxième étape prévue par le rapport Delors, entre en vigueur en 1993 et crée l'Union Européenne, il établit les critères de convergence visant à maintenir un comportement rigoureux des pays membres, sur le modèle de la gestion allemande des finances publiques. La troisième étape sera l'introduction de l'euro le 1er janvier 1999.

Le Traité de Maastricht, à l'article 121, impose la maîtrise de l'inflation, de la dette publique, du déficit public et la convergence des taux d'intérêt. Le choix de ces critères se fait sur une base conjoncturelle, et non structurelle, pour permettre aux pays d'atteindre rapidement une convergence nominale et pouvoir entrer dans l'Union, sans qu'il soit nécessaire de mettre en pratique une convergence réelle des économies préalable à l'unification[41].

Ces critères visaient donc à discipliner les Etats les plus laxistes en matière de politique monétaire et budgétaire, comme l'Italie, le Portugal et l'Espagne, censés prouver la sincérité de leur conversion à la culture allemande de la stabilité monétaire. Ces critères devaient aussi rendre plus acceptable pour l'opinion publique allemande le fait de renoncer au mark. En France, Mitterrand jugeait nécessaire d'engager l'Allemagne dans l'Union pour éviter la constitution d'une puissance continentale après la réunification de l'Allemagne.

[41]Artus (1996).

Ces critères furent ensuite précisés et renforcés par le Pacte de Stabilité et Croissance (PSC) en 1997, visant à assurer la discipline budgétaire dans l'Union Economique et Monétaire, dans le but de maîtriser l'inflation et de stabiliser les taux d'intérêt. D'autre part, ces critères communs ne sont évidemment pas toujours adaptés, ni adaptables, dans le cas d'asymétries persistantes à l'intérieur de la zone monétaire, mais on partait du présupposé qu'en respectant les critères de Maastricht, les pays membres auraient une évolution semblable et que l'uniformité des règles ne poserait pas de problèmes insurmontables. En fait, le pacte de stabilité se révèle être un instrument de contrôle, plutôt qu'un moyen de coordination, limitant les possibilités de politique budgétaire des Etats, sans proposer une politique budgétaire commune ou la possibilité de transfert de ressources comme dans les Etats nationaux ou fédéraux.

Les taux de change de chaque devise avec l'euro naissant furent fixés le 31 décembre 1998 par rapport à l'ECU en tant que panier de monnaies de onze Etats, dont trois, Royaume-Uni, Danemark et Grèce ne devaient pas rejoindre l'euro. Le traité de Maastricht prévoyait qu'un Etat ne pouvait pas dévaluer sa monnaie deux ans avant l'entrée dans l'Union Monétaire.

Le 1er janvier 1999, l'euro devient la monnaie unique de l'Union économique et monétaire. Au début de 2002, les pièces et les billets en euro furent mis en circulation dans les pays participants.

En réalité, les Etats respectèrent les critères de convergence jusqu'en 1999, pour rentrer dans l'Union monétaire, mais ensuite des divergences importantes se sont manifestées, a commercer par les pays le plus importants de la zone et cela dès 2002 : l'Allemagne et la France. En Allemagne, les coûts de la réunification tendaient à faire croître la dette et les taux d'intérêt, et en France les déficits et la dette publique continuaient d'augmenter. Ces deux pays furent les premiers à risquer une procédure de sanction par l'Union, mais celle-ci ne fut jamais appliquée. De plus, les critères de convergence toujours invoqués, furent en réalité rarement suivis.

L'union monétaire fait progresser le projet de la fédération européenne en gestation, portée par le principe libéral d'éviter toute distorsion de l'économie due à l'intervention de l'Etat, en liant ce dernier à des règles fixes : les critères de Maastricht. Les pays qui ne répondaient pas à ces critères étaient incités à la dévaluation interne et

à rendre flexible le marché du travail et donc, *in fine*, à parachever le programme de libéralisation lié à la monnaie unique[42]. Les règles de Maastricht furent de toute façon violées en premier par les pays que les avaient proposés, l'Allemagne et la France, à cause de la difficulté de moderniser trop rapidement le marché du travail et face aux revendications de justice sociales des peuples. Pour échapper donc à la rapide dégradation de la situation politique et sociale interne, plusieurs pays, dont, justement, l'Allemagne et la France, firent appel aux capitaux internationaux qui convergeaient vers la zone euro jusqu'à la crise de 2007/2008.

2. LA CRISE FINANCIERE DE 2007-2008 ET SES EFFETS SUR L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE

Depuis une trentaine d'années, les crises financières semblent être plus fréquentes, et elles paraissent liées au processus de globalisation financière qui a complètement modifié l'ordre financier international. La crise financière de 2007-2008 éclate aux Etats-Unis et se propage sur la planète entière à cause de l'interpénétration des marchés globalisés : à partir de la bulle immobilière américaine et le marché des titres hypothécaires, la crise s'élargit aux institutions financières américaines, puis mondiales, aux marchés boursiers, puis à l'économie réelle. La crise a eu des causes multiples, mais, pour se limiter aux aspectes financiers, il faut remarquer la politique monétaire très accommodante poursuivie par la banque centrale américaine, la *Federal Reserve*, pendant la décennie précédant la crise et les déséquilibres financiers mondiaux.

Après la crise des valeurs technologique au début des années 2000, la *Federal Reserve*, pour soutenir la croissance, avait baissé son taux directeur à 1% sans le relever pendants cinq ans (2001-2006). Ce taux, qui poussait les agents économiques et financiers à s'endetter facilement et de plus en plus, alimenta la spéculation et les

[42] Streeck W.(2014), p. 152.

bulles, notamment celle de l'immobilier. L'endettement des ménages, par exemple, passa de 80% en 1993, à 120% en 2003, puis à 130% en 2004[43]

En même temps, les flux financiers mondiaux augmentaient rapidement, aussi bien à cause de la politique monétaire américaine, qu'à cause de l'intégration dans l'économie mondialisée de pays comme la Chine et l'Inde. Ces flux augmentent de 5% en 1980 jusqu'à 20% en 2007[44], et ils ne sont pas orientés vers les pays les plus pauvres, mais, au contraire essentiellement des pays plus pauvres vers les plus riches, comme le constate le paradoxe de Lucas en 1990. En fait, sur la base du présupposé des marché efficients, les capitaux auraient dû affluer vers les pays les moins développés, où les occasions d'investissements et la rentabilité devraient être plus importants. Pourtant, les flux nets de capitaux vers les pays en développement sont négatifs[45], signifiant que les capitaux produits dans les pays émergents préfèrent les investissements dans les pays développés. Ainsi les déséquilibres mondiaux des balances des paiements se creusaient de plus en plus, avec un énorme gonflement des déficits aux Etats-Unis, qui atteint 6% du PIB en 2006[46].

En même temps l'inflation reste mondialement très basse grâce aux politiques anti-inflationnistes des banques centrales indépendantes, mais aussi à cause de la pression à la baisse des prix exercée par les pays émergents, nouveaux entrants sur les marchés mondialisés avec des coûts salariaux très bas.

Craignant la reprise de l'inflation, la *Federal Reserve* augmenta son taux directeur jusqu'à 5% en 2006, ce qui fit éclater la bulle immobilière et enclencha la crise financière et bancaire. Tous les secteurs furent touchés, puis la crise se propagea à l'ensemble des systèmes bancaires et financiers mondiaux, et prit l'allure d'une crise systémique.

En Europe, elle commence par l'arrêt des flux de capitaux entrants surtout américains. Le secteur bancaire est particulièrement touché, d'autant plus qu'il est la principale source de financement des entreprises et des gouvernements. Le déclenchement de la crise européenne et mondiale remonte au 9 août 2007, quand

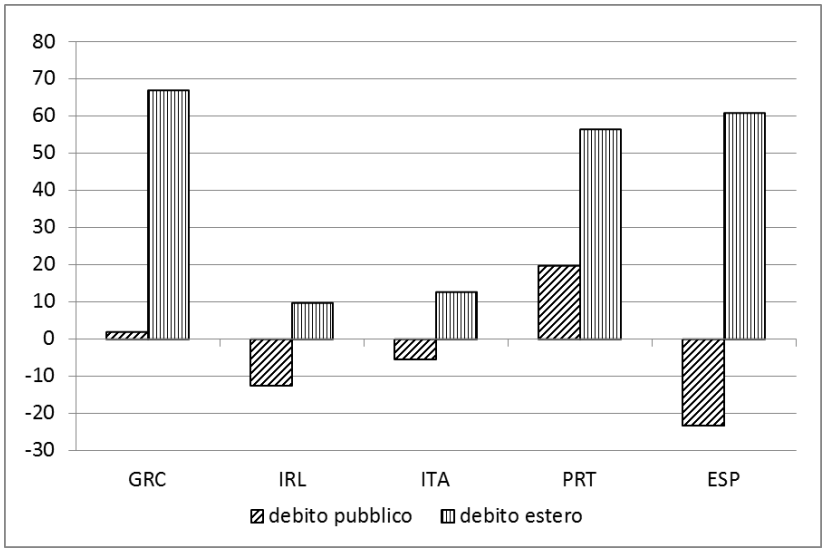
[43] Rogoff , Reinhardt (2010) p. 234.
[44] IMF (2012).
[45] Prasad, Rajan, Subramanian (2007).
[46] Obstfeld, Rogoff (2009), p. 5

BNP-Paribas annonce la suspension de la valorisation de trois fonds investis en titres américains[47]. Malgré les interventions rapides des banques centrales sur toute la planète, la crise se propagea du secteur bancaire et boursier à l'économie réelle, jusqu'au 15 septembre 2008, quand la faillite de la banque d'investissement américaine *Lehman Brothers* révéla l'ampleur de la crise mondiale. Dans les semaines qui suivirent, les cinq plus grandes banques d'investissement américaines, les fleurons du capitalisme financier, firent faillite ou furent rachetées[48].

Le système financier mondial menaçant de s'effondrer, les banques centrales et les Etats durent intervenir pour soutenir les banques et l'économie réelle, qui avait commencé sa contraction aux Etats-Unis en décembre 2007 puis avait mondialement plongé en 2009.

La crise de la zone euro ne commence pas comme une crise de la dette publique, mais comme une crise de la dette *privée* à cause des flux trop importants de capitaux à l'intérieur de la zone au cours de la décennie précédente. Tous les pays en crise n'avaient pas au début une dette publique élevée, mais tous avaient des déficits importants de balance courante dus aussi bien à l'importation de biens qu'à l'importation massive de capitaux :

Dette publique et dette extérieure de quelques pays périphériques de l'eurozone 2000-2007:



Source : Bagnai A., (2011) Crisi finanziaria e governo dell'economia,

[47] J. Poirier (2007).

[48] Outre Lehman Brother, furent liquidées Bear Stearns et Merrill Lynch, alors que Goldman Sachs et Morgan Stanley demandèrent à changer de statut pour devenir des banques commerciales afin de bénéficier du plan Paulson d'aide au secteur bancaire.

Ce graphique montre l'augmentation de la dette publique et de la dette avec l'étranger, de la balance des paiements, entre 2000 et 2007 pour les pays périphériques qui ont le plus souffert de la crise financière : Grèce, Irlande, Italie, Portugal et Espagne. A l'exception du Portugal, tous les pays avaient réduit leur dette publique, alors que l'exposition financière vers l'étranger augmentait sensiblement.

La crise se manifeste à l'arrêt des marchés interbancaires, même si, au début, les effets ne sont pas immédiats, comme, par exemple, en l'Islande à cause de la structure de l'Union Monétaire et notamment du système de paiements Target2[49]. En tout cas, le manque de capitaux a révélé les faiblesses du système bancaire dans les pays les plus dépendants des capitaux étrangers, c'est-à-dire ceux qui avaient les plus importants déficits de la balance des paiements. Le problème d'ailleurs ne concernait pas que les pays de la zone euro : les taux d'intérêt très bas surtout dans la période 2003-2007 avaient facilité l'accumulation de dettes aux Etats-Unis, au Japon, au Royaume-Uni, mais la structure institutionnelle de la zone euro amplifiait le problème initial de la perte de confiance dans les capacités de certains pays à rembourser leurs dettes. Face aux difficultés du système bancaire, les États furent obligés de soutenir ce dernier en le finançant, et donc à accroître la dette publique.

Dans la zone euro, le problème du financement de la dette publique menace de se transformer en risque de solvabilité de l'Etat, notamment en 2011, car il n'y a pas de prêteur de dernier ressort, ni les banques centrales nationales ni la Banque Centrale Européenne ne pouvant financer les gouvernements[50]. La différence entre les pays de la zone euro et d'autres pays pouvant compter sur un prêteur de dernier ressort est frappante : le Royaume-Uni par exemple n'a pas eu a subir la hausse des taux d'intérêts qu'ont subi les pays de la périphérie de la zone euro, parce que la solvabilité du Royaume-Uni n'a jamais été mise en question.

En Europe, cela devint évident avec la crise de la dette publique grecque en octobre 2009, quand le gouvernement annonça que le véritable déficit du pays était de 12,5 %. La dette publique s'avéra insoutenable et les taux d'intérêt flambèrent. Le pays

[49] Cf. infra p. 284-286.

[50] Même les politique de *quantitative easing* récemment mises en place par la Banque Centrale Européenne n'ont pas la même efficacité que dans le pays avec une véritable banque centrale, parce que la Banque Centrale Européenne achète les titres sur le marché secondaire, et donc ne monétise pas la dette.

était aussi très dépendant des importations et, étant donné qu'il était politiquement inconcevable qu'un pays de la zone euro fasse default, il fut décidé de l'aider par des plans de sauvetage, censés remplacer le prêteur de dernier ressort, figure manquante de la structure institutionnelle de la zone. Le plan de sauvetage était imposé par le fait que la dette grecque était détenue en grande partie par des banques françaises et allemandes, et qu'un éventuel default aurait nécessité la recapitalisation d'une partie importante du système bancaire européen.

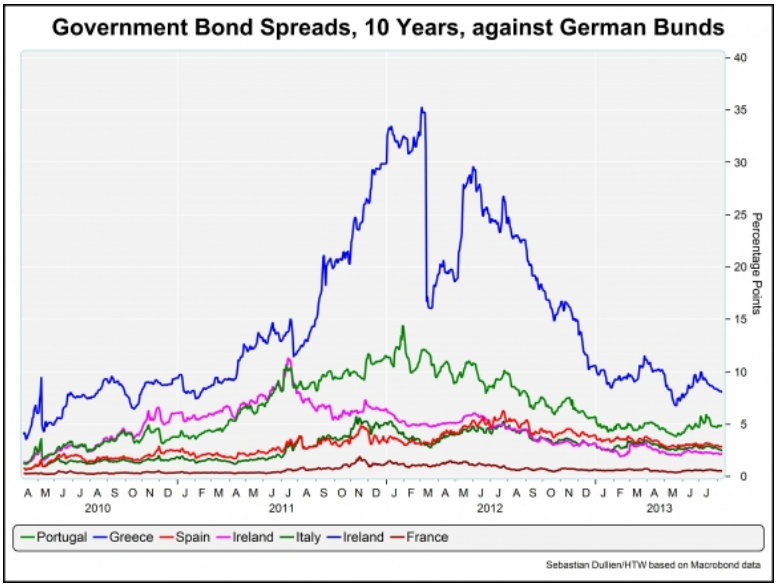
Le plan de sauvetage sera suivi de plusieurs autres, jusqu'en 2018, mais ils ne fonctionnent pas : le pays reste dépendant des aides extérieures, de plus en plus coûteuses, sa dette continue d'augmenter, son économie continue à plonger dans la dépression et la déflation, soumis à des politiques d'austérité féroces et procycliques.

Le problème de la dette grecque déclencha la suspicion sur la dette de tous les pays périphériques, dont on commença à douter de la solvabilité, arrêtant soudainement les flux de capitaux et laissant les taux d'intérêt gonfler jusqu'à devenir insoutenables. La contagion se propagea à l'Irlande et au Portugal.

Le problème concernait en effet le système bancaire et aurait pu être traité comme aux Etats-Unis en recapitalisant le secteur bancaire, mais une telle mesure provoque une hausse importante de la dette publique, comme en Irlande par exemple, cela toujours à cause du manque de prêteur de dernier ressort dans l'Eurozone. La crise de la dette publique devint un réel danger en atteignant l'Espagne, la Belgique et l'Italie, dont les *spread* augmentaient : le marché donnait une estimation différent à la dette publique de chaque pays de la zone euro, donc un taux d'intérêt différent. Le différentiel avec le prix de la dette publique allemande, considérée la plus sûre, le *spread*, devint une des préoccupations courantes dans la vie publique et dans les médias [51]:

[51] Fritz Dullien, Mühlich (2015).

Différentiel des taux d'intérêt sur les titres d'Etats avec l'Allemagne 2010-2013[52] :



La dette de ces pays était trop importante, ils ne pouvaient plus se financer sur les marchés car les taux d'intérêt flambaient, leur solvabilité étant douteuse. La seule réponse à ces problèmes fut l'adoption de politique budgétaires et fiscale d'austérité que ne pouvaient qu'aggraver la situation ; que ces politiques restrictives aient été adoptées par les gouvernements eux-mêmes, comme en Italie ou en Espagne, ou assorties aux plans de sauvetage comme en Grèce ou au Portugal, elles ont eu partout les mêmes effets dépressifs.

L'Union Européenne, face à cette crise se dote de nouvelle règles, plus strictes, pour obliger les Etats membres à atteindre l'équilibre dans les comptes publics en modifiant le Pacte de Stabilité et Croissance (PSC) signé en 1997. D'abord, en 2011, un ensemble de cinq règlements et une directive, connu comme le « *six pack* » vise à renforcer les règles du PSC et à améliorer la surveillance du budget des Etats. Ensuite, en 2013, deux autres règlements, connus comme le « *two pack* » renforcent le contrôle des organes communautaires et la coordination des décisions entre les Etats. Pourtant, aucune norme ne prévoyait expressément l'obligation de l'équilibre financier. Fut chose faite avec la Pacte budgétaire européen, le Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance (TSCG), connu aussi comme « *Fiscal Compact* », entré en vigueur en

[52] Fritz., Dullien, Mühlich (2015)

2013. Ce traité établit, à l'article 2 a) que « *la situation budgétaire des administrations publiques d'une partie contractante est en équilibre ou en excédent* ». Les pays membres doivent converger vers cet objectif ; il est introduit le concept de « déficit structurel » non supérieur à 0,5 % du PIB. En cas de divergence, des mécanismes de correction automatique sont prévus. Le « déficit structurel » serait un solde négatif persistant et indépendant de la conjoncture économique, inhérent à la structure des prélèvements et des dépenses publiques d'un pays[53].

Le pacte budgétaire européen réduit considérablement la marge de manœuvre budgétaire des Etats laissée par le traité de Maastricht et par le Pacte de Stabilité et Croissance, il prescrit des règles et des sanctions automatiques pour imposer des politiques d'austérité soustraites au contrôle démocratique des gouvernements élus.

Entretemps, la crise continue de sévir, et en 2012, les *spread* de la Belgique et de la France[54] commencent aussi à augmenter, faisant craindre pour la survie de la zone euro voire même de l'Union Européenne. C'est à ce moment-là, en juillet 2012, que Mario Draghi déclare qu'il fera tout ce qu'il faut, « *whatever it takes* », pour sauver l'euro, et qu'il engage la Banque Centrale Européenne avec tous ses moyens dans l'opération. La crise de la dette vient du fait que les investisseurs craignent de ne pas être remboursés, mais face à l'autorité de la Banque Centrale Européenne, capable d'un financement illimité, le risque de crédit s'efface, et le marché reprend son fonctionnement normal, sous la garantie que la Banque Centrale Européenne sera disponible à racheter la dette privée ou publique (sur le marché secondaire) sans limites.

Cela dit, si la politique monétaire très accommodante mise en place par Mario Draghi a sûrement aidé les banques et les Etats de la zone euro à faire face à la crise, elle ne peut rien face aux déséquilibres et aux asymétries existantes dans la zone monétaire, ni face à la crise économique qui s'est transformée en une stagnation persistante ou une croissance molle, incapable de relancer la demande et de résorber le chômage.

[53] Alternatives Economiques (2013) hors-série

[54] Le 17/11/2011 le *spread* franco allemand dépassait les 200 points base et le *spread* de la Belgique le 07/09/2011 atteignait 232 points de base sur les titres de référence à 10 ans : Géocodia (2011).

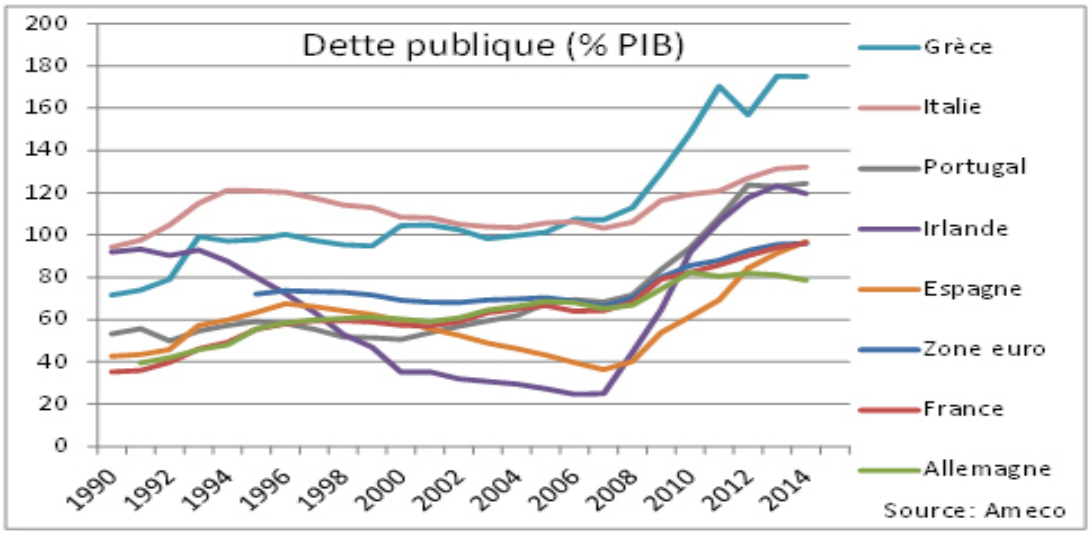
2.1. La crise financière révèle les asymétries de l'Union Economique et Monétaire

Au moment de l'introduction de la monnaie unique le 1er janvier 1999, les pays membres étaient conscients des différences existantes dans les structures économiques et financières internes, mais considéraient que les critères de convergence macro-économiques permettraient la convergence de ces structures : l'absence de risque de change favorise les échanges et les investissements, le taux d'intérêt commun serait plus bas que dans chaque pays, la compétition sur un marché unifié garantirait la transparence et une saine concurrence. Pourtant, les asymétries entre les Etats membres se sont accumulées et approfondies, alors que la tendance à la convergence des taux d'intérêt nominaux masquait les déséquilibres à l'intérieur de la zone. C'est avec la crise financière globale de 2008 que ces divergences deviennent visibles et déclenchent la crise des dettes souveraines à l'intérieur de la zone euro.

A partir de 2010, l'attention de l'opinion publique et des analystes s'est concentrée sur les problèmes de politique fiscale et budgétaire des pays périphériques de la zone : Grèce, Irlande, Portugal, Espagne et Italie. L'augmentation du rapport dette/PIL, strictement encadrée par les traités, devenait inquiétante dans ces pays, mais elle concernait, en fait, la plupart des pays de la zone[55], à cause des énormes sommes dépensées par les gouvernements pour endiguer la crise du système bancaire à la suite de la faillite de *Lehman Brothers,* mais aussi à cause de la baisse des recettes fiscales due à la baisse de l'activité :

[55] cf. Fondation Robert Schuman (2013)

Dette publique de quelques pays de la zone euro en pourcentage du PIB, 1990-2014 :



source : Fondation Schumann

La dette publique augmente par rapport au PIL dans tout les pays développés, en Grande Bretagne, aux Etats-Unis, au Canada, au Japon, suite à la crise financière, car les Etats ont du soutenir le secteur bancaire. La spécificité de la zone euro tient à son incertitude quant aux mécanismes de résolution de la dette.

Par contre, la dette privée augmente fortement dans tous les pays de la zone euro dans la période entre 1999 et 2007, au début de la crise financière, par exemple, elle augmente de 100% en Irlande et en Espagne[56].

La dette publique et les *spreads* sur les intérêts ont été largement mis en relief par la presse et ont fait objets de toutes les attentions de la part des institutions communautaires, mais les divergences à l'intérieur de la zone se sont manifestées à tous les niveaux. Comme l'explique un papier récent du FMI [57]:

> *« Euro area economies have not converged as envisaged on important dimensions :*
>
> - *nominal convergence of inflation and interest rates….*
> - *Real convergence has not occurred among the original euro members. GDP growth and productivity growth have not reduced income disparities between richer and poorer countries… »*

[56] Foglia, Fiorelli, (2016), p.14
[57] Franks, et al. (2018), p.28.

Cette étude examine les divergences dans la zone euro sous trois aspects où on avait présupposé une forme de convergence : 1) la convergence nominale (taux d'intérêt et taux d'inflation) ; 2) la convergence réelle (croissance et productivité) et 3) la convergence des cycles financiers.

Le rapport Delors en 1989 mettait déjà l'accent sur la nécessité d'une plus grande convergence économique et non seulement monétaire, « *not only in the monetary field, but also in areas of national management affecting aggregate demand, prices and costs of production* »[58]. Le traité de Maastricht promettait qu'en renonçant à l'autonomie monétaire les pays de la zone gagneraient une plus grande stabilité et une plus forte croissance par l'élimination des incertitudes de change et des coûts de transaction. En réalité les critères de convergence retenus restent axés sur des indicateurs d'harmonisation nominaux et fiscaux qui se sont révélés inadaptés au but recherché : 1) l'inflation ; 2) le taux d'intérêt de long terme ; 3) la stabilité des taux de change ; 4) les déficits fiscaux ; 5) la ratio dette publique/PIB.

Le traité de Maastricht considérait que l'harmonisation fiscale n'était pas nécessaire à la réussite de l'union monétaire, et que la seule discipline fiscale suffirait à garantir la stabilité des prix et la stabilité financière. La crise financière a fait voler en éclat ces convictions.

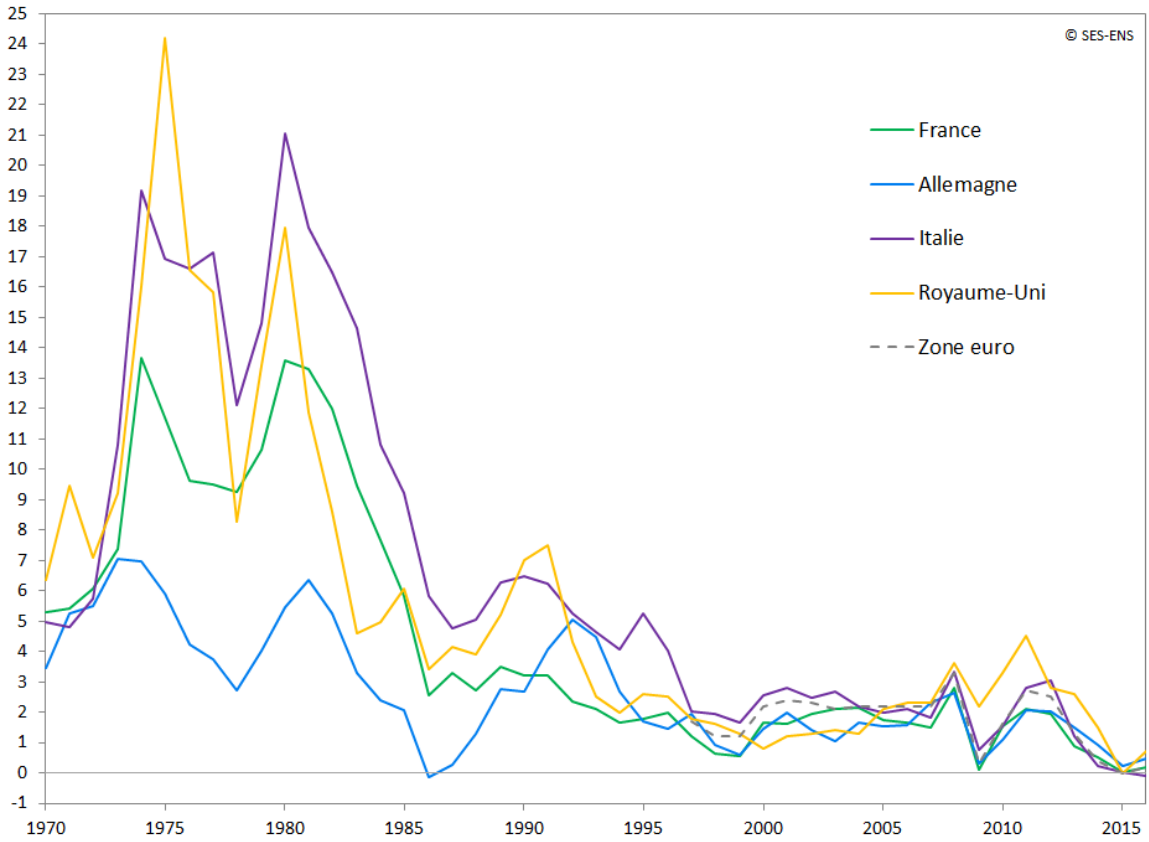
2.2. La convergence nominale et la convergence réelle des économies de la zone euro

Les économies de l'Eurozone n'ont pas vraiment convergé au niveau des taux d'inflation, même si ces derniers se sont fortement rapprochés avant l'introduction de l'euro, ils sont restés stables sans s'annuler après. Dans l'effort pour rentrer dans les critères de Maastricht, les pays membres ont suivi une politique de désinflation dans les années qui ont immédiatement précédé l'introduction de l'euro, mais les différentiels sont restés significatifs.

[58] Foglia, Fiorelli (2016), p. 6.

Cette différence de l'inflation, très importante avant l'entrée dans l'euro, se réduit à une moyenne de 2 % environ à la date de l'instauration de l'euro. Au cours des années suivantes l'inflation augmente dans toute la zone, à des taux différents. Le différentiel d'inflation entre le pays de la zone décroît jusqu'en 2007, où il atteint 1,4 puis, suite à la crise de 2008, ce taux remonte légèrement dans toute la zone, mais sans atteindre les valeurs d'avant la constitution de l'Union Economique et Monétaire :

Évolution du taux d'inflation annuel (%) entre 1970 et 2016 - Union Européenne[59]



Source : Statistiques de l'OECD, Prix à la consommation (données extraites le 12/12/2017).

En fait, les différent pays ont dû manœuvrer pour abaisser leurs taux d'inflation afin de rentrer dans les critères de Maastricht, mais après l'introduction de l'euro, ce sont les politiques monétaires communes qui ont pris la relève. L'Union Monétaire implique que tous les pays de la zone appliquent la même politique monétaire, ce qui

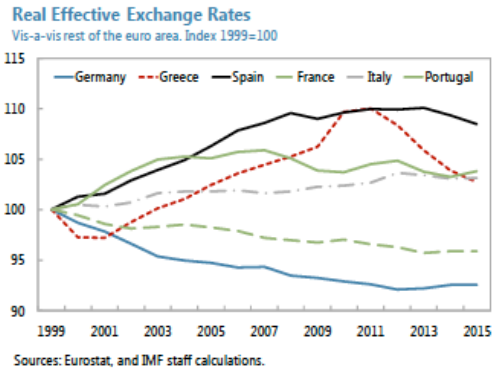
[59] SNS. ENS Lyon, 22/10/2016 http://ses.ens-lyon.fr/articles/donnees-taux-dinflation

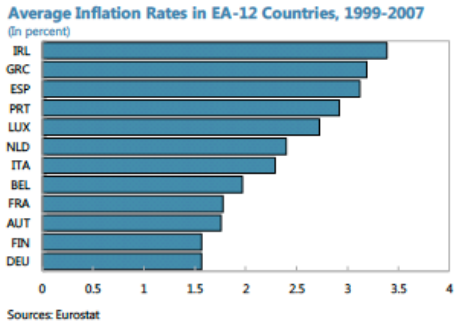
signifie qu'elle sera forcément trop restrictive pour les uns et trop accommodante pour les autres

La tendance à la désinflation dans les douze pays de la zone euro au moment de sa création a réduit l'inflation vers le taux le plus bas, celui de l'Allemagne, mais depuis ce différentiel reste autour de 1 %. Ce phénomène peut s'expliquer en partie par la différence dans la position dans l'évolution du cycle économique : certains pays ont eu une forte croissance et une forte inflation avant la crise, d'autres avaient une croissance très faible et une inflation plus ou moins divergente. Une autre possible explication de ce phénomène est que les pays qui initialement avaient des prix plus bas ont connu une inflation plus forte avec l'euro, étant donné que les prix tendent à s'égalise dans une union monétaire[60].

Mais, bien que la persistance des taux d'inflation soit restée faible dans la zone euro, ce différentiel a contribué à creuser l'écart de compétitivité. Par exemple, les taux d'inflation de certain pays, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne et le Portugal, sont restés constamment dans la limite supérieure de la distribution entre 1999 et 2007, ce qui a entraîné la progressive détérioration de la compétitivité de ces pays en élargissant l'écart entre les taux de change réels.

Taux de change réel et taux d'inflation de quelques pays de la zone euro[61] :





Les taux d'intérêt nominaux aussi ont convergé jusqu'à la crise de 2008. Comme prévu par les critères de Maastricht, les taux d'intérêt de long terme ont aussi

[60] Franks, et al. (2018), p. 9
[61] ibid.

convergé vers les niveaux du pays ayant les taux les plus bas avant l'introduction de l'euro, l'Allemagne, et ils sont restés bas dans la décennies suivante. Les pays avec les *spreads* les plus larges par rapport à l'Allemagne ont constaté la baisse la plus prononcée. Mais cela signifie aussi que les marchés ont cessé de différencier les risques de crédit, sur la base de la croyance que la monnaie unique garantissait la stabilité monétaire et qu'un pays de la zone euro ne pouvait pas faire default[62].

Avec la crise financière, les marchés recommencent à calculer le risque de crédit, la convergence disparaît, et les *spreads* de certains pays avec l'Allemagne, le *benchmark*, deviennent très importants, comme en Grèce, au Portugal ou en Italie. Cela signifie que les taux d'intérêt réels sont tombés au-dessous des taux d'intérêt de l'Allemagne : les taux nominaux ayant convergé mieux que les taux d'inflation, les pays ayant une inflation plus importante se retrouvaient avec des taux d'intérêt réels trop bas. Cela a déterminé un excès de crédit, la formation de bulles, et donc une ultérieure pression sur l'inflation, bref, une mauvaise allocation du capital. Avec la crise financière le processus s'inverse : les taux d'intérêt réels montent rapidement, sauf en Allemagne, avec les taux d'intérêt nominaux et la chute de l'inflation. L'effet cumulatif de petits différentiels d'inflation et la convergence des taux d'intérêt nominaux après l'introduction de l'euro ont entravé la possibilité d'une convergence réelle.

Mais dès le début, dans la plupart des cas, les différentiels d'inflation n'étaient pas dus à des augmentations de la productivité, mais à un excès de flux de capitaux entretenant l'inflation. Ainsi, étant donné l'absence de flexibilité du change, les différentiels d'inflation persistants signifient que le pays ayant une inflation plus élevée perd en compétitivité et réduit la croissance potentielle : les pays ayant une haute inflation avaient aussi un PIB plus bas initialement, et ne pouvaient pas combler leur retard.

Le problème général est la focalisation des Traités sur des cibles nominales, sans se préoccuper de redresser les fractures institutionnelles sous-jacentes, qui pourtant conditionnaient les politiques économiques, la structure de compétitivité et l'efficacité économique. Les différences dans les structures économiques ne sont pas

[62] Franks, et al.(2018) p. 10.

fortuites, elles découlent de l'histoire, qui a façonné différemment les institutions des pays membres de l'Union. Ainsi les différences dans le résultat dépendent du fait qu'ils règlent leur production et leur marché du travail différemment, et qu'ils ont des capacités différentes de faire face à leurs engagements, de faire appliquer les contrats et de collecter les impôts[63].

En général, l'évolution de la convergence économique entre les pays de l'Union peut se mesurer par la convergence des revenus par personne dans les Etats membres. Le rapport Delors soutenait déjà l'importance de la convergence de la production, des revenus et de l'emploi pour la construction européenne dans le long terme :

> *« Si l'on veut éviter d'importantes disparités régionales sur le plan de la production et de l'emploi, les déséquilibres économiques entre les pays membres doivent être corrigés par des politiques ayant une incidence sur la structure de leurs économies et de leurs coûts de production »* [64]

La convergence des économies est considérée comme nécessaire pour la cohésion sociale et politique de l'Union Monétaire et le principal instrument prévu par le Rapport Delors, ce sont les fonds structurels alloués aux régions les plus faibles économiquement. On a pu constater qu'ils sont largement insuffisants.

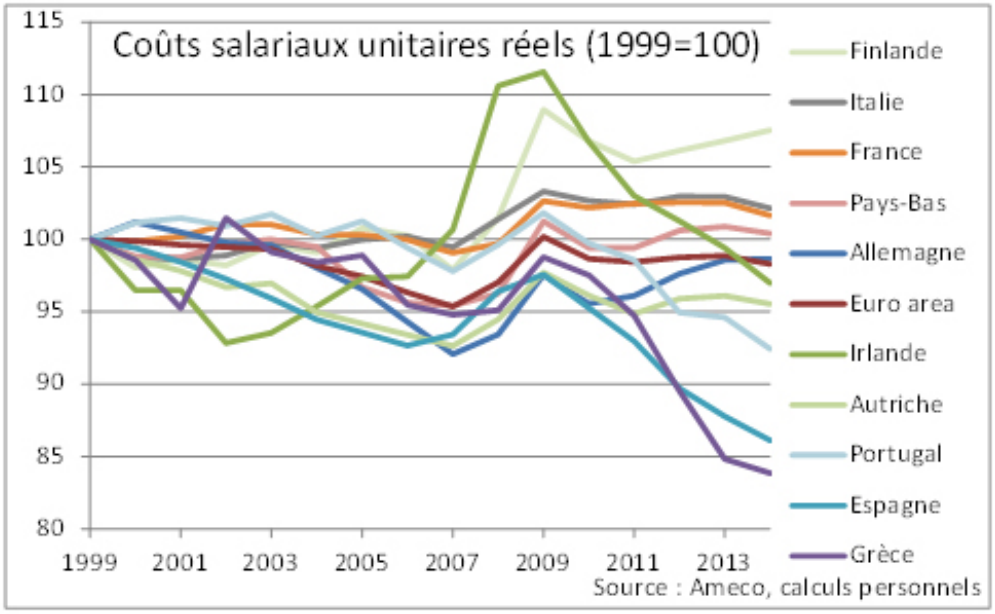
La convergence des revenus par personne, notamment, n'a pas répondu aux attentes. Comme l'analysent Frank et al.[65], dans la période qui a précédé le traité de Maastricht les revenus des douze premiers pays signataires ont effectivement eu tendance à converger, mais après 1992, cette tendance a ralenti. Dès le début de l'entrée en vigueur du traité en 1999, la tendance à la convergence des revenus entre les pays membres a disparu, puis, après la crise financière les divergences ont recommencé à se manifester. Seuls les pays de l'est, qui ont rejoint l'Union après 2007, ont réussi à améliorer la convergence des revenus.

En ce qui concerne la productivité, elle a montré une tendance à diverger après l'adoption de la monnaie unique, contrairement aux attentes. Notamment dans les pays

[63] Papaioannou, « Eurozone Original sin ?.., » in Baldwin, Giavazzi, (2015), p.164.
[64] Rapport sur l'Union économique et monétaire dans la Communauté européenne, point 14, p.5
[65] Franks J., et al. (2018), p.11-13.

qui avaient déjà une productivité faible. Il n'y a donc pas eu l'effet de rattrapage espéré par un taux d'investissement plus important, et la crise n'a pas amélioré la situation.

En général, l'évolution de la compétitivité est déterminée par deux facteurs principaux : 1) le taux de croissance des salaires et la productivité, 2) le taux d'échange réel. Une fois que la monnaie unique élimine le facteur du taux de change nominal, il ne reste que la croissance des salaires pour déterminer la productivité aussi bien que le taux de change réel (*Relative Consumer Price*). Le coût salarial unitaire réel représente le rapport entre la masse salariale réelle et le PIB réel (hors inflation) :



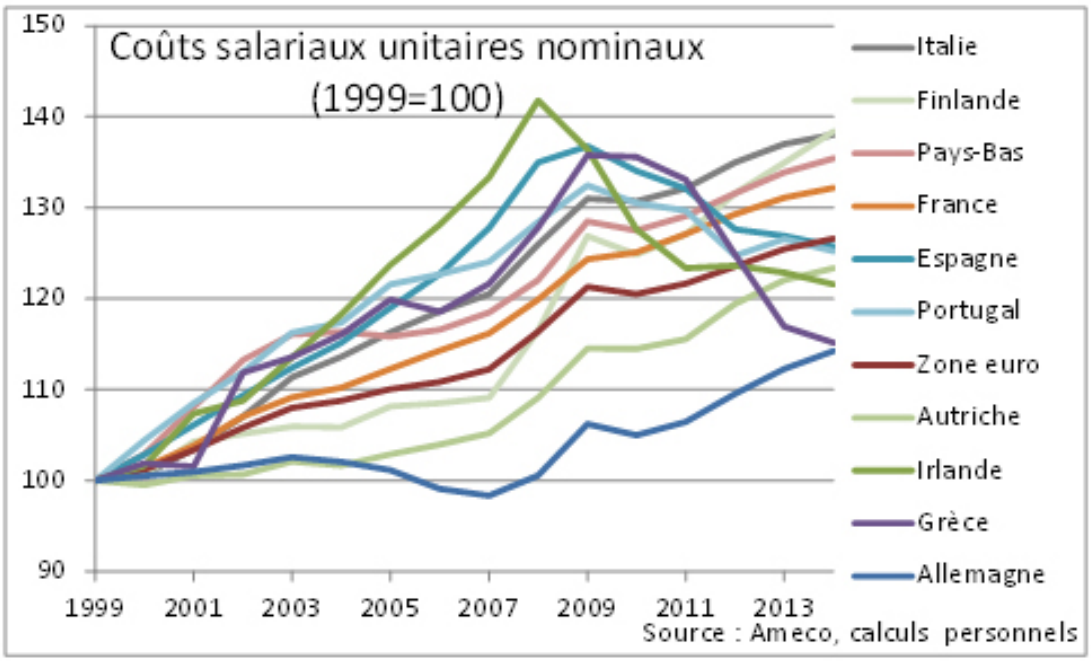
Fondation Robert Schuman[66]

Les coûts salariaux unitaires réels sont calculés au net de l'inflation, et indiquent donc le rapport entre le salaire moyen et la productivité. Dans le graphique précédent, on observe que le salaire réel a stagné ou baissé dans la plupart des pays de la zone euro, ce qui signifie que le salaire moyen a moins progressé que la productivité jusqu'en 2007. En Allemagne notamment, le coût salarial réel baisse entre 2003 et 2007 d'environ 8% dans le contexte des réformes Hartz, alors qu'en Irlande il semble bondir entre 2002 et 2008 à cause de la forte baisse précédente, à partir des années 1990. Or, la divergence des coûts salariaux réels dépend aussi du taux d'inflation

[66] Bourgeot (2013), p. 6.

enregistré dans les différents pays, car au net de l'inflation, l'évolution dépend de la productivité : par exemple, en Allemagne, la baisse du coût salarial jusqu'en 2008 provient de gains de productivité qui ne se répercutent pas dans le salaire moyen, puis ensuite les salaires stagnent et ne rattrapent pas le niveau de 1999. En Italie, la productivité stagne ainsi que le salaire unitaire moyen (il y a même une légère baisse après 2012).

Les salaires nominaux, par contre, donnent l'impression d'une forte augmentation des salaires dans les pays périphériques de la zone, et entretiennent l'idée de pays « *vivant au dessus de leurs possibilités* », qui nécessitent de stratégies de dévaluation salariale compétitive :



Fondation Robert Schuman[67]

La divergence des coûts salariaux nominaux est en effet au cœur du problème des déséquilibres commerciaux entre les balances des payements, mais elle dépend des différentiels d'inflation. On remarque alors que l'Allemagne est le seul pays où les coûts nominaux stagnent puis baissent entre 1999 et 2007, alors qu'en Italie ou en Finlande, par exemple, il y aurait une dérive approchant 40% sur la période entière.

[67] Bourgeot (2013), p. 5.

L'Allemagne s'est en fait tenue constamment en dessous de l'inflation cible de la BCE. Or, le *target* de l'inflation décidé par la BCE étant de 2%, il fournit aussi le standard pour l'évaluation du taux de croissance du coût unitaire nominal du travail, et on peut constater que l'Allemagne a poursuivi un modèle de compression de la demande interne et d'entraînement de l'économie (*export-led*) par la demande extérieure. Cela a déterminé le déclin des salaires nominaux et réels, une augmentation de la productivité et un fort excédent commercial. Or, cette stratégie n'est pas soutenable dans une union monétaire, où la coopération et l'évolution vers la convergence des données économiques s'imposent.

2.3. Divergence des politiques fiscales

Une des raisons qui a fait que la crise globale a frappé plus durement et plus durablement l'Union monétaire que le reste du monde est le fait que cette crise a été traitée au début comme une crise de dette publique, ce qu'elle n'était pas.

Dès le début de la crise, on a expliqué les difficultés en Europe par le fait que des pays à la gestion trop laxiste n'avaient pas respecté les règles de Maastricht et du Pacte de Stabilité et Croissance : un problème essentiellement fiscal. On a voulu alors imposer à ces pays, en premier à la Grèce et les autres ont suivi, des politiques d'austérité fiscale afin de payer la dette publique censée peser sur la croissance. On y a aussi assorti des mesures de libéralisation et flexibilisation du marché du travail, tout droit sorties des doctrines du consensus de Washington.

Vítor Constâncio, vice-président de la BCE, déjà en 2013[68], admet que la narration courante des causes de la crise dans le non respect des règles budgétaires de l'Union n'est pas correcte, mais que la gestion de la dette publique n'est pas à l'origine de la crise européenne :

> *« Although this is an internally coherent narrative, it is not correct, especially as a main driver of the crisis.*

[68] Vítor Constâncio, Athens, 23 May 2013

First, there is no strong correlation between whether a Member State respected or not the Stability and Growth Pact before the crisis, and the yields being demanded by financial markets today. For instance, Germany and France did not respect the Pact in 2003-4; Spain and Ireland respected it more or less fully until 2007.
Second, there was no uniform increase in overall government debt during the first years of the common currency in the countries that are now under sovereign stress. »

Dans la période précédente la crise, en fait, c'est la dette du secteur privé qui a augmenté fortement, financée par le secteur bancaire dans les pays créditeurs et débiteur[69] :

Total des prêts des pays *core* de la zone euro aux pays périphériques, en milliards d'euro :

	1999 4th quarter	2009 4th quarter	% change 99-2009
Portugal	26	110	320
Ireland	60	348	481
Italy	259	822	217
Greece	24	141	491
Spain	94	613	554
GIPS	204	1,212	495
Total	463	2,033	340

Note: Les pays *core* sont l'Allemagne, la France, la Belgiques, l'Autriche, les Pays

Source: Adapted from Baldwin et al. (2010), which draws on BIS Consolidated Banking Statistics, June 2010.

Les pays périphériques de la zone euro ont pu s'endetter facilement dans les années précédentes la crise financière globale à cause de l'effacement du risque de change consécutif à l'adoption de l'euro. Ces pays ont pu profiter de l'abondance de capitaux provenant des pays *core* de la zone à la recherche de placements rentables, les taux d'intérêt étant plus intéressants dans les pays périphériques grâce aux différentiels d'inflation persistants. L'afflux de capitaux étrangers produit dans ces pays une croissance supérieure à la moyenne européenne, mais fait aussi gonfler des bulles dans

[69] CEPR, Policy insight 85 (2015), p. 7.

le secteur immobilier, dans le financement de la consommation et dans la dépense publique. La croissance d'ailleurs fait monter le taux nominal d'inflation : le taux d'inflation réel diminue et stimule un endettement ultérieur.

La croissance comparée de la dette publique et de la dette privée avant la crise laisse peu de doutes[70] :

Augmentation de la dette publique et de la dette privée en pourcentage du PIB :

Aumento del debito pubblico e del debito privato in rapporto al PIL

	Debito Pubblico in (% di PIL)			Debito Privato (in % di PIL)
	1999	2007	variazione 1999-2007	variazione 1999-2007
Eurozona	71.7	66.4	-7.4	+26.8%
Grecia	94.9	107.2	+13.0	+217.5%
Italia	113.0	103.3	-8.6	+71.2%
Spagna	62.4	36.3	-41.8	+75.2%
Portogallo	51.4	68.4	+33.0	+48.9%
Irlanda	47.0	25.0	-46.8	+101.0%

1

EUROPEAN CENTRAL BANK ©
www.ecb.europa.eu

En même temps, dans la plupart des pays de la périphérie européenne, la dette publique baissait, ou, en tout cas, augmentait peu par rapport à la dette du secteur privé. Comme l'admet Vítor Constâncio, la dette publique n'a augmenté, dans tous les pays de la zone euro, qu'en conséquence de la crise : baisse des rentrées fiscale, augmentation des dépenses sociales, aides au secteur bancaire en difficulté.

Le flux de capitaux privés libéralisés a exposé tous les pays, au centre comme à la périphérie de la zone euro, aux conséquences d'une mauvaise allocation des

[70] Speech by Vítor Constâncio (2013).

capitaux, mettant donc en difficulté les systèmes bancaire des pays débiteurs et des pays créditeurs en conséquence.

La politique fiscale de Union Economique et Monétaire présente aussi des aspects largement récessifs, dans sa construction même, car elle manque d'un organe décisionnel centralisé qui pourrait rééquilibrer les asymétries de la zone, comme cela se passe aux Etats-Unis. Le manque d'un organe centralisé empêche la politique de transfert qui stabilise les unions fédérales, comme l'Allemagne même, les Etats-Unis ou la Suisse, et, d'ailleurs, le budget de l'Union monétaire n'est que d'un peu plus de 1% du PIB de la zone, alors que dans les Etats fédéraux, le budget fédéral représente environ 30% du PIB.

De plus, la politique du prélèvement fiscal étant laissée aux gouvernements nationaux, il s'est engagé une concurrence à la baisse qui dégrade la position relative des salariés en général. A cela s'ajoute encore l'impossibilité pour les gouvernements nationaux de pratiquer des politiques budgétaires expansives, à cause des limites posées par le traité de Maastricht et encore plus par le Pacte de Stabilité et Croissance[71]. Dans une phase de contraction de la production et d'aggravation du déficit et de la dette publique, tous les pays de la zone sont obligés de pratiquer une politique procyclique d'austérité qui, sans améliorer les comptes publics, entraîne la zone dans une spirale récessive.

En fait, une fois que l'on exclut la possibilité de la variation du taux de change et des transferts fédéraux, il ne reste comme possibilité de rééquilibrer les asymétries que la mobilité du travail et son coût. Si l'on considère que la mobilité du travail est forcement réduite dans la zone euro pour des raisons linguistiques et culturelles, la seule variable d'ajustement reste le coût du travail.

Dans la politique industrielle aussi on retrouve le même problème : alors que les possibilités d'actions des gouvernements étaient drastiquement diminuées, au niveau européen aucun autre instrument n'a été prévu. Au contraire : au nom d'une prétendue efficacité des marchés et de la concurrence, la politique industrielle a été largement abandonnée, sans considérer qu'une politique réelle de laissez faire, de

[71] *The Economist* parle de pacte d' « *instabilité et dépression* », 19/10/2002, cité par Vianello (2013), p.33, note 25.

séparation étanche entre marché et Etat, n'est qu'une position idéologique, et que tout marché dépend d'une certaine organisation, d'un cadre forcément défini par la puissance étatique : il s'agit en réalité de choisir entre divers systèmes de gouvernance et d'encadrement de l'économie. Le meilleur exemple est le pays considéré comme le modèle du « libre marché » : les Etats-Unis, où les interventions étatiques de soutien à l'économie, à la demande, à l'offre, à l'industrie, à la finance ou autre, se succèdent et s'accumulent au cours de l'histoire[72].

D'autre part, l'Allemagne, qui soutient aussi le libéralisme économique dans l'Union, a vu l'intervention de l'Etat dans l'économie se renforcer, dans la mesure où, par exemple suite aux réformes Hartz, l'Etat a dû intervenir pour assurer une protection sociale minimale à ceux qui se sont trouvés exclus des procès productifs ou marginalisés. Les réformes Hartz ont crée un marche du travail dualiste avec un secteur précaire et sous-payé en expansion. Les salaires ont été contenus, tandis que la productivité du travail augmentait ainsi que l'inflation. Mais en même temps l'Etat a dû intervenir aussi en augmentant largement son déficit pour pallier la baisse des revenus du travail, ce qui a provoqué un déficit largement supérieur aux critères de Maastricht. L'Allemagne, en fait, a été le premier pays à ne pas respecter ces critères qu'elle avait pourtant soutenus âprement.

Dans tous les cas où l'Etat s'est retiré de l'intervention directe dans l'économie il a dû en même temps augmenter son activité de protection sociale, mais cela est bien plus coûteux et moins efficace pour la reprise d'une économie en crise que l'investissement direct dans la structure productive : ainsi, moins l'Etat agit, et plus il dépense, avec les conséquences prévisibles sur le déficit et sur la dette. En Allemagne même, les plafonds permis par le traité de Maastricht ont été dépassés, mais la situation particulièrement favorable de l'industrie exportatrice allemande, le grand marché interne crée par l'unification et la croissance de la demande extra-européenne en biens d'investissement, ont permis de résorber le déficit et de contrôler la dette.

Toutefois, les réformes Hartz ont créé à l'intérieur de l'Allemagne un large secteur de travail précaire et sous-payé qui comprime la demande interne et rend le pays de plus en plus dépendant des exportations, et cela aux dépens de l'union : aucun

[72] Kabaka P.I. (2016),

mécanisme de rééquilibrage commercial budgétaire ou monétaire n'est prévu, ni réalisable à brève échéance.

Ce que les réformes Hartz ont permis est avant tout de contenir les salaires en dessous des augmentations de la productivité et de l'inflation, si bien que les exportations allemandes ont tiré un double avantage de l'Union Economique et Monétaire : la faiblesse de l'euro par rapport à ce qui aurait été la valeur du mark, et le bas coût du travail.

La modération salariale en Allemagne a sans doute été un des facteurs principaux du déclenchement et de l'approfondissement de la crise[73]. Pour que la zone euro puisse fonctionner correctement, il aurait fallu que le coût du travail pour unité de produit augmente dans chaque Etat membre parallèlement à l'objectif d'inflation établi par la Banque Centrale Européenne. Mais le coût du travail en Allemagne est resté stable depuis l'instauration de la monnaie unique, entraînant un taux d'inflation trop bas par rapport aux autres pays de la zone. Avec des taux d'intérêt convergents, les différentiels d'inflation ont amplifié les déséquilibres de la zone : des conditions financières relativement restrictives en Allemagne ont freiné la demande interne et augmenté la compétitivité, alors que la demande interne des pays ayant une inflation plus forte explosait, à cause des facilités de financement. Les freins à la demande interne allemande ont aussi freiné les importations, et altéré la courbe de distribution des revenus : les profits et l'épargne d'entreprise ont pris le pas sur la part salariale.

2.4. Crise politique

La réduction du projet européen à l'unification monétaire a aussi éloigné les populations de la possibilité de s'identifier à ce projet, dans la mesure où celui-ci se révèle de plus en plus adapté à la conservation des intérêts d'une élite économique sur laquelle les peuples et les Etats n'ont pas de pouvoir effectif.

La délégation de la souveraineté nationale n'a pas conduit à une souveraineté européenne, plutôt à un vide de pouvoir qui ouvre la voie à tous les nationalismes et à

[73] cf. Bibow J.,(72004) , cf. Bofinger P. (2015)

toutes les réactions les plus extrêmes contre cette structure supranationale éloignée et incontrôlable.

D'autre part, d'un point de vue politique, l'ordolibéralisme allemand prétend séparer le politique de l'économique, en faisant de l'économie un domaine régi par des règles fixes, qui laissent le minimum d'espace possible aux manœuvres conjoncturelles et au pouvoir discrétionnaire politique. De plus, l'exigence de ces règles, celle de Maastricht, du pacte de stabilité, du pacte budgétaire, est proposée comme une exigence morale de vertu dans la gestion des comptes publics. La politique se dégrade en moralisme et l'économie en économisme aveugle. La description des politiques d'austérité comme « vertueuses » et la description de l'idée européenne comme un rêve ou une vision, contribue à accumuler la confusion.

D'un point de vue économique, les politiques d'austérité, censées diminuer la dette publique ne font que l'augmenter par leur effet sur le PIB. Dès le début de la crise il était évident, sauf à vouloir l'oublier pour des raisons politiques, que le problème venait de l'accumulation de la dette privée, stimulée par l'afflux de capitaux. Mis à part le cas de la Grèce, tous les pays en difficulté, l'Espagne, le Portugal, l'Irlande, avaient une faible dette publique et même en Italie, où la dette est toujours restée plus élevée que les critères de Maastricht ne le permettaient, elle baissait régulièrement.

La crise ne fut pas provoquée par une mauvaise gestion des Etats, d'autant plus que la dette souveraine devait être gérée par des Etats de moins en moins souverains, mais par la distorsion des marchés induite par une monnaie unique trop faible pour les pays *core*, et trop forte pour les pays périphériques. Les déséquilibres des balances de paiements se sont alors accumulés, car l'euro favorisait les exportations des pays les plus forts et affaiblissait celles des pays les plus faibles. Les déséquilibres ont été cachés par les soldes Target2 tant que les capitaux ont afflué vers les pays de la périphérie. Ensuite les politiques d'austérité ont été nécessaires pour rééquilibrer ou du moins réduire les déséquilibres intra-européens, au prix de la « *destruction de la demande interne* »[74]. La diminution des importations et l'augmentation du chômage[75]

[74] En Italie la destruction de la demande interne a été tout à fait intentionnelle, comme le dit M. Monti, alors président du Conseil des ministre dans une interview à CNN « *We're actually destroying domestic demand through fiscal consolidation* »., dont on peut trouver la transcription ici : http://transcripts.cnn.com/TRANSCRIPTS/1205/20/fzgps.01.html

[75] L'augmentation du chômage est la réponse du marché du travail à la rigidité des salaires à la baisse.

ont réduit en effet le déficit commercial, mais la dette publique a augmenté et le mécontentement des populations a propulsé partout les partis anti-euro.

Par exemple, en Italie la balance extérieure par rapport au PIB entre 2010 et 2014 s'est améliorée de 5 points[76], mais la dette publique, dans la même période a augmenté de 17 points, alors que le PIB baissait de 2.6 %. Or, la « *destruction de la demande interne* » est exactement le contraire de ce que l'Union Européenne était censée produire : un grand marché commun assurant la croissance de la demande et de l'offre de biens et de capitaux. Ainsi l'euro en vient à détruire l'Union Européenne : il se transforme dans un piège d'un point de vue politique aussi bien qu'économique, avec une polarisation accrue non seulement des situations économiques, mais encore plus des positions politiques entre les gouvernements toujours attachés à l'idée européenne et les populations qui la refusent de plus en plus, à tort ou à raison.

M. King, ex gouverneur de la Bank of England, a publié en 2016[77]un livre très critique sur la question de l'euro, où il pointe, entre autres problèmes, la contradiction existante entre l'esprit démocratique souhaité et la structure technocratique du processus de décisions dans l'Union :

> *« Put bluntly, monetary union has created a conflict beteen a centralised elite on the one end, and the forces of democracy at the national level on the other. This is extraordinarily dangerous. In 2015, the Presidents of the European Commission, the Eurosummit, the Eurogroup, the European Central Bank and the European Parliament (the existence of five presidents is testimony to the bureaucratic skills of the elite) Decisions will increasingly need to be made collectively 'and implicitly supporting the idea if a single finance minister for the euro area. This approach of creeping transfer of sovereignity to un unknown centre is deeply flawed and ill meet popular resistance »*[78]

Les décisions sont prises par des institutions européennes centralisées bénéficiant d'un transfert de souveraineté qui les éloigne de la légitimité garantie par le processus électoral. C'est donc la démocratie qui semble être destinée à être sacrifiée[79] par cette structure rigide, mais cela ne peut se faire sans des remous sociaux importants.

---

[76] Perspective monde, *Ecole de politique appliquée*
[77] cf. King, M. A. (2016).
[78] Cité par Sapir (2016b)
[79] cf. infra II,, ch. 2.2.

Le déficit démocratique de la structure européenne se révèle à deux niveaux : au niveau européen et au niveau national. Le transfert de pouvoir du niveau national au niveau supranational se fait en renonçant au contrôle démocratique qui reste limité au niveau national. Ainsi, les institutions nationales perdent des prérogatives, mais elles ne sont pas récupérées au niveau européen. Les institutions européennes ne sont pas élues[80] et ne sont pas soumise à contrôle, notamment la plus puissante d'entre elles, la BCE, et cette situation soulève un grave problème de légitimité démocratique

3. LES REGIMES DE CHANGES DANS L'HISTOIRE CONTEMPORAINE : REGIMES DE CHANGES FIXES, UNIONS DOUANIERES ET/OU MONETAIRES

L'idée de l'unification de l'Europe n'est pas nouvelle dans l'histoire du continent, mais en général cette idée était portée par un projet politique voire militaire. Les tentatives, plus limitées, d'union monétaire ont existé aussi avec des succès divers[81], dans des contextes très différents. Certaines unions monétaires ont accompagné la formation de nouveaux Etats à partir d'entités plus petites, comme l'unification de l'Italie ou de l'Allemagne : dans ces cas l'unification monétaire s'accompagne d'un projet politique, social et culturel. D'autres unions n'étaient que l'expression d'accords de coopération économique entre Etats souverains, comme l'Union Latine en 1865 ou l'Union Scandinave en 1872. Ces unions étaient en effet des accords de parité de change fixe, ce qui créait inévitablement des tensions quand les Etats membres étaient confrontés à des divergences d'intérêts.

Il est aussi nécessaire d'analyser le contexte dans lequel ces unions monétaires ont pu se développer, survivre ou pas, pour déceler les similitudes et les différences avec les problèmes de l'Union Economique et Monétaire. Le contexte était en fait l'utilisation mondiale de l'étalon-or, et donc l'impossibilité pour un Etat d'adopter une politique monétaire indépendante : si l'union monétaire est ainsi facilitée, la rigidité

[80] Le parlement européen est élu, mais il a des pouvoirs limités, consultatifs et de contrôle sur la Commission européenne
[81] Vanthoor (1996).

des changes produit plus facilement des cassures dues à des événements politiques et/ou militaires.

La question des unions monétaires doit être examinée à l'intérieur du contexte du régime de change international, qui définit entre autre les capacités d'ajustement d'une économie à toutes les autres et de faire face aux chocs asymétriques. Un régime de change fixe et un régime de change flottant ou flexible réagissent différemment aux chocs asymétriques, et peuvent utiliser des manœuvres d'ajustement différentes. Or, choisir entre les deux n'est pas qu'une question de technique, de marges de manœuvre, d'efficacité, mais de choix politiques, essentiellement le choix de définir qui doit porter le poids des ajustements, et comment. Dans un régime de changes fixes ce poids est essentiellement porté par la pression sur les salaires, dans un environnement déflationniste. Dans un régime de changes flexible, les ajustements se font surtout par la dévaluation sur le marché des changes. Il faut aussi prendre en compte le régime de contrôle des changes, c'est-à-dire, la liberté de mouvement des capitaux, qui aura une importance différente selon qu'elle se déploie dans un système de change ou un autre.

Les unions monétaires formées par des Etats souverains partenaires comme l'Union Latine ou l'Union Scandinave montrent que l'intégration politique est aussi probablement nécessaire à la survie de l'union, en effet celles-ci ont disparu à cause d'une désintégration politique due aux nationalismes des années de l'après première guerre mondiale.

Il peut donc être utile d'analyser le fonctionnement d'un régime de change fixe aussi que de comparer les diverses expériences d'unions monétaires.

3.1. L'euro et le gold standard ou gold exchange standard : ses rigidités en comparaison

L'euro a bien des traits communs avec le *gold standard*, surtout dans la version de l'entre-deux guerres, le *gold exchange standard*. Le *gold standard* et l'Union Economique et Monétaire ont été ralliés par des pays avec des monnaies faibles avec l'intention d'accéder plus facilement aux marchés internationaux des capitaux, mais

dans les deux cas la rigidité des changes à induit successivement des crises bancaires, souveraines et de change[82].

La guerre des monnaies, dans la période du *gold standard* comme dans *le gold exchange standard*, avait enclenché une spirale déflationniste qui se reproduit aujourd'hui dans les pays de la périphérie européenne qui souffrent d'un régime de change de l'euro surévalué par rapport à la compétitivité de leur économie[83].

Le *gold standard*, comme l'Union monétaire, représente un régime de discipline dans la gestion de la politique monétaire : les deux empêchent la flexibilité des taux de change, et reposent alors sur la flexibilité des marchés des biens, des capitaux, du travail. Le parallèle avec le *gold standard* peut aider à mieux comprendre le fonctionnement d'un système qui présente ce genre de contraintes, et analyser s'il est favorable à la croissance, au commerce international, à l'intégration financière, ou quel degré de coopération international il nécessite.

Le *gold standard* fut le premier véritable système monétaire international, mis en place progressivement à partir de 1871 et comprenant la plupart des pays au début du XX^{e} siècle. Il dut être abandonné pendant la Première Guerre Mondiale, mais, dès 1922, la conférence de Gênes voulu restaurer la stabilité monétaire par un système modifié de *gold exchange standard*. Ce système prévoyait la convertibilité en or ou en devises convertibles, comme le dollar, la livre sterling et le franc français. Cette tentative de rétablissement d'un système monétaire international stable se heurta rapidement à la réalité des poussées déflationnistes, notamment après la crise de 1929, et dut être abandonnée en 1933, à la conférence de Londres.

Le *gold standard* et la monnaie unique ont certainement des similitudes de fonctionnement, mais ils ne sont pas égaux : la première différence qui saute aux yeux est que le *gold standard* est un accord entre des Etats souverains, mis en place par les banques centrales ou leur équivalent dans chaque Etat. Une deuxième différence évidente est que le *gold standard* prévoyait une bande de fluctuation et aussi la possibilité d'en sortir à l'occurrence, en le suspendant ou en l'abandonnant.

[82] Cette interprétation, de Frenkel, est adaptée surtout à certain pays, comme l'Espagne, l'Irlande, le Portugal avant l'union monétaire, et la Grèce.
[83] Cf. infra I, ch.2.2

La monnaie unique, par contre, est une union monétaire censée produire ou aider la convergence économique des Etats membres et ensuite permettre l'union politique : elle se présente comme *supranationale*, s'appuyant sur des mécanismes et des institutions qui ne relèvent pas des Etats membres, mais d'une entité supérieure, l'Union Européenne. En tant que telle, il n'y a donc pas de marges de fluctuation, et aucune possibilité d'en sortir n'est prévue.

Les deux types d'accord monétaire analysés ici stabilisent les taux de change dans le but de promouvoir la croissance, le commerce et l'intégration financière, parce que les fluctuations imprévisibles des changes empêchent les acteurs économiques d'avoir une correcte visibilité et augmentent les risques de transaction. Accepter l'un ou l'autre de ces accords signifie pratiquement accepter l'orthodoxie monétaire et fiscale : la stabilité des prix internationaux est garantie soit par la convertibilité en or (ou dans une monnaie convertible) soit par un objectif d'inflation préfixé, confié à une banque centrale indépendante. Cet objectif étant purement monétaire, implique une contrainte de la politique fiscale : l'Etat est obligé de limiter ses déficits pour ne pas mettre en danger la stabilité monétaire, ce qui explique aussi la nécessité pour l'Union Européenne d'établir les critères de Maastricht concernant la dette et le déficit.

Les bénéfices attendus du *gold standard* comme de la monnaie unique étaient l'accès facilité aux marchés des capitaux, l'augmentation des investissements internationaux et la réduction des coûts d'emprunts dus à la stabilité monétaire ainsi acquise. La monnaie unique, mieux que le *gold standard*, veut garantir la stabilité de la monnaie à l'intérieur de la zone, éliminer tout risque de redénomination, empêcher tout retour en arrière.

Le fonctionnement du *gold standard* provoquait la convergence des rendements des titres d'Etat dans la zone concernée, et la baisse des *spreads*, pourtant la convergence n'était jamais complète, en particulier on pouvait toujours observer une divergence entre les pays *core* et les pays périphériques[84], aussi bien quant aux rendements que quant aux taux d'intérêt.

En l'absence d'un mécanisme d'ajustement des déséquilibres de balance des paiements, ces derniers doivent être compensés par un ajustement interne, et cela

[84] cf. Bordo, Flandreau (2003).

d'autant plus que l'accord de change est rigide. La monnaie unique est, à cet égard, bien plus rigide que le *gold standard*, d'autant plus que les traités ne peuvent être modifiés qu'à l'unanimité sur les questions monétaires.

La stabilité d'un système de change fixe est obtenue au prix de l'exposition aux chocs dus à l'offre ou la demande en or, mais aussi aux chocs provenant de désalignements des balances des paiements. Ces chocs peuvent être absorbés par la flexibilité des prix et par la mobilité des facteurs de production, notamment le travail. C'est à dire que la contrainte extérieure se transforme en politique intérieure déflationniste, par laquelle le pays comprime la demande interne pour rééquilibrer la balance des paiements. Le *gold standard* était plus facile à gérer avant la Première Guerre Mondiale, quand le suffrage et la démocratie étaient limités, et le gouvernement avait une marge de manœuvre plus importante face aux besoins de la population. Ensuite, les changements dans l'organisation politique ont fait que les objectifs de la politique se déplacent de la stabilité des prix vers la stabilité économique et sociale intérieure.

Le taux d'échange fixe provoque des tensions entre les pays dues aux changements dans les conditions économiques divergentes, qui rendent ces pays sensibles aux attaques spéculatives[85], en présence d'une forte mobilité des capitaux internationaux. D'autre part, un régime de change flexible produit, en cas de choc asymétrique, une fuite des capitaux vers l'étranger qui efface les bienfaits d'un réajustement des changes. Le problème a été largement expérimenté par les pays de l'Amérique Latine, qui, quand ils ont laissé leur taux de changes flotter, ont pu observer des fuites de capitaux suivies par l'augmentation des taux d'intérêt et une baisse du PIB.

Mais dans les pays développés la sortie d'un système de changes rigide, notamment le *gold standard*, n'a pas généralement produit les mêmes effets, parce que la sortie et le change flexibles étaient perçus comme momentanés, conjoncturels, dans des pays avec une économie forte : la flexibilité du change permettait alors d'ajuster le taux de change, baisser les taux d'intérêt, sans déclencher la fuite de capitaux. Mais seulement un petit nombre de pays occidentaux, dont la dette est libellée dans sa

[85] Bordo et Flandreau (2013), p. 432.

propre monnaie peut se prévaloir de ces conditions favorables. Les autres pays étaient obligés d'ancrer leur monnaie à celle des pays *core*[86] financièrement plus avancés et plus crédibles, ou bien ils étaient obligés de sortir du système.

En effet, pour qu'un réalignement du taux de change soit réellement bénéfique à l'économie il faut deux conditions : que le pays ait une économie solide et une dette libellée en sa propre monnaie.

Si les pays de la zone euro répondent globalement à la première condition, ils sont pourtant bloqués par la seconde condition, si bien qu'ils n'ont aucune possibilité d'agir sur le taux de change : l'euro n'est pas la monnaie d'un Etat, et aucun Etat membre ne la contrôle, ainsi chaque Etat membre s'endette dans une monnaie étrangère. Comme dans le *gold standard,* la dette est finalement garantie par une valeur éminemment hétérogène. Ce qui implique que les pays de la périphérie restent exposés au risque de redénomination en cas de crise.

Ainsi, comme pour le *gold standard* avant 1914, les pays *core* dans la zone euro gardent des marges de manœuvre bien plus importantes que les pays de la périphérie, car ils peuvent compter sur une plus grande crédibilité de la monnaie et de l'économie face au risque de perte de valeur de la monnaie. La participation au *gold standard* n'était pas en soi une garantie, parce que les pays pouvaient en sortir par une décision autonome, et seulement un nombre restreint de pays *core*, qui avaient une longue histoire de convertibilité et émettaient de la dette en leur propre monnaie, étaient considérés sûrs par les investisseurs. Leur monnaie était censée se stabiliser rapidement et ne pas subir des dépréciations en chaîne, comme on peut observer dans les pays d'Amérique Latine, par exemple, ou en général dans les pays périphériques d'un système de change rigide.

On peut se demander alors quel est l'intérêt des pays périphériques de participer à un système de changes fixe, ou, maintenant à l'euro. L'intérêt principal est d'avoir accès aux capitaux étrangers. Pour des pays en développement, avec très peu de capitaux domestiques pour s'engager dans le développement économique, l'accès aux capitaux étrangers est évidemment crucial. Ces pays sont aussi généralement

[86] on peut considérer que les pays *core* d'un système de changes fixes, notamment le *gold standard*, sont les pays qui disposent de capitaux importants, comme le fait A.J. Schwartz dans le commentaire à l'article de Bordo et Flandreau (2003), p. 468.

obligés d'emprunter en monnaie étrangère, et, dans ce cas un régime de changes fixes, le *gold standard* ou la dollarisation, peut être nécessaire, dans la mesure où il sert comme un mécanisme d'assurance. L'autre possibilité est d'éviter les emprunts à l'étranger, laisser le régime de change plus ou moins flexible, mais instaurer un contrôle plus ou moins étendu des mouvements de capitaux :

> *« Yesterday, like today, the response to financial vulnerability has been either a float with reduced exposure to the foreign capital market, or super-strong pegs. Hollowing out is a very old thing. »*[87]

Par contre dans les économies avancées des pays *core*, disposant de capitaux à investir, il ne semble pas y avoir une véritable raison macroéconomique de se tenir au *gold standard*, si ce n'est que la volonté de garantir la valeur des actifs des investisseurs :

> *« ...evidence... that core country pionered the use of exchange rate adjustements within the gold point in a target zone fashion, suggest that core countries were nonetheless exploiting to the fullest possible extent whatever flexibility they had. In a sense, the seeds of a floating exchange rate system were sown at the center »*[88]

Les pays développés, avec un système financier mature, peuvent évoluer aussi bien dans un système de changes rigides que dans un système de changes flexibles, et ils conditionnent le régime monétaire international, parce que les pays de la périphérie sont pratiquement obligés de suivre. Comme l'expliquent Bordo et Flandreau[89], le change fixe n'est pas particulièrement favorable à la globalisation des marchés financiers, mais celle-ci peut tirer profit de n'importe quel système de change : entre 1880 et 1914, la première globalisation a été gérée par les pays *core*, essentiellement Grande Bretagne, France et Allemagne, à l'intérieur du *gold standard*, auquel les pays moins développés étaient obligés de se conformer s'ils voulaient avoir accès aux capitaux internationaux ; depuis les années 1980 la globalisation s'épanouit dans un système global de changes flottants, dirigé par le dollar.

[87] Bordo Flandreau, (2003) p. 445
[88] Ibid., p. 446
[89] ibid.., p.461-463.

Actuellement, dans la seconde globalisation, les pays *core* du mondes développé, gèrent un régime de changes flottant, alors que les pays émergents sont obligés de fixer leurs changes pour les mêmes raisons qu'avant, l'accès aux capitaux : « *globalization is largely indipendent of the regime for the advanced countries but drives the exchange rate regime for the periphery* »[90].

Ce qui est important n'est donc pas le régime de change, mais l'importance du système financier, avant tout et surtout, la possibilité d'emprunter dans sa propre monnaie : Bordo et Flandreau reprennent ainsi la définition de l' « *original sin* », le péché originel, l'absence de cette possibilité.

Les pays avec un système financier développé s'intègrent à n'importe quel système de change, quitte à en repousser les limites, tandis que les pays de la périphérie dépendent de leur capacité à s'intégrer au système international et offrir les garanties demandées.

Les changes fixes représentent une contrainte importante pour la politique économique, voire pour la démocratie elle-même[91], mais ils permettent de confier à des mécanismes économiques automatiques des choix controversés politiquement. Le processus d'ajustement est vu comme inévitable étant donné la contrainte du change, et cela représente un avantage certain pour les pays créditeurs, aussi bien face aux pays débiteurs qu'à sa propre population.

Le *gold standard* et l'euro sont des formes extrêmes de régime de change fixe. Les deux se sont établis après une longue période de temps où un ensemble de croyances, idéologies, mentalités, a évolué vers ce type de solution : le *gold standard* s'est imposé progressivement au cours du XIX^{e} siècle et a soutenu la première mondialisation et la colonisation en fin de siècle. L'euro s'est imposé après une longue période d'évolution de l'intégration européenne. Entre les deux, la période du *gold exchange standard* et la période des accords de Bretton Woods[92] fonctionnaient comme des systèmes hybrides, ni totalement fixes, ni vraiment flexibles, qui pourraient être plus adaptés et adaptables dans la perspective d'un régime stable sans être trop rigide.

[90] Ibid, p.462
[91] Cf. infra I, ch.2.2
[92] Le système de Bretton Woods était un système de changes fixes, mais il prévoyait la possibilité de réajustements.

Le *gold standard*, dans la mesure où il permet le flux d'or entre les individus et entre les pays, se fonde sur la nécessité pour chaque pays de gérer ses réserves et éviter les déficits importants pour sauvegarder la valeur de sa monnaie. Avant d'arriver à une dévaluation, la défense des réserves passe alors inévitablement par la déflation interne. Par contre les pays en surplus, qui accumulaient donc les réserves en or, ne devaient que se réjouir de leur situation, les ajustements étant à la charge des pays en déficit par la voie de la déflation des prix et des salaires :

> *« this arrangements implied that there was an asymetry between countries experiencing balance-of-payments deficits and surpluses. There was penalty for running out of reserves (and being unable to maintain the fixed value of the currency), but no penalty (aside from forgone interest) for accumulating gold. The adjustement mechanism for deficit countries was deflation rather than devaluation – that is, a change in domestic price instead of a change in the exchange rate… The gold standard was preserved by un ideology that indicated that only under extreme conditions could the exchange rate be unfixed...»*[93]

L'euro, en éliminant les monnaies nationales va bien au-delà du *gold standard* : bien qu'il soit concevable qu'un Etat décide de revenir à sa monnaie nationale, ou de ne pas appliquer les règles communes, rien n'est prévu à cet égard dans les traités, et toute décision en ce sens risque de déclencher une panique bancaire et/ou des attaques spéculatives. Les liens de la monnaie unique sont donc bien plus serrés que ceux du *gold standard*.

Le *gold standard* était soutenu en effet par une idéologie, une mentalité, qui considérait que ce régime restait le fondement de la prospérité économique. Toute difficulté devait être résolue à l'intérieur de ce régime, par des exceptions prévues à la règle générale de la convertibilité or, mais les possibilités de sortir ce cet état de fait n'étaient pas vraiment envisagées. Même la crise de 1929 ne fut pas vraiment capable de modifier cette mentalité : les pays qui abandonnèrent la convertibilité restaient convaincus qu'il fallait y retourner dès que possible.

Seulement en temps de guerre, abandonner le régime de convertibilité-or ne pose pas de problèmes, les besoins de financement ne sont plus mis en discussion, car il s'agit d'un Etat de nécessité qui est censé prendre fin avec la guerre.

[93] Eichengreen, Temin (2010), p.371.

Le lien avec l'or reste dans le système monétaire jusqu'en 1971, mais, déjà dans la période de l'entre-deux-guerres ce lien se détend dans le *gold exchange standard*, puis dans le système de Bretton Woods : la convertibilité-or est assurée seulement pour certaine monnaies, qui deviennent ainsi des monnaies de réserve internationales. Pour le *gold exchange standard* ce furent le dollar, la livre et le franc, et pour le système de Bretton Woods, le dollar resta la seule monnaie convertible en or à un taux fixe. En effets dans un monde ou la production et la consommation explosent, un système monétaire trop rigide devient un frein déflationniste inutile. Pour permettre l'expansion économique il faut alors élargir la disponibilité de réserves internationales. Après la Seconde Guerre Mondiale, le rôle du dollar et son abondance par rapport à tout autre monnaie, la puissance économique et militaire des Etats-Unis, garantissaient cette disponibilité.

Après la Première Guerre Mondiale, quand la convertibilité-or avait été suspendue ou limitée dans tous les pays, la plupart d'entre eux essayèrent de retourner à la convertibilité au niveau de prix de l'avant-guerre (sauf la France, qui adopta un taux de change nettement dévalué). Mais au bout de quelques années, les asymétries créées par le *gold standard* rendirent le système impossible à maintenir. La conférence de Gênes en 1922 tente de remettre de l'ordre dans le système monétaire international, en établissant le *gold exchange standard*, qui assouplit le système en utilisant en plus de l'or, certaines monnaies nationales comme réserves, notamment le dollar et la livre sterling, elles-mêmes convertibles en or.

Mais les difficultés dues à la guerre, l'inflation, les problèmes dans la gestion de la politique intérieure, le poids des réparations et des dettes, empêchèrent une solution stable. Les tentatives de stabiliser l'économie et de revenir à la convertibilité or impliquaient des politiques déflationnistes très mal perçues par les populations qui sortaient de la guerre et regardaient les développements de la révolution russe comme un espoir de renouvellement. Chaque pays dut faire face à des tensions politiques et économiques importantes, et l'Allemagne de Weimar plus que les autres avec l'hyperinflation de 1923.

La crise de 1929 couvait dans cette atmosphère très instable, entre euphorie et récessions, et les premières mesures pour la combattre visaient à préserver le *gold*

exchange standard, à rester dans un régime considéré propice au développement économique. Il était courant d'attribuer la crise à une mauvaise gestion des la politique monétaire de la part des banques centrales, coupables d'avoir contourné les règles de fonctionnement du gold standard et du marché libre de l'offre et de la demande d'or :

> *« The collapse of output and prices and the loss of savings as banks closed in the early 1930s were precisely what the gold standard promises to prevent…Where the crisis was most severe, blame was laid on the authorities' failure to embrace the gold standard mentalité. The Federal Reserveeral Reserve and the Bank of England, it was alleged, had succumbed to the lure of mamaged money. Having refused to obey the rules of gold standard, they had committed abuse of credit, sterilized international gold flows and prevented them from exerting their normal stabilizing influence on credit conditions. This in turn prevented prices and costs from adjusting. »*[94]

La volonté de préserver à tout prix la convertibilité-or provoqua une forte déflation, en Europe comme en Amérique, comme chaque pays essayait de conserver ses réserves en or, les monnaies convertibles devenant de moins en moins disponibles, les taux d'intérêt montaient. Les politiques de chaque pays aggravaient la déflation dans les autres, les pays en surplus se refusant d'investir, la crise dans les pays en déficits s'aggravait, les échanges commerciaux se bloquaient et, finalement, la crise atteignit presque tous les pays :

> *« In the late 1920s and early 1930s the difficulties of German and other Central European countries were greatly aggraveted by the policy of gold and foreign-exchange sterilisation undertaken by the Etats-Unis and France. Whith these countries in balance of payments surplus, someone else had to be in deficit. With their refusal to extend emergency financial assistance, the extent of the contraction to which the deficit countries were subjected became almost unimaginable. In the end, the political consequences were disastrous »*[95]

Le problème est que les relations de change entre le pays sont un système, c'est-à-dire que chacun est responsable de la stabilité du tout, et que rejeter la faute (concept moral) sur les pays en déficit ne résout pas le problème mais l'aggrave.

Cet Etat de fait incita Keynes et White à élaborer un système de coopération internationale après la Seconde Guerre Mondiale. Ce système prévoyait des changes

[94] Eichengreen, Temin (2010), p. 377.
[95] Ibid., p. 382.

fixes mais ajustables, de manière à combiner les avantages du *gold standard*, la stabilité monétaire, et ceux des changes flexibles, l'indépendance monétaire et fiscale, l'ensemble coordonné par une agence monétaire internationale, le Fonds Monétaire International.

Les propositions de Keynes, représentant de la Grande Bretagne, et de White, pour les Etats-Unis, étaient semblables, surtout dans les intentions globales, mais différentes dans les détails, et le plan de White, grâce à l'importance des Etats-Unis dans les négociations, prévalu. Dans le plan de Keynes, l'autonomie de la politique intérieure et la prévention de la déflation passaient par un système monétaire expansionniste, loin des contraintes de la convertibilité-or, que ce soit le *gold standard* ou le *gold exchange*. Il avait proposé une monnaie spécifique pour les échanges internationaux, le *bancor*, fonctionnant par l'intermédiaire d'une banque de compensation, l'*International Clearing Bank*. Ce système devait prévenir les déséquilibres financiers comme ceux qui avaient préparé le conflit mondial.

Dans le plan de White, la stabilité du système et du taux d'échange primait, et la convertibilité-or était indispensable dans ce but, avec la possibilité en tout cas, de changer la parité en cas de nécessité. Aucun des deux ne voulait d'un système trop rigide, trop normatif. Dans l'accord final, le point de vue de White fut préféré, et le système qui en sortit ressemblait quelque peu au *gold exchange* d'avant guerre, ensuite les développements ultérieurs le transformèrent encore plus.

Le système élaboré à Bretton Woods mît en effet environ une décennie pour se mettre en place, et pendant cette période de transition il subit des changements dus à l'adaptation à une réalité changeante. Le plus difficile à réaliser fut la pleine convertibilité, qui ne se réalisa qu'en 1958, à cause d'un manque chronique de dollars. Les accords de Bretton Woods définirent comme numéraire du système international l'or ou le dollar étasunien au poids du 1er juillet 1944.

Les échanges internationaux se faisaient sur base bilatérale, avec contrôle des changes et contrôle sur le commerce, et afin de modifier cette situation et aider les pays européen à la reconstruction, les Etats-Unis adoptèrent le plan Marshall, une première ébauche de coopération européenne et transatlantique. Ce plan visait la libéralisation du commerce et des paiements intra-européens, entre 1948 et 1952, dans

le but de transformer les échanges bilatéraux en échanges multilatéraux, l'augmentation de la production et de l'exportation, puis ensuite assurer la pleine convertibilité des monnaies, comme prévu par les accords de Bretton Woods[96].

A partir de 1958, le système de Bretton Woods était opérationnel, la convertibilité des monnaies était atteinte, chaque pays pouvait intervenir sur le marché des changes selon les règles acceptées. Le change du dollar avec l'or fut fixé à 35$ l'once, les autres monnaies étaient ancrées au dollar, et la bande de flexibilité était établie à 1% de chaque coté de la parité, qui devenaient 2%, à cause des effets cumulatifs des triangulations dans les échanges de chaque pays[97]. Le système prévoyait aussi le contrôle des mouvements des capitaux, sous une forme ou une autre, sauf pour les Etats-Unis.

Le système mis en place était différent de celui que White et Keynes avaient conçu : pour économiser les réserves d'or, le dollar devint la monnaie de réserve internationale. Au fur et à mesure, le système, prévu pour être une communauté de devises d'importance égale gérées par le Fonds Monétaire International, évolua encore, surtout après 1968, en un « *dollar exchange standard* », géré par les Etats-Unis en coopération avec les autres pays européens. Les déficits de balance de paiement des Etats-Unis commencèrent à s'accumuler, mais ils n'entamèrent pas la confiance dans le dollar. La convertibilité du dollar en or restait une menace qu'on n'osait pas réaliser, de peur que le système s'écroule, et le dollar devait assurer le soutien des échanges internationaux[98].

De plus, ce système avait été pensé pour mettre en place des changes *ajustables*, mais en pratique, les ajustements furent très rares, probablement à cause d'une mentalité enracinée qui faisait craindre le manque de confiance ou de prestige, ou encore des attaques spéculatifs. Ainsi, le système finît par évoluer vers une sorte de « *fixed exchange gold dollar standard* »[99], comme le dit Bordo, et vît réapparaitre les problèmes de la période entre-deux-guerres, notamment celui des ajustements de balance des paiements.

[96] Bordo (1993), p.166-167.
[97] Ibid., p.168
[98] ibid.., p. 169.
[99] Ibid., p. 169

Etant donné le triangle d'impossibilité de Mundell[100], les ajustements dans un régime de changes fixes avec une certaine autonomie de la politique économique, devaient se faire sur le contrôle des capitaux. C'est à dire que, si ces contrôles s'affaiblissaient, ce qui fut une tendance de toute la période de Bretton Woods, les tensions s'accentuaient et ne pouvaient que peser sur la politique fiscale intérieure. Les asymétries entre les pays en déficit et ceux en surplus créaient des tensions, intérieures et extérieures, qui remettaient régulièrement en cause la convertibilité, les parités et les politiques monétaires, notamment celle des Etats-Unis.

Les déficits de la balance commerciale des Etats-Unis commencent en 1959 et persistent jusqu'à la fin du régime de Bretton Woods[101] à cause des flux de capitaux sortants qui excédaient les surplus de la balance courante. Les investissements à l'étranger et les dépenses militaires dépassaient les capacités d'exportation du pays, notamment à cause du fait que le dollar devait assurer la liquidité des marchés internationaux. A partir de 1964, les réserves en or du pays ne couvrent plus les engagements américains à l'étranger, suscitant des appréhensions sur la stabilité du système et la parité or. La France et l'Allemagne notamment s'inquiètent de cette situation, qui favorise l'endettement croissant des Etats-Unis et risque d'augmenter et exporter l'inflation.

Les Etats-Unis tentèrent de contrôler les déficits par une série de mesures : contrôle des capitaux plus strict, mesures pour améliorer la balance commerciale, tentative d'éviter la conversion des dollars étrangers en or, mais ces mesures furent inefficaces. La diminution ou la suppression du déficit de balance des paiements des Etats-Unis aurait provoqué une insuffisance de liquidités et une déflation mondiales.

Le problème de la liquidité internationale, posé par Robert Triffin[102] en 1960, explique que pour éviter un manque de liquidité internationale, les Etats-Unis sont obligés d'entretenir leur déficit, mais, à terme, la persistance de ces déficits mine la crédibilité de la monnaie et crée inévitablement une crise de convertibilité :

> *« should the U.S. monetary authorities close the deficit before such a crisis, however, it would create a massive shortage of international liquidity and the*

[100] cf. infra II, ch. 2.2.
[101] Sauf pour l'année 1968-1969.
[102] cf. Triffin (1960).

prospect of world deflation… the gold-dollar system that evolved after 1959 was bound to be dynamically instable if the growth of the worl output and trade and to prevent the U.S. monetary gold stock from declining relative to outstanding U.S. dollar liabilities »[103]

Comme dans tout système de change fixe, les asymétries croissantes conduisent à une crise de convertibilité. Le système Bretton Woods souffrait des mêmes maux que le *gold standard* : une croissance mondiale soutenue ne peut pas s'appuyer sur une ressource rare, l'or, ou pire encore, sur une monnaie nationale censée exprimer des intérêts nationaux.

Dans les années 1960, deux forces minaient la relation du dollar à l'or : l'insuffisance de la production d'or et la montée de l'inflation aux Etats-Unis. La production d'or stagnait, alors que la demande montait. En même temps, la masse monétaire en dollars augmentait (en partie à cause de la guerre du Vietnam) l'inflation montait avec les déficits de balance courante, à partir de 1964[104].

Le système de Bretton Woods devint de plus en plus instable, et la crise de convertibilité survînt en aout 1971, quand le président Nixon déclara la fin de la convertibilité du dollar en or, et le régime de changes fixes mais ajustables était ainsi condamné : en mars 1973 le monde retourna à un régime de change flottant global.

La fin de la convertibilité était due à l'accélération de l'inflation mondiale, à la suite de la montée aux Etats-Unis, car la politique monétaire expansionniste des Etats-Unis amenait l'accumulation de réserves en dollars en Allemagne, Japon et d'autres pays, ce qui transmettait l'inflation en augmentant les flux financiers. La crise de la balance courante aux Etats-Unis commence en 1968 et continue d'empirer jusqu'en mai 1971, quand l'Allemagne, face à un flux important de dollars, laisse flotter sa monnaie, suivie par l'Autriche, la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse[105]. La balance commerciale des Etats-Unis étant aussi en déficit, la dévaluation devenait nécessaire. Face à l'intention de la France et du Royaume-Uni de convertir leurs dollars en or, Nixon déclara la non convertibilité le 15 août.

[103] Bordo (1993), p. 172.
[104] Ibid., p. 174.
[105] Ibid., p. 177.

La décennie suivante fut celle d'une instabilité importante, monétaire et macroéconomique en générale, pour des raisons économiques, mais aussi politiques, tels les chocs pétroliers. Les changes flottants augmentaient l'instabilité macroéconomique et le coût des transactions internationales, ainsi les autorités monétaires devaient intervenir pour lisser ces fluctuations. Chaque pays, dans un régime de changes flottant, récupérait sa liberté d'agir sur la politique monétaire en l'adaptant à ses propres buts, ce qui n'empêchait pas des formes de coordinations. La politique monétaire devient un instrument de politique intérieure, par lequel on tentait de contrôler le chômage, tout en évitant l'inflation. Une politique monétaire expansionniste fut nécessaire pour faire face aux chocs pétroliers de 1973 et 1979, au prix d'un taux d'inflation élevé :

> *« The advent of generalizes floating in 1973 allowed each country more flexibility to conduct independent monetary policies. In the 1970s inflation accellerated as advanced countries attempted to use monetary policy to maintain full employment. However, monetary policy could be used to target the level of unemployment only at the expense of accelerating inflation. In addition, the U.S. and other countries used expansionary monetary policy to accomodate oil price shocks in 1973 and 1979. The high inflation rates that ensued led to a determined effort by monetary authorities in the U.S. and U.K. and others countries to disinflate »*[106]

3.2. Le régime de change dans la Communauté Economique Européenne 1972-1992

Pour limiter la volatilité du marché des changes, les pays européens, déjà engagés dans les politiques du marché commun, décident de s'engager dans la coordination de la politique monétaire et décident d'adopter un régime de changes flexibles mais ajustables à l'échelle de la Communauté Européenne.

En 1979, ces pays décident d'adopter l'*European Monetary System* (EMS), structuré de manière à prévenir les défauts du système de Bretton Woods : cet accord prévoyait un système d'intervention symétrique en cas de désalignement, qui n'aurait pas été entièrement à la charge d'un pays et favorable à un autre ; il devait aussi

[106] M.Bordo, A.Schwartz (1997), p. 23.

permettre de financer les interventions sur le marché des changes et établir un code de conduite dans le réalignement des parités.

Comme Bretton Woods, le Système Monétaire Européen était un système de changes fixes mais ajustables autour d'une parité centrale, *l'European Currency Unit* (ECU) établie à partir d'un panier des différentes monnaies[107]. Mais, dans le système européen les décisions sur les changements de parités devaient être prise collectivement, dans un effort de coordination des politiques monétaires et fiscales.

Le système semble garantir la réduction et la convergence des taux d'intérêt, bien que le contexte international de lutte à l'inflation surtout par les politiques restrictives des Etats-Unis, ait eu son importance. Il semble que l'accord monétaire ait surtout apporté discipline monétaire et crédibilité à ses adhérents, a cause de l'engagement vers une politique clairement anti-inflationniste, et cela même si la stabilité monétaire devait se faire aux dépens de la croissance économique. Par exemple, la France en 1981-1983 avait essayé une politique fiscale expansionniste, mais elle fit l'objet de pressions spéculatives, qui obligèrent la France à dévaluer, puis réorienter sa politique vers une plus grande stabilité[108].

Le contrôle des mouvements de capitaux aida aussi à contenir l'inflation, en retardant le réalignement des taux de change et favorisant une appréciation du taux de change réel. Ainsi, le système évolue vers une plus grande stabilité financière par un modèle d'intégration fondé sur la stabilité plutôt que sur la croissance.

Dans la seconde partie des années 1980, le système semblait fonctionner, après quelques modifications, et la bande d'oscillation semblait crédible, alors que les taux d'inflation tendaient à converger. Puis, en 1992, le système s'écroula : l'Italie et le Royaume-Uni furent contraint à sortir du Système Monétaire Européen à cause d'attaques spéculatives contre leur monnaie, et d'autres membres laissèrent aussi leur monnaie flotter librement.

---

[107] Si la valeur d'une monnaie change, son poids dans le panier change aussi. Il existe une grille des valeurs bilatérales de chaque monnaie par rapport à chacune des autres. La marge d'oscillation est établie à 2,25 % de chaque coté de la parité (sauf pour l'Italie et le Royaume-Uni, 6%). Des facilitations automatiques de financement étaient aussi prévues pour les difficultés temporaires d'un pays sur le marché des changes, étant donné la faiblesse constaté du Fonds Monétaire International pendant les années de Bretton Woods.

[108] Esposito L. (1996), p. 16.

Dans l'expérience des treize années du Système Monétaire Européen, il faut constater deux caractères : le rôle de l'Allemagne comme pays central, noyau de système, et la persistance d'un certain contrôle des mouvements de capitaux, contrôle qui s'affaiblissait jusqu'à la complète libéralisation au début des années 1990.

L'*European Monetary System* avait été conçu comme un système de coopération, mais rapidement le rôle central fut occupé par l'Allemagne : cette asymétrie a contribué à la durée du système, et probablement le processus de réunification des deux Allemagnes, à partir de 1989, a aussi contribué à sa fin. Le rôle centrale de l'Allemagne est essentiellement dû à la bien connue réputation de la Bundesbank dans la lutte contre l'inflation et au rôle du mark comme deuxième monnaie de réserve internationale.

Dans la pratique, le rôle centrale de l'Allemagne peut se constater par le fait que ce pays ne procédait à des réalignements que quand le mark atteignait la limite d'oscillation (généralement supérieure), alors que les autres pays avaient tendance à intervenir déjà pour des petites oscillations en agissant sur les taux d'intérêt [109]: en fait, les divers pays tentaient de maintenir des parités fixes avec le mark, parce que la Bundesbank était considérée comme un modèle d'engagement dans le contrôle de l'inflation, qui avait été le traumatisme de la décennie précédente. Ainsi l'Allemagne fonctionna comme le centre stabilisateur du système, mais sans les privilèges reconnus aux Etats-Unis pendant la période de Bretton Woods. Les autres pays s'adaptaient spontanément à la stabilité du mark, sans que rien ne les oblige à rigidifier leur parité de change, dans le souci d'éviter l'inflation.

L'autre facteur de stabilité du Système Monétaire Européen fut la persistance des contrôles sur les mouvements de capitaux jusqu'en 1990. Les réserves des banques centrales étaient protégées des attaques spéculatives contre la monnaie nationale par les contrôles des capitaux, qui évitaient les fuites de capitaux et permettaient aussi l'autonomie de la politique monétaire. Ces contrôles prenaient différents formes : sur les capitaux entrants ou sortants, ou sur leurs utilisations, leur taille et leur échéances. Ces différents types de contrôles sont montrés par le tableau qui suit, de Eichengreen

[109] M.Bordo (1993) p. 180-181.

et Wyplosz (1993)[110] pour l'année 1988, et ils furent éliminés progressivement à partir du Single European Act de 1990 :

Contrôle des capitaux dans les pays du Système Monétaire Européen par type de transaction en 1988

Table 2. Capital Controls for EMS Countries by Type of Transaction, 1988
Type of control[a]

	Securities		*Loans*		*Other*	
Country	*Primary market*	*Secondary market*	*Trade related*	*Other*	*Deposit accounts*	*Other*[b]
Belgium[c]	F/A	F	F	F	F	F
Denmark	F	F	A	A	A	A
France	R/A	F	R	R	F/R	F
Germany	F	F	F	F	F	F
Ireland	A	F/R	F/A	F/A	F/P	F/P
Italy	A/P	F/R	F/A	A	F/P	F/P
Luxembourg[c]	F/A	F	F	F	F	F
Netherlands	F	F	F	F	F	F
United Kingdom	F	F	F	F	F	F
Greece	A/P	A/P	A	A	R/P	R/P
Portugal	R/A	R/A	A	A	A	A
Spain	A	F/R	A	R/A	F/A	A

Source: Morgan Guaranty Trust Co. (1988, p. 5).
a. The first code refers to capital inflows, while the second code refers to outflows. If only one code is listed, we infer that the code applies to both inflows and outflows. The controls are coded as follows:
F = Free of controls.
A = Subject to authorization.
R = Subject to various restrictions as to maturity, size, and use of funds.
P = Prohibited, or subject to authorization that was usually not granted.
b. Includes money market instruments such as treasury bills.
c. A dual exchange market was maintained.

Or, les changes fixes ne peuvent se maintenir que si les gouvernements et/ou les banques centrales arrivent à faire face à la pression des marchés et ont un rôle stabilisateur : dans un environnement de libéralisation complète des capitaux, les autorités monétaires n'ont pas d'armes. Une attaque spéculative sur les réserves d'un pays nécessite l'augmentation des taux d'intérêt, ce qui a un coût important pour l'économie d'un pays. En 1992, la lire italienne et la livre sterling sont attaquées sur le marché des changes et furent contraints de quitter le Système Monétaire Européen, qui se désagrège.

Finalement, les causes fondamentales de la crise du Système Monétaire Européen sont finalement les mêmes que pour Bretton Woods : les systèmes de changes fixes, plus ou moins ajustables, demandent la coordination des politiques

[110] Eichengreen, Wyplosz (1993), p. 58.

fiscales, des taux d'inflation semblables et une protection contre les attaques spéculatives. Cette protection fut assurée par le contrôle des mouvements de capitaux jusqu'en 1990, mais après la libéralisation progressive, la politique intérieure visant à garder la parité pouvait déclencher des attaques spéculatives. Ainsi, la différence entre le régime de Bretton Woods et le Système Monétaire européen après 1990 fut essentiellement la vitesse de la réaction des capitaux face à un choc asymétrique :

> *« Under the EMS, the absence of contols (after 1990) and the presence of extremely mobile capital meant that any movement of domestic policies away from those consistent with maintaining parity would quickly precipitate a speculative attack. Also, just as under Bretton Woods, the adjustable peg in the face of such capital mobility became unworkable. Thus the difference between the two regimes when faced with asymetric shocks or differing national priority was the speed of reaction by world capital. »*[111]

Pourtant, même si la cause de la fin des deux régimes est la même, le problème venait d'une source différente dans les deux cas. Sous le régime de Bretton Woods, le choc qui conduisit à la fin du système provenait de accélération de l'inflation aux Etats-Unis, due au financement de la guerre du Vietnam et à la nécessité de maintenir le plein emploi dans une situation de tensions sociales, associé aussi à la politique de baisse des impôts de Nixon, grand défenseur des politiques monétaristes[112]. Dans le cas du Système Monétaire Européen l'origine du choc semble être la politique de réunification de l'Allemagne de l'Est et de l'Ouest en 1989, quand la Bundesbank mit en place une politique déflationniste pour éviter que la grande quantité de marks acquis par l'Est déclenche une forte inflation[113].

Dans les deux cas, le système se désagrège essentiellement parce que les autres pays, à un certain moment, refusent de suivre les politiques du pays centrale du système, Etats-Unis ou Allemagne :

> *« Thus the lesson from both the EMS and Bretton Woods is that pegged exchange rate systems do not work for long no matter how well they are designed. Pegged exchange rates, capital mobility and policy autonomy just do not mix. »*[114]

---

[111] Bordo (1993) p. 181
[112] cf. Galbraith (1975)
[113] Bordo (1993) p. 181
[114] Ibid., p. 182

A l'heure actuelle, il semble que les solutions intermédiaires entre un régime de change flottant et un régime de change fixe ne soient pas viables, car trop instables : ils peuvent trop facilement subir des attaques spéculatives. Les pays industrialisés actuellement adhèrent à l'un ou à l'autre : le Canada, le Japon, l'Australie, les Etats-Unis et le Royaume-Uni laissent librement flotter leur monnaie, tandis que la plus grande partie des pays européens sont liés par la monnaie unique. Il reste quelques pays dont la monnaie est arrimée à l'euro, comme les pays d'Europe centrale qui devraient rejoindre l'euro dès que possible[115], ainsi qu'un certain nombre de pays ancrés au dollar, mais il s'agit généralement de pays en développement. Les monnaies principales restent flottantes entre elles, mais il s'agit justement de monnaies qui n'ont pas besoin d'assoir leur crédibilité : elles ont une économie mature et un système financier développé. L'avantage de pouvoir pratiquer une politique monétaire autonome signifie aussi pouvoir agir pour le plein emploi en plus que pour la stabilité des prix.

D'autre part, pour les pays moins crédibles, la « peur du flottement »[116], de trop brusques changements dans la valeur de la monnaie, les pousse à s'arrimer à une monnaie plus forte.

Globalement pourtant, même dans les changes flottants, les interventions des Etats pour lisser la variabilité excessive du change sont fréquentes. Mais plutôt qu'intervenir directement sur les taux de change ou utiliser leur réserves, l'instrument le plus utilisé est la politique des taux d'intérêt[117]. Or les interventions sur les taux d'intérêt pour, par exemple, défendre la valeur d'une devise, ne sont pas anodines, car elles peuvent provoquer une récession. Un taux d'intérêt trop faible peut par contre porter à une mauvaise allocation des capitaux, et à une crise successive.

La possibilité de stabiliser un système intermédiaire de changes ajustables semble nécessiter de quelques formes de contrôle des mouvements des capitaux. La nécessité pour les autorités monétaires d'intervenir sur le marché des changes ou sur les taux d'intérêt est liée étroitement à la mobilité des capitaux, l'autonomie de la politique monétaire est ainsi soumise à la nécessité de stabiliser la monnaie : si les

[115] Roumanie, Bulgarie, Pologne, Serbie, République Tchèque
[116] Calvo, Reinhart (2000)
[117] Ibid., p. 28.

capitaux circulent librement un gouvernement est obligé de choisir entre ses objectifs externes, comme la stabilité de la monnaie, et ses objectifs de politique intérieure.

3.3. Unions monétaires sous le régime de convertibilité

Les exemples d'union monétaire sous le *gold standard* sont l'Union Monétaire Latine et l'Union Scandinave.

L'Union Latine fut établie en 1865 entre la France, l'Italie, la Belgique et la Suisse, ensuite rejointes par la Grèce, pour uniformiser la teneur des monnaies nationales dans un régime bimétallique. A cette union s'associèrent ensuite d'autres Etats. Chaque pays gardait sa monnaie et le pouvoir d'émission, selon des normes établies par la convention qui la fondait, et chaque monnaie pouvait librement circuler dans les autres Etats membres ou associés. Cette union permettait de simplifier les transactions internationales, et donc de favoriser le commerce, notamment en élargissant l'influence de la France en tant que principal pays membre. En fait, un régime bimétallique demande d'ajuster constamment les prix relatifs de l'or de l'argent, et l'union évolua rapidement vers le monométallisme or, dès 1878.

L'Union Latine fonctionna plutôt bien pendant les premières décennies, en tenant compte des difficultés liées aux variations des prix des métaux et des cours du change de chaque monnaie : chaque Etat gardait la possibilité d'émettre de la monnaie fiduciaire et scripturale de manière autonome. Il pouvait y avoir alors des tensions à l'intérieur de l'Union, qui demandaient des réajustements constants. L'Union Latine ne survit pas à l'éclatement de la Première Guerre mondiale, même si elle ne fut dissoute que le 1er janvier 1927, parce que la convertibilité-or fut progressivement suspendue dans les Etats membres.

Son principal problème fut l'insuffisante convergence des politiques menées par les Etats membres. Le pays qui appliquait les règles de manière plus stricte était inévitablement inondé par les capitaux spéculatifs provenant des autres Etats, qui, de leur côté, subissaient des pressions sur leur politique budgétaire. Si L'Union Latine réussit à durer autant fut grâce au rôle centrale assumé par la France et reconnu par les

autres Etats. La France avait l'opportunité d'étendre son influence économique et politique sur une zone assez large, tandis que les autres Etats avaient l'opportunité d'avoir accès au marché des capitaux français[118]. Cette asymétrie avait été acceptée par l'ensemble de la zone, mais les divergences ne pouvaient que s'aggraver, et la Première Guerre Mondiale rendit impossible le rétablissement des accords précédents.

L'Union Latine n'avait pas d'autorité monétaire centrale, et sa durée fut essentiellement due au fait que le *gold standard* s'imposa progressivement dans le commerce international. La rigidité de ce système résidait dans la contrainte de la convertibilité-or, mais sa souplesse consistait dans le fait qu'il était possible d'en sortir et rentrer, comme fit, par exemple l'Italie, juste quelques mois après la ratification de la convention[119]. Ce sont aussi les différences essentielles avec la monnaie unique, sans système d'ajustement ni de retrait prévu. Par contre, une autorité monétaire centrale gère la politique monétaire de la zone, la Banque Centrale Européenne, mais cela peut aussi être considéré comme une faiblesse de la monnaie unique, dans la mesure où il est difficile de concevoir une politique monétaire efficace pour des pays aussi différents : par exemple, le même taux d'intérêt peut difficilement s'adapter à un pays *core* et à un pays de la périphérie, à un pays en surplus et à un pays en déficit, et, de plus, même entre pays du même ensemble, le même taux d'intérêt peut favoriser l'un plutôt que l'autre. Il semble en effet difficile de séparer la politique monétaire de la politique budgétaire, mais c'est pourtant un des présupposés des traités des l'Union Européenne.

L'Union Scandinave entre la Suède, le Danemark et la Norvège, en 1873, est une union du même type que l'Union Latine, ayant pour but de fixer le taux de change par rapport à l'or et standardiser les émissions de monnaie métallique et fiduciaire entre les pays scandinaves. Chaque pays continue d'émettre sa propre devise, utilisable dans toute la zone.

Comme pour l'Union Latine, ici aussi il n'y a pas de banque centrale commune, mais nous sommes toujours dans la convertibilité-or, donc la politique monétaire au sens moderne n'était pas possible. Par contre un système de compensation entre les banques centrale des pays membres est mis en place en 1888,

[118] Vanthoor (1996), p. 37.
[119] Cf. Eichengreen (2008).

par lequel ces banques s'ouvrent réciproquement des comptes courants non rémunérés et non provisionnés. Les positions de compte sont arrêtées chaque trimestre et les soldes sont réglés en or. D'ailleurs, les taux d'échange étaient toujours cotés dans les centres financiers internes.

L'Union Scandinave eu un certain succès parce que les participants avaient déjà des économies convergentes, il n'y eu pas de pays prédominant, chaque pays avait un statut égal aux autres. L'intérêt de participer à une union était seulement celui de rentrer dans le *gold standard.*

Pourtant, même si les économie tendaient à converger au le début de l'Union, les tensions internes se manifestèrent tout de même : divergences de politiques économiques et monétaires et tensions politiques décidèrent la fin de l'Union en 1931, alors qu'elle ne fonctionnait plus déjà depuis une vingtaine d'années[120], face aux besoins financiers dus à la Première Guerre Mondiale.

Globalement, on peut dire que les deux unions monétaires ici traitées échouèrent à cause de l'absence d'une banque centrale fédérale, mais surtout à cause du fait que les nécessités politiques nationales finissent inévitablement pour primer sur les contraintes de la monnaie commune. La politique monétaire commune doit forcement tenir compte des besoins de la politique fiscale et budgétaires des Etats membres et dépend nécessairement des accords entre ces Etats : si leurs besoins politiques et économiques divergent, la monnaie commune ne suffit plus à tenir ensemble l'Union.

3.4. Unions monétaires depuis la Seconde Guerre Mondiale

Les unions monétaires du XX^{e} siècle concernent surtout des couples de pays dont un qui prédomine sur l'autre, comme par exemple l'union entre la Belgique et le Luxembourg, la France et Monaco, l'Italie et San Marino, la Suisse et le Lichtenstein. Ces Unions ne sont pas comparables à l'Union Economique et Monétaire, car elles n'impliquent pas des institutions communes, mais plutôt la délégation par l'Etat le plus

[120] Vanthoor (1996), p. 41

petit à l'Etat le plus étendu, de certaines fonctions difficiles à gérer pour des pays très petits, dont la politique monétaire.

Un cas particulier est aussi la zone du franc de la Communauté financière africaine (CFA)[121], une union monétaire assez atypique, qui peut être comparée pourtant à ces dernières unions, car le système financier de la zone franc en Afrique est environ trente fois moins important qu'en France[122]. Ce pays domine financièrement la zone, et ce rapport très spécifique à été hérité par l'Union Economique et Monétaire : le taux de change du franc CFA est aujourd'hui ancrée à l'euro et dépend de la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne. Cela signifie que le cours du franc CFA ne peut pas varier en fonction des nécessités économiques des pays qui l'ont adopté[123].

Les autres unions monétaires concernent l'unification nationale de Etats-Unis en 1791-1792, celle de l'Allemagne en 1870, puis encore la réunification des deux Allemagnes en 1990, et l'unification italienne en 1861. Ces derniers cas sont spécifiques parce qu'ils impliquent la formation d'une union politique, sur la base d'une culture commune et d'un sentiment nationale. Il peut être pourtant utile de les analyser plus attentivement, dans la mesure où l'Union Economique et Monétaire se donne pour but « *une union sans cesse plus étroite* »[124], c'est-à-dire l'horizon des États Unis d'Europe. La formation de ces Etats, notamment la réunification allemande et l'unification de l'Italie, seront étudiées donc au chapitre suivant.

Il est évident que les formes d'intégration monétaire du siècle XIX^{e} sont profondément différentes des formes de coopération de plus en plus renforcées du XX^{e} siècle, surtout l'Union Economique et Monétaire. Avant tout, le système monétaire est différent : le *gold standard* est abandonné dans les années 1930, et le système métallique est remplacé au fur et à mesure par un système de monnaie fiduciaire. Ce qui implique aussi que le rôle des banques centrales change fondamentalement : la banque d'émission devient aussi le préteur de dernier ressort. Dans le *gold standard,* la

[121] comprenant 14 pays : le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal, le Togo, le Cameroun, la République Centrafricaine, la République du Congo, le Gabon, la Guinée équatoriale et le Tchad
[122]Vanthoor (1996), p. 12.
[123] Lelart (1993), p. 882.
[124] Préambule du TFUE, p. 2

tache plus importante d'une banque centrale était de maintenir stable le prix de l'or, actuellement son rôle est principalement de gérer une politique monétaire visant à stabiliser le prix de la devise sur le marché des changes. La banque centrale a donc toute une série d'instruments à sa disposition, dont cette garantie ultime qui est le rôle de préteur de dernier ressort.

Ce qu'on peut relever maintenant, c'est le manque dans l'Union Economique et Monétaire d'un gouvernement central et de toute forme de politique fiscale commune. Il s'agit d'Etats souverains engagés dans une intégration monétaire. Or, cette intégration est censée améliorer les conditions économiques et sociales dans les Etats ainsi intégrés.

Le premier avantage de formes différentes d'union ou d'intégration économique, le plus évident, est la baisse des coûts de transaction. Il peut y avoir des intégrations de type différent selon le type de coût qu'on se propose de baisser et le degré d'intégration souhaité. On distingue plusieurs types d'intégration, qui peuvent se présenter aussi comme des phases progressives d'intégration[125] :

- zone d'échange préférentiel (*preferential trading areas*, PTA) : accord entre deux ou plus Etats pour la réduction des tarifs de douane et des quotas d'exportation pour certains produits ;

- zone de libre échange (*free trade area*, FTA) : élimination de toute barrière tarifaire ou non au commerce des biens et éventuellement des services, à l'intérieur de la zone, mais elles sont conservées vers les pays tiers, par exemple l'ALENA ;

- union douanière (*custum union*, CU) : celles-ci ont en plus une politique tarifaire commune envers les Etats tiers

- marché unique (*commun market* ou *single market*) : garantit la liberté de mouvement des biens, des services, des personnes et des capitaux, ils peuvent pourtant persister des barrières non tarifaires, dues à la réglementation interne de chaque Etat membre, par exemple loi sur la santé, sur le travail etc. Un exemple est le Mercosur, le marché commun de l'Amérique méridionale

[125] Bagnai (2012), p. 162

- union économique élimine tout type de barrière et adopte une monnaie commune, le seul exemple en est l'Union Economique et Monétaire.

Si les diverses formes d'intégration visent l'augmentation des échanges, et si leur succession produit une augmentation constante du commerce et de l'intégration économique, par contre, l'adoption de l'euro a produit des résultats très discutés sur les échanges entre pays membres. Dès l'année 2000, au début de l'introduction de l'euro, A. Rose[126] estimait que l'euro avait nettement augmenté les échanges intra zone, mais ensuite plusieurs études démontraient que l'importance de l'euro sur les échanges avait été surestimée.

Par exemple, dans un étude de Berger et Nitsch[127] en 2004, les auteurs utilisent les données de 22 pays industrialisés entre 1948 et 2003, pour mettre en perspective historique l'introduction de l'euro à l'intérieur d'un processus d'intégration commencé dans l'après guerre, dès le plan Marshall. Dès les années 1950, les pays européens s'efforcèrent d'harmoniser leurs tarifs douaniers, la réglementation et les politiques économiques, pour aboutir au traité de Rome en 1957. Leurs données montrent en fait une progression constante du commence intra zone depuis la fin de la guerre, sans montrer une accélération particulière aux dates significatives pour l'introduction de l'euro. Il faut préciser que ces dates significatives sont multiples : la signature du Traité de Maastricht, la fixation des taux de change à la fin de 1997, l'introduction de l'euro au début 1999, ou encore l'introduction de la monnaie physique en 2002. Par contre, une intégration commerciale rapide semble corrélée avec des périodes de stabilité dans les taux d'échanges, sans toutefois expliquer la progression constante sur le long terme.

Ainsi, Berger et Nitsch expliquent qu'ils n'ont pas trouvé l'évidence d'une hausse du commerce due à l'introduction de l'euro :

> *« taking a long-run view of European integration, we find that the introduction of the euro has almost no mesurables effect on trade. In particular, the incremental trade effect of the euro is reduced once elements of European economic integration, such as trade liberalization, economic harmonization, and low exchange rate volatility, are taken into account. More importantly, there is strong evidence for a gradual increase (rather than a one-*

[126] Rose (2000).
[127] Berger, Nitsch (2005).

time jump) in trade intensity between countries that later join the Union over a period of more than a half century. As soon as we control for this long-term trend, the introduction of the euro has no additional effect on trade. »[128]

En tout cas, la plus importante différence entre l'Union Economique et Monétaire et les autres types d'intégration monétaire, est que celle-ci envisage, dans les Traités constitutifs, une union politique : le but de constituer une entité supranationale n'a jamais été abandonné, même si les conditions politiques, c'est-à-dire la volonté politique des Etats membres n'a pas permis de la mettre en place. Cette entité reste un horizon, alors que dans la pratique, la politique, économique ou pas, reste du domaine intergouvernemental, et chaque Etat est engagé à poursuivre des critères de convergences stipulés dans les traités qui se sont succédés de Maastricht jusqu'à maintenant. Il est d'ailleurs incertain que une union monétaire rigide comme l'Union Economique et Monétaire puisse survivre durablement sans une union politique. Les unions monétaires se délitent ou se brisent face à des tensions économiques et politiques :

« The most important lesson was that monetary union is only sustainable and irreversible if is embedded in a political union, in which competences beyond monetary sphere are also transferred to a supranational body… History has shown that a currency without a state will not survive. »[129]

Il semble donc qu'une union politique soit nécessaire, ou, du moins un degré de parallélisme accru entre les sphères monétaires, économiques, fiscales et politiques. Que cela puisse être atteint à partir d'une union monétaire ne semble pas prouvé par l'histoire, ou par les unions monétaires précédentes à l'union monétaire, et il n'y a pas de cas d'union commerciale ou douanière ayant évoluée vers l'union politique[130].

L'Union Economique et Monétaire est le seul exemple d'union monétaire sans un contrôle centralisé des dépenses et des taxes, sans coordination fiscale. Ainsi, sa survie semble liée à la capacité de se munir d'une autorité étatique centrale comme celle des Etats-Unis, de l'Italie ou de l'Allemagne. Les facteurs politiques et

[128] Ibid., p. 2
[129] Vanthoor (1996), p. 134.
[130] L'union douanière allemande eau XIXe siècle, le *Zollverein*, ne fut pas l'élément moteur de l'unification allemande : celle-ci fut provoquée par la politique de puissance prussienne, soutenue par le nationalisme et la victoire de 1870 contre la France

économiques étant étroitement liés, on peut supposer qu'une union politique ne tiendrait pas sans des avantages économiques. Par exemple, l'unité monétaire et politique de la Tchécoslovaquie s'est brisée face aux tensions économiques en 1993[131].

Plusieurs Etats nationaux ont crée des institutions ou des mécanismes pour résoudre les conflits politiques ou économiques internes. Les transferts budgétaires sont une manière de diminuer les tensions sociales et économiques, et ils sont utilisés dans la plupart des pays. D'autres tensions, dues à des différences de langage, de religion ou de culture peuvent être réduites par des institutions permettant un degré élevé d'autonomie régionale.

Un autre point pourrait être important dans la structure et le fonctionnement d'une union monétaire et/ou politique : dans toutes les unions monétaire précédentes il y a eu un Etat dominant, un pays central, *core*, qui a ancré l'union à un fonctionnement coopératif. Cela est vrai des unions monétaires du XIX^{e} siècle et du XX^{e}, des unions régionales, de l'*European Monetary System*, comme de l'unification d'Etats comme l'Italie et l'Allemagne. Actuellement le rôle centrale de l'Allemagne et de la Bundesbank à l'intérieur de l'Union Economique et Monétaire est indiscutable. Il se peut que l'existence d'un Etat dominant ne soit pas nécessaire, mais nous n'avons pas d'exemple historique qui permettent de le penser. Ainsi, il faut envisager que l'Etat pivot du système multinational soit aussi capable d'avoir une fonction de moteur politique et économique, et donc, d'en assumer les responsabilités.

Les unions monétaires dans le passé étaient profondément différentes du processus de développement de l'Union monétaire actuelle. Avant tout, pour les unions du XIX^{e} siècle on a vu qu'elles se constituaient en régime de convertibilité-or, ce qui facilitait le processus d'unification. Dans le régime actuel de monnaie *fiat*, l'engagement vers la stabilité monétaire est donc nécessaire, sans qu'il devienne un fétiche inébranlable. Pour que l'union reste viable il faut une certaine flexibilité : pour résister aux chocs, internes et externes, comme un Etat national, il lui faudra se doter de structures souples, capable de réagir et avoir une légitimité politique.

[131] On peut aussi penser à la dissolution de la Yougoslavie, qui s'est faite par une série de guerres commencées comme guerres civiles, qui ont abouti à la formation de plusieurs Etats indépendants.

3.5. Deux unions monétaires à l'épreuve du temps

L'union monétaire est un lien qui modifie les rapports de force à l'intérieur de la zone : un des buts de l'union était de rééquilibrer les asymétries préexistantes, mais depuis la création de l'Union Economique et Monétaire ces asymétries n'ont fait que se creuser davantage.

Le *storytelling*, le récit, sur l'union européenne raconte l'histoire d'un continent qui voudrait se constituer à plus ou moins longue échéance en « Etats Unis d'Europe »[132], suivant un parcours jalonné de crises de croissance, en élaborant de nouveaux instruments et en corrigeant par l'expérience les défauts, dans cette construction visionnaire. Dans la réalité, la crise commencée aux Etats-Unis en 2007 a été le révélateur des graves difficultés que ce projet présente. Les rapports de force à l'intérieur de la zone se sont tendus, les asymétries se sont creusées et des mouvements anti-euro, voire anti-européen, se forment et s'élargissent dans tous les pays de la zone. Les déséquilibres étaient préexistants à l'Union monétaire, mais ils ont été aggravés par le manque d'instruments monétaires et budgétaires dont disposaient les Etats avant 1999.

Dans l'histoire européenne il y a deux exemples d'union politique accomplie à partir d'un ensemble d'entités plus petites : l'unification de l'Italie et la réunification de la République Fédérale Allemande et de la République Démocratique Allemande. Les deux processus ont impliqué évidemment l'union monétaire. Le choix de ces deux cas particuliers relève du fait que, dans ces deux cas, il s'agissait de l'unification d'entités très hétérogènes d'un point de vue économique, unifiées sur la base de nécessités politiques. Dans la même période de l'unification de l'Italie, on a assisté aussi à l'unification de l'Allemagne, en 1871, autour de la Prusse de Bismarck, mais il s'agissait là d'un ensemble économiquement beaucoup plus homogène d'Etats déjà réuni dans une union douanière, le *Zollverein*.

[132] Par exemple J. Attali sur son blog « Pour l'Europe : renverser la table », ou encore le Groupe Spinelli, qui se définit « *intergroupe fédéraliste du Parlement Européen* » sur leur page web

Il faudra se demander si la théorie des zones monétaires optimales peut rendre compte du développement de l'économie de ces deux pays et si l'intégration monétaire a favorisé ou atténué les divergences déjà existantes.

L'Italie s'est constituée comme Etat-nation en 1861, à partir d'une dizaine d'Etats, autour de l'activité diplomatique, militaire et économique de l'Etat de Piémont, celui-ci a ressemblé sous ses lois les autres parties de l'Italie. Pourtant des déséquilibres dans les territoires italiens se sont créées et se sont approfondies depuis l'unification, sans que l'Etat national ait jamais réussi une véritable convergence entre le nord et le sud du pays : le Sud reste une zone économiquement déprimée, et la situation ne semble pas s'améliorer.

L'Allemagne a plus récemment vécu la réunification avec les cinq Länder de l'Est qui formaient la République démocratique d'Allemagne jusqu'en 1991. Depuis la fracture entre l'est et l'ouest du pays ne s'est pas résorbée, et les *Länder* de l'Est restent largement dépendants de gros transferts budgétaires de la part de l'ex République Fédérale.

Si l'on compare les problèmes de retard économique des pays périphériques de la zone euro avec ceux des zones italienne et allemande nous pouvons observer les mêmes symptômes : différentiel de PIB, désindustrialisation, chômage élevé, déficit de la balance commerciale, dette publique importante, émigration. Il manque, en plus, à la zone euro ce que, dans le sud de l'Italie et dans l'Allemagne de l'Est, soutient le lien national : les transferts budgétaires. Il est aujourd'hui difficile d'imaginer que les pays du centre de la zone euro pourraient s'engager dans ces transferts, dans la mesure où dans ces pays les forces politiques qui s'opposent à l'union monétaire se font de plus en plus importantes.

Cela dit, il n'est pas sûr du tout que de tels transferts pourraient servir efficacement à combler les divergences actuelles : il faut dire que dans les pays ici étudiés, jusqu'aujourd'hui, les transferts, même très importants, n'ont pas résolu le problème. On peut pourtant chercher à savoir s'il y a eu, et à quelles conditions, des périodes de convergence, qui pourraient servir de guide à la stabilisation de l'Union monétaire.

Le problème vient du fait de réunir sous la même monnaie des territoires avec une productivité du travail très différente, ce qui favorise la spécialisation productive. Les pays ou les régions, avec une productivité du travail plus faible se désindustrialisent, payent des salaires plus faibles, accumulent les déficits commerciaux et des déséquilibres régionaux croissants. Ce problème avait été étudié par P. Krugman[133] dans un article de 1993, qui concluait que la monnaie unique pouvait être un facteur de déstabilisation économique.

Mais c'est la théorie des Zones Monétaires Optimales de Mundell[134]qui permet de vérifier si des pays ont intérêt à adopter une monnaie unique. Une union monétaire doit répondre à certaines conditions : essentiellement la mobilité des facteurs de production, travail et capital. Or, dans l'Italie post-unification la mobilité du travail est assez limitée, à cause des importantes différences culturelles et des faibles variations des revenus dans les différentes régions : on préférait émigrer à l'étranger, notamment en Amérique.

Par contre, les capitaux se déplacent plus facilement vers les régions en expansion économique. Après l'unification, les capitaux commencent à se déplacer vers le Nord qui commence son processus d'industrialisation, alors que le Sud restait un territoire agricole. En fait, comme le supposait Krugman, l'intégration économique et monétaire a produit la spécialisation régionale et augmenté les divergences.

Le problème du sud de l'Italie, le « *Mezzogiorno* », est bien connu en Europe, et bien connu aussi des Allemands, comme un exemple de zone en retard de développement, un retard qu'on n'arrive pas à résorber, et qui fait de cette région une économie assistée. Au moment de la réunification de l'Allemagne, la possibilité de créer une telle poche de sous-développement au cœur de l'Europe fut envisagée, et les politiques mise en place étaient censées rééquilibrer les deux économies par les mécanismes du marché et la libéralisation de l'économie.

Au-delà des réélaborations apologétiques de cette réunification, la réalité économique, après un processus d'unification mené tambour battant et une libéralisation sauvage, on arrive en 2003 à ce jugement de H.W.Sinn : *« plutôt*

[133] Krugman (2001)
[134] Krugman (1961), cf. infra II, ch. 2.2.

qu'assister à un miracle économique, a surgit en Europe un nouveau Mezzogiorno, une région économique bancale, qui ne réussit pas à se connecter aux régions plus développées du pays »[135]. Depuis son opinion n'a pas changé, et dans un article de 2015, Sinn[136] met en garde l'Union Monétaire contre la possibilité d'une union de transfert entre ses membres. Il utilise comme argument les difficultés de la réunification allemande, où les transferts budgétaires n'ont pas réussi à combler la différence de productivité et de revenus entre les régions de l'est et de l'ouest de l'Allemagne au bout de vingt-cinq ans.

En effet, une économie structurellement dépendante en termes de balance commerciale a nécessairement besoin de transferts de capitaux, qu'ils soient d'origine publique, comme en Italie ou en Allemagne, ou d'origine privée, comme dans l'Union monétaire. Avant la crise, les transferts de capitaux à l'intérieur de la zone euro se faisaient à travers le crédit bancaire, qui affluait des pays en surplus de la balance des payements vers les pays en déficit, notamment à travers les soldes Target2[137].

Il s'agissait surtout de banques allemandes et françaises qui finançaient les achats de marchandises allemandes et françaises, en plus de nourrir des bulles spéculatives, notamment immobilières, dans les pays de la périphérie offrant des intérêts plus élevés. Quand la crise des *subprimes* a frappé le secteur bancaire européen les banques françaises et allemandes ont réduit leur exposition vers les pays périphériques, ce qui a fait apparaître les situations de déséquilibres. Les transferts privés par le crédit se sont taris, et, sans les instruments de flexibilité monétaire comme la possibilité de dévaluer, les pays périphériques ont accumulé d'énormes déficits.

L'union monétaire a accentué la spécialisation productive en Europe, induisant une désindustrialisation dans les territoires à basse productivité du travail dans le secteur manufacturier, et a favorisé les pays plus développés à travers la rigidité des changes, car l'euro est une monnaie trop forte pour les pays de la périphérie, alors qu'elle est sous-évaluée pour les pays du centre, et notamment pour l'Allemagne[138]. Cette dernière profite d'une monnaie sous-évaluée par rapport à la productivité de son

[135] Sinn, (2003 :216), cité par Giacché (2013), p.227
[136] Sinn H.W., (2015)
[137] cf. infra, II, 2.4., p. 284-286.
[138] Voir par exemple l'analyse de P. Artus (2017).

secteur manufacturier pour soutenir une économie essentiellement orientée vers l'exportation, d'autant plus que grâce aux réformes Hartz les salaires ont été contenus en dessous des augmentations de la productivité du travail, selon un schéma néomercantiliste qui comprime salaires et consommations et vise l'accumulation de surplus commerciaux.

L'absence de souveraineté monétaire, dans le Sud de l'Italie, dans l'Est de l'Allemagne et dans les pays périphériques de l'Union monétaire empêche de réagir aux chocs externes par la dévaluation, les transferts budgétaires restant alors la seule possibilité pour résorber les déséquilibres. Mais ces transferts ne sont pas forcément efficaces, et on peut se demander s'il n'y a pas d'autre conditions nécessaires pour engager une convergence dans le moyen ou long terme.

En Italie, les revenus par tête au moment de l'unification en 1861 étaient de 15-25 % inférieur au sud par rapport au nord, puis, en 1911, malgré des transferts importants, la différence passait à 40 % environ[139], et a continué de s'élargir jusqu'à l'après-guerre en 1945. Dans les décennies suivantes, jusqu'aux années 1970 on a vu une progressive convergence des revenus par tête entre le nord et le sud de l'Italie, grâce aux interventions massives de la « *cassa del Mezzogiorno* »[140], le processus de convergence s'arrête, pour ensuite voir les divergences se creuser à nouveau. Il est donc clair que les déséquilibres peuvent durer longtemps, même à l'intérieur d'une économie nationale et intégrée, avec une monnaie souveraine, un système bancaire développé et une politique budgétaire de redistribution.

Le cas de l'Allemagne est différent en ce que les transferts vers les *Länder* de l'Est ont été bien plus importants que dans toute l'histoire de l'Italie unifiée. Bien que le calcul soit difficile à évaluer, entre les problèmes méthodologiques, de comptabilité nationale et d'opportunité politique, Sinn estime à 1200 milliards d'euro le coût des transferts en vingt ans[141]. Il s'agit d'une estimation *a minima,* ne prenant pas en compte les transferts prévus jusqu'en 2019. Le problème est que la divergence entre les anciens et les nouveaux *Länder* reste très importante malgré des interventions étatiques aussi importantes. En 1991, le salaire brut moyen de l'Est était de 51 % par

[139] Une sorte de fonds pour le développement du sud, cf. Foreman-Peck J.(2005), p. 5.
[140] fonds public pour le développement du sud de l'Italie
[141] cité par Giacché V. (2013), p.232

rapport à celui de l'Ouest, alors que en 1996 il était de 75 %. Mais après, le processus s'arrête, et en 2007 le rapport est de 77 %[142]. En même temps les taux de chômage, de pauvreté, d'émigration, restent très largement supérieurs dans les nouveaux *Länder*, et la différence ne semble pas vouloir s'estomper. Les *Länder* de l'Est semblent pris dans une stagnation prolongée, où l'Etat assume pleinement son rôle d'assistance, sans réussir pourtant à relancer l'économie.

Les raisons des difficultés de l'Allemagne de l'Est sont sûrement dues aux modalités particulières dans lesquelles l'unification s'est mise en place : la surévaluation du mark de l'est, la privatisation sauvage de l'économie et du patrimoine de la République Démocratique, la volonté politique de faire vite, et d'effacer vite tout résidu idéologique, politique et économique. Toutefois, le problème des déséquilibres régionaux persiste, comme en Italie, dans des conditions et dans un horizon temporel très différent.

La réunification de l'Allemagne, dans la manière où elle à été accomplie, peut être considérée comme le modèle de la manière où le processus d'unification européenne se développe : cession de la souveraineté et privatisation de l'économie, contrôle des comptes publics des pays en déficit par les pays en excédant, imposition moraliste d'un modèle hégémonique allemand « vertueux », dévaluation compétitive et néomercantilisme.

On pourrait probablement prendre d'autres exemples de déséquilibres régionaux qui ne sont pas résolus par des politiques nationales. Il est d'ailleurs normal qu'à l'intérieur d'un Etat il y ait des régions diverses et des zones économiques différentes. Le problème se pose quand ces différences se cumulent et s'accumulent, déterminant de véritables fractures qui parfois, comme dans le cas de l'Italie du sud ou de l'Allemagne de l'Est, ne sont pas que d'ordre économique : dans ces pays la fracture est d'origine historique, culturelle, politique, sociale.

En cela, l'historie des asymétries nationales peut nous aider à analyser les difficultés présentes et futures de l'Union Economique et Monétaire, car cette dernière est par-dessus tout et au-delà de la vision utopique fédéraliste, un ensemble de cultures, histoires langues, traditions, très différentes. Une union monétaire préalable à

[142] Ibid. p. 244.

une politique économique coordonnée, qui pourrait conduire ensuite à l'union politique, ainsi qu'elle a été conçue jusqu'ici, pourrait n'être que la chronique d'un échec annoncé.

3.4.1. Unification de l'Italie en 1861

Après l'unification en 1861 l'Italie était un pays plutôt pauvre, agricole, les disparités de revenus et infrastructures étaient plus importantes au niveau provincial que régional, entre les zones urbaines et les zones rurales. L'industrialisation restait très limitée dans tout le territoire, même si dans la plaine du Pô, au nord du pays, pour des raisons géographiques, on pouvait observer la naissance d'industries modernes et d'infrastructures : une grande plaine traversée par un fleuve navigable, les marchés européens proches.

Au sud, les provinces qui avaient appartenu au Royaume de Naples étaient essentiellement agricoles, avec quelques poches d'industrialisation dans la province de Naples, et une structure économique fondée sur l'exportation de produits agricoles venant des "*latifondi*", grandes propriétés où étaient pratiquée la culture extensive et le métayage. Les comptes publics étaient en excédent grâce à une politique mercantiliste de compression des salaires et orientation vers l'exportation.

Au nord, le Royaume de Sardaigne, noyau de l'Italie unifié, avait des déficits importants, à cause des guerres d'indépendance et d'une balance commerciale déficitaire. L'industrie naissante demandait à être protégée de la concurrence étrangère. Elle le fut, mais cela coupa aussi les possibilités de l'exportation agricole dont vivait le sud.

L'unification avait signifié aussi l'unification des dettes publiques, et dans la mesure où le Royaume de Sardaigne était le plus endetté, on assista à un transfert de ressources du sud vers le nord, où le niveau d'imposition et la dette publique étaient largement supérieurs à ceux du royaume de Naples[143].

[143] Iuzzolino et al. (2011), p.25

Au nord, il existait aussi une fracture entre l'est et l'ouest du pays, car le nord-est avait aussi, comme le sud une économie agricole, mais fondée sur des propriétés plus petites et mieux gérés. Ces territoires appartenaient avant l'unité à l'empire austro-hongrois, et les capitaux tendaient à s'échapper vers le centre de l'empire.

Avant l'unification chaque Etat[144] avait sa monnaie et son propre système de poids et mesures, certains étaient en régime bimétallique (Piémont) d'autres en *silver standard*. Il existait aussi plusieurs autres monnaies à cours légal, de poids et contenu métallique différents[145]. L'unification du système monétaire commence avec la création d'une monnaie unique en 1862, sur la base de la lire du Royaume de Sardaigne (Piémont), mais plusieurs monnaies continuèrent d'être émises et utilisées, ce qui ne posait pas de problème, dans la mesure où les différentes monnaies étaient toutes convertibles en or ou argent à des taux fixes. En fait, le processus d'unification monétaire fut lent, et la nouvelle lire ne s'imposa qu'à la fin des années 1870.

La convertibilité de l'or est suspendue en 1866, pendant la guerre avec l'Autriche, et la nouvelle monnaie unique commence à être acceptée par la population, ainsi que les billets de banque non convertibles. La Banque Nationale du Royaume d'Italie, créée en 1867, assuma la fonction d'émission de la monnaie, tandis que les autres banques en dépendaient pour leurs réserves.

Le nouvel Etat prend aussi en charge les dettes de ses prédécesseurs, en convertissant les titres des anciens Etats en titres du Royaume d'Italie en 1863. Les taux sur ces titres sont assez élevés, et sans différences notables avec les titres des Etats précédents, ce qui fait penser que les marchés n'avaient pas confiance dans cette unification[146].

Une première loi d'unification du système bancaire entre en vigueur en 1874, tandis que l'unification du marché financier ne se réalisa que dans la décennie suivante, en 1884 avec la restauration de la convertibilité-or. Entre 1862 et 1864, puis après 1884, le régime monétaire était conforme à celui des autres pays européens : change fixe, convertibilité-or, libre échange. Le choix était dicté par la volonté d'insérer l'Italie dans un réseau d'échanges internationaux, sans pourtant tenir compte

[144] six Etats plus les territoires appartenant à l'empire austro-hongrois
[145] Toniolo G., et al. (2003), p.2.
[146] cf. Collet S. (2012).

de la faiblesse de la compétitivité des industries italiennes et du secteur agricole au sud du pays. Dans les années suivantes, la lire tend à s'apprécier, en pénalisant les produits agricoles du Sud, qui subissaient aussi la concurrence des importations de l'Amérique.

La restauration du *gold standard* signifie aussi une discipline fiscale et une règlementation plus sévère des banques : la loi d'unification bancaire de 1874 aida à stabiliser le système financier et à soutenir la confiance dans la monnaie. Le marché boursier, pourtant, reste fragile et fragmenté jusqu'en 1886[147], car les investisseurs avaient l'habitude de fonctionner dans des petits marchés peu compétitifs et n'étaient pas capables d'exploiter les possibilités d'un marché plus vaste, mais aussi plus concurrentiel. L'unification des marchés boursiers fut établie par un Code Commercial en 1865, mais il faudra encore une vingtaine d'années avant une véritable unification, car les bourses des différents territoires gardaient un large degré de liberté dans leurs statuts et dans la conduite de leurs affaires. Il restait des différences importantes dans les prix des *listings*, les heures d'ouverture, dans les règles des contrats[148].

La participation au *gold standard* provoque un endettement excessif avec l'étranger dans les premières décennies du nouveau Etat, alors que le système économique, bancaire et financier est encore très fragile. Ainsi, le pays fut obligé de quitter le *gold standard* en 1866, puis encore en 1893. Cela aida sûrement à asseoir la prééminence de la Banque Nationale du Règne d'Italie, en tant que banque centrale, et à diffuser l'utilisation des billets de banque[149].

On peut considérer avec Einaudi[150] que la sortie de la convertibilité-or aida à moderniser la structure bancaire de l'Italie post-unification : l'Italie se rendit rapidement compte du rôle des billets de banque dans l'économie et qu'il fallait contrôler leur émission. Toutefois, la sortie du *gold standard* se fit au prix d'une forte inflation et d'un taux d'échange réel en forte hausse : entre 1866 et 1882, le coût de la vie monte de 40%, le taux d'échange réel d'un tiers, alors que le prix des titres d'Etat perd 30%[151]. Mais L'Italie appartenait, à cette époque, à l'Union Monétaire Latine, et la France voulait conserver cette union, fondée sur un régime bimétallique. C'est

[147] Toniolo G., et al. (2003), p.15.
[148] Toniolo G., et al. (2003), p.17.
[149] Frantianni, Spinelli (1997), ch.3.
[150] Einaudi L. (2001), p. 92.
[151] Foreman-Peck J. (2005), p. 16

pourquoi la France continua d'absorber les monnaies d'argent que l'Etat italien continua d'émettre et d'accepter la dette italienne libellée en or[152]. En fait, l'Union Latine soutenait le déficit budgétaire et commercial de l'Italie, ce qui empêchait la faillite ou une trop forte dévaluation.

Le pays retrouve la convertibilité-or en 1883, qui stabilise la monnaie et rétablit la confiance dans les relations financières et commerciales, mais met en lumière une série d'autres problèmes[153] : la faiblesse des institutions financières, leurs manque de compétitivité, les difficultés d'une lire trop forte pour le Sud du pays, l'urbanisation qui fait augmenter les prix de l'immobilier et la spéculation, les déficits budgétaires de l'Etat et la nécessité de les financer par des capitaux étrangers.

La bulle immobilière éclate en 1893, provoque des faillites bancaires en chaîne et une nouvelle sortie du *gold standard*, mais oblige le pays à se doter d'un système bancaire plus solide et efficace autour de la Banque Nationale. Une politique fiscale plus rigoureuse fut mise en place, assortie d'une politique monétaire expansive, des taux d'intérêt bas, favorisant les investissements, à l'intérieur comme à l'étranger. En fait, la sortie de la convertibilité en 1993 permit de relancer l'économie italienne et de stabiliser sa monnaie, ce qui démontre par l'exemple qu'il était possible de stabiliser une monnaie sans participer au *gold standard*[154].

La reprise économique engage aussi la révolution industrielle italienne : entre 1896 et 1911 la production industrielle par tête augmente moyennement de 3%. Le Sud agricole, par contre, subit de plein fouet la concurrence des importations du Nouveau Monde, et la lire italienne est surévaluée par rapport à sa compétitivité, alors que les tarifs douaniers étaient trop bas. Ce fut aussi une période d'émigration massive, notamment vers les Etats-Unis, et les remises de fonds des émigrants vers leurs familles ne furent pas étrangères à la reprise économique.

L'Etat italien prit conscience assez rapidement de l'existence d'un problème méridional : l'unité avait affaibli l'économie du Sud, les capitaux et les populations partaient vers le Nord, la délinquance et la violence sévissaient au Sud. Ce problème venait, entre autres, du fait que des larges parties du Sud acceptaient mal l'unification :

[152] ibid..
[153] Frantianni M., Spinelli F. (1997), p. 87.
[154] Frantianni M., Spinelli F. (1997), p. 106.

la délinquance, appelée « *brigantaggio* », était au début une forme de résistance à ce qui était ressenti comme une conquête coloniale du Piémont. C'est à cette période que se forment les mafias[155], comme associations alternatives à l'Etat national, fondées sur une culture de type féodale, en défense de l'ordre préexistant et d'ailleurs tolérées par les gouvernements comme réservoir clientéliste de consensus.

Les premières mesures prises par l'Etat italien en vue de résorber les problèmes du Sud furent des investissements dans les infrastructures, notamment les chemins de fer, mais aussi la modernisation des ports, des routes et des aqueducs. Jusqu'à la Première Guerre Mondiale les investissements dans le Sud continuèrent de s'accroître, mais les résultats sur l'économie de la région furent limités. Une des raisons fut que les capitaux venaient du Nord, et que tout profit y retournait. Une autre fut que le protectionnisme adapté à l'industrie naissante au Nord avait ruiné l'économie agricole exportatrice du Sud et rendu la région dépendante de l'assistance économique de l'Etat.

En somme, toute aide alimentait la demande de biens et services vers le Nord, qui profitait, en dernière instance, des aides d'Etat au Sud. La compétitivité moindre du Sud était (et est toujours) compensée par des transferts budgétaires qui ne font qu'accroître la dépendance du Sud, importateur net de biens et de capitaux et exportateur de main d'œuvre par un flux migratoire constant : il s'agit d'un cercle vicieux qu'il est difficile de briser.

En tout cas, la situation économique globale de l'Italie s'améliore progressivement jusqu'à la Première Guerre Mondiale, grâce à l'industrialisation et la modernisation du pays. Les régions du Sud améliorent leur situation globale[156], au niveau de l'éducation, des infrastructures, des revenus et des salaires, mais les déséquilibres avec le Nord persistent. D'ailleurs la situation du nord-est n'est pas meilleure. Entre la fin du XIX^{e} siècle et la Première Guerre Mondiale se met en place la concentration géographique de l'industrie dans ce qu'on appelle le « triangle industriel » entre Turin, Gêne et Milan, dans le nord-ouest du pays. Les divergences entre cette partie du pays avec le nord-ouest et, encore plus, avec le Sud, s'élargissent,

[155] cf. Sciascia (1972/2013)
[156] cf. Banca d'Italia, in Iussolino et al. (2011).

mais tout le pays profite des politiques de santé et d'éducation mise en place par le gouvernement central.

La Première Guerre Mondiale marque la fin de la forte croissance du pays. La dette publique explose, l'industrie de guerre concentre les ressources dans le Nord, favorise les conglomérats et renforce le protectionnisme, alors que les relations entre les intérêts de la politique et l'industrie s'intensifient. Pendant et après la guerre, les déficits budgétaires furent la seule manière de soutenir le pays, et, ne voulant pas s'endetter ultérieurement, l'Etat préféra une politique monétaire accommodante. A la fin de la guerre, l'inflation accélérait et de fortes tensions sociales s'ensuivirent, menant à la nomination de Mussolini en tant que Président du Conseil des Ministres.

La période des deux Guerres Mondiales et la période fasciste entre les deux, creusa les asymétries encore plus, car les industries fournissant l'armée se trouvaient au Nord, et la politique d'autarcie de Mussolini, même si elle laissait augmenter la valeur des produits agricoles, favorisait les cultures extensives et non pas la modernisation de l'agriculture. En plus, Mussolini interdit l'émigration et engageât une politique démographique très expansive.

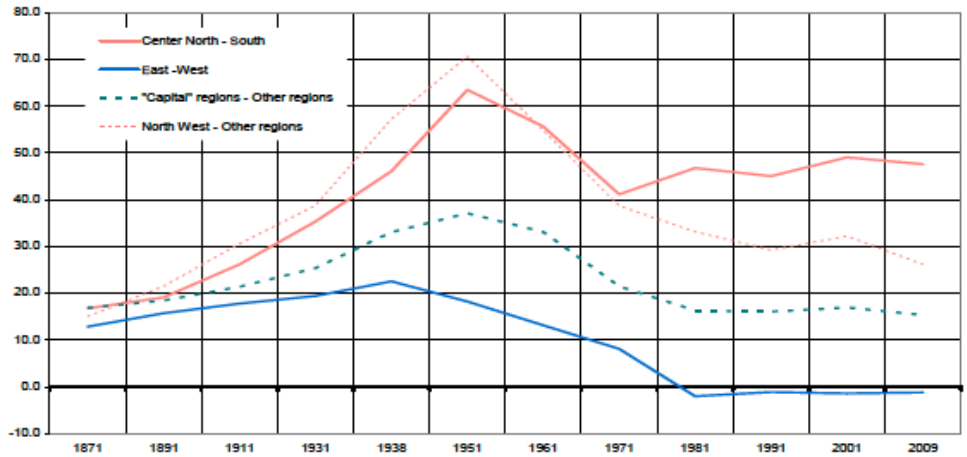
C'est dans cette période que la « *question méridionale* » devient dramatique : les divergences s'accumulent, mais surtout des différentes dynamiques se mettent en place. Alors que la productivité par habitant dans le Sud s'effondrait, la seule réponse du gouvernement fasciste fut d'engager des importants travaux publics pour résorber une partie au moins du chômage. La production des céréales fut préférée, pour des raisons politiques, à celle plus rentable des fruits, production traditionnelle dans le Sud de l'Italie. L'industrie fut largement soutenue par le régime, mais seulement dans le Nord, alors que la production industrielle dans le Sud baissait. En même temps, une nouvelle loi bancaire favorisait les investissements dans l'industrie du Nord, au point qu'elle dépendait largement du crédit bancaire. Elle dut être soutenue par l'intervention publique face à la crise bancaire des années 1930, et nationalisée, tout ou partie. En 1934, les trois quarts de l'industrie, notamment l'industrie de guerre, et de l'agriculture italienne étaient détenus par l'Etat, à travers l'Institut de Reconstruction Industrielle (IRI), qui avait aussi des parts dans les banques le plus importantes.

Après la Seconde Guerre Mondiale, le territoire du Sud avait subi d'énormes dégâts, à cause des batailles et des bombardements. A Naples, la province la plus industrialisée du Sud, les destructions atteignaient 67 % de la valeur du PIB avant guerre[157]. En 1951 encore, la productivité du travail au Sud, à prix constants, était de 40% plus basse que la moyenne nationale. L'occupation dans l'industrie au Sud avait baissé à 5%, alors qu'elle était de 17% en 1911.

Ce n'est qu'après 1951 que les divergences entre le Nord et le Sud, l'est et l'ouest de l'Italie commencent à se résorber nettement jusqu'à la moitié des années 1970. Il s'agit d'une période de croissance très forte pour le pays tout entier, mais les performances du Sud sont les plus importantes du monde après le Japon, dans le PIB par habitant à parité de pouvoir d'achat. De 1951 à 1971, le PIB par habitant au Sud augmente à un taux annuel moyen de 5.77%[158]. Par rapport au Nord, on pouvait enregistrer chaque année, un point de pourcentage de rattrapage de la croissance. La disparité dans le PIB par habitant entre le Nord et le Sud passe de 53 % en 1951 à 33 % en 1971.

Différence de PIB par habitant entre les régions italiennes (1871-2009) :

GDP per capita gaps between macro-regions
(indices, Italy=100; percentages)



Source: own elaborations on Brunetti-Felice-Vecchi, 2011. The West includes the north-western regions, Toscana, Lazio, Campania, Calabria and the Islands (the East includes all other regions). The regions 'capital' are: Piemonte, Lombardia, Toscana, Lazio and Campania.

source :Banca d'Italia[159] (2011)

[157] Iuzzolino G. et al. (2011), p. 31- 32
[158] Iuzzolino G. et al. (2011), p. 33
[159] Iuzzolino G. et al. (2011), p. 67.

Dans la même période pratiquement tous les pays européens font l'expérience d'une réduction sensible des disparités régionales, en France, Allemagne de l'Ouest, Espagne, Grèce, Pays-Bas, Royaume-Uni.

Cette réduction des disparités, en Italie, est due en grande partie aux gains de productivité, mais aussi à la diminution de la population qui émigrait massivement vers le nord de l'Italie et vers l'Europe. Les gains de productivité s'accompagnèrent de hausse de salaire, si bien que la région entra de plein pied dans l'ère du consumérisme.

Les gains de productivité venaient de la modernisation de l'agriculture[160]avec des capitaux public et privés, et de l'essor de l'industrie, qui doubla sa part dans le produit de la zone. La part de population employée dans l'agriculture passe de 58% en 1951 à 30% en 1971, alors que la part de l'emploi dans l'industrie passe de 17 à 35% dans la même période[161]. La réforme agraire, qui avait redistribué la propriété des terres, avait eu des effets bien au delà des attentes, et rendu rentables le secteur.

En fait, la tendance à la convergence économique du Nord et du Sud suit la même courbe que l'investissement et l'accumulation de capital, privé ou public. Entre 1951 et 1971, la croissance de la productivité dans le Sud est soutenue par les investissements croissants. Ensuite, la baisse des investissements provoque la stagnation de la production et de la productivité de l'industrie du Sud, car celui-ci reste redevable au Nord pour la production de *capital goods* et l'importation de technologie.

L'investissement se porte sur les infrastructures pour l'irrigation et l'assèchement des marais, mais aussi sur l'installation de grandes usines, souvent dans l'industrie lourde (pétrochimie, sidérurgie, métallurgie), et participe largement à l'essor du « miracle économique » italien des années 1960.

Étant donné le retard accumulé, les capitaux investis au Sud et à l'est du pays permirent un gain de productivité très important et largement supérieur à la tendance au Nord. Mais les capitaux restaient publics ou provenaient du secteur privé du Nord : le Sud restait affligé d'un manque chronique de capitaux.

[160] La reforme agraire avait eu peu d'effets sur la productivité et sur la distribution de la richesse
[161] Iuzzolino G. et al. (2011), p. 34

Il ne fut jamais possible d'organiser au Sud de l'Italie un tissu industriel performant, capable de produire des biens en quantité suffisante pour couvrir la demande croissante, comme dans les autres parties du pays, qui développèrent, dans l'après-guerre une base industrielle solide, compris dans le nord-est. L'expansion de la base industrielle du Sud de l'Italie était insuffisante dans la quantité, mal adaptée dans sa composition ; l'industrie lourde ne pouvait pas s'adapter aux changements qui allaient se manifester dans les années 1970. Le Sud en effet, perd beaucoup de petites industries à cause de la concurrence des entreprises du Nord, bien plus performantes. Les raisons de la divergence profonde entre la prolifération des petites entreprises dans le centre et le Nord du pays et l'incapacité du Sud de mettre en place ce type de structures, sont multiples et complexes. Comme l'explique Luigi Einaudi en 1960, la croissance des entreprises privées rentables est un phénomène de longue durée, et l'intervention de l'Etat ne peut pas l'accélérer :

> *« We should not think that thanks to the State or private citizens, the number of business activities able to generate higher income level would increase quickly. The State can contribute…but the economic development will be mostly driven by the growth of single firms that will favour the creation and proliferation of similar entreprises…but it is a slow proces »*[162]

L'incapacité de créer un secteur industriel privé performant fut aussi la cause de taux de chômage plus élevés dans le Sud. Vers la moitié des années 1960, pourtant, le différentiel d'occupation avait quasiment disparu, mais en 1971, il était à nouveau de 3 %, pour ensuite continuer à augmenter. Une bonne partie de la baisse du chômage dans les vingt ans après la guerre était toutefois dû en bonne partie à l'émigration, alors que le nombre d'industries diminuait et que celles qui restaient étaient peu adaptées à la demande effective. Le Nord et le Centre de l'Italie, dans la même période, avaient vu naître en grand nombre de petites et moyennes entreprises tirées par la demande locale et ensuite internationale, qui se concentraient en des pôles industriels souvent spécialisés.

Les facteurs qui ont déterminé cette évolution si différente du Sud et du Nord de l'Italie sont multiples, et diversement appréciés par les analyses historiques et économiques. On peut certainement constater que le Centre de l'Italie, proche de la

[162] Iuzzolino G. et al. (2011), p. 35

structure économico-sociale du Sud dans l'après-guerre, a réussi l'implantation d'un tissu industriel étendu et performant, ce qui ne s'est pas produit dans le Sud.

Les conditions de départ étaient différentes en termes de compétitivité du travail et de revenu par habitant, donc de demande effective. Il y a eu aussi un facteur géographique, car le Sud reste assez loin des marchés plus développés du Centre et du Nord par manque d'infrastructures et à cause du territoire plus accidenté. Les zones en plaine les mieux équipées, autour de Naples et dans les Pouilles, sont d'ailleurs celles où se développent quelques industries qui suffisent à la demande interne locale.

Il y a eu aussi des facteurs liés à l'organisation sociale de l'après-guerre : une agriculture extensive de métayers qui développaient aussi l'artisanat local, un taux d'alphabétisation largement moins élevé dans le Sud, l'émigration massive. L'émigration n'ôtait pas que la main d'œuvre, elle concernait aussi toute une classe d'entrepreneurs potentiels : ils quittaient l'intérieur du territoire qui se désertifiait, et allaient créer de la richesse dans d'autres parties du pays.

Après la guerre, l'Etat était intervenu pour essayer de combler la fracture entre les deux parties du pays en créant un fonds pour le développement du Sud de l'Italie, appelé « *Cassa per il Mezzogiorno* »[163] institué en 1950. La *Cassa* était comme une agence de droit public, mais indépendante du gouvernement, et chargée d'un programme fixe spécifique. Ce programme était fondé sur une sorte d'économie mixte, où l'agence devait faciliter l'implantation de l'entreprise privée, mais, en cas de nécessité, pouvait se substituer à elle. Ce fonds s'employa avant tout à développer les infrastructures agricoles, les installations hydriques et les transports, ensuite, dans les années 1960, il promeut l'industrialisation. A coté de cela, la *Cassa* profite aussi des programmes nationaux de *welfare* : amélioration de l'alphabétisation, des structures sanitaires. En effet les indicateurs de développement humain convergent alors dans tout le pays[164].

La *Cassa* fut un véritable succès, elle améliora les revenus et la consommation, même si son impact sur le taux de chômage resta limité. Le fonds fournissait les

[163] Ce fonds était une agence de droit public, indépendant du gouvernement, constitué comme un organe de l'économie mixte, qui prenait exemple du *New Deal* de Roosevelt : il devait encourager l'entreprise privée, mais pouvait en prendre la place avant qu'elle ne se développe. Les financements venaient en grande partie des US, le plan Marshall, et de la Banque Mondiale.

[164] Iuzzolino G. et al. (2011), p. 68.

capitaux pour permettre au Sud de s'insérer dans la libéralisation du commerce national et international. Dans les années 1960, le fonds concentra son action sur la création de pôles de développement centrés sur des entreprises publiques, notamment dans le secteur de l'industrie lourde : l'acier, la chimie et le pétrole. En 1971, les investissements dans le Sud de l'Italie représentaient 58 % de l'investissement total de l'Etat, alors que le PIB de la zone n'était que de 36 %. Cela donne la mesure de la taille des transferts consentis par l'État pour soutenir la croissance de la partie plus défavorisée du pays, mais cela ne réussit pas à enclencher un processus vertueux de croissance dans le secteur privé.

L'industrie dans le Sud reste liée aux investissements d'Etat, le management est généralement provenant du Nord, et le Sud reste essentiellement un marché pour l'industrie du Nord. La demande interne fortement croissante du Sud se transforme en importation de biens et services du Nord, tandis que le Sud se spécialise en biens et services non exportables comme la construction ou les services à la personne.

Ainsi, jusqu'à la création du Marché Commun Européen, le Sud importait jusqu'à 70 % de la production du Nord[165], ce qui permit le développement de l'industrie au Nord, des économies d'échelles, et qui lui permirent de s'adapter rapidement aux défis de la concurrence européenne. L'économie du Sud restait limitée au niveau local par ses dimensions et par son marché.

La convergence entre le Nord et le Sud subit une halte en 1971. Entre 1951 et 1971, le ratio de PIB par habitant des régions du Sud par rapport au reste du pays passa de moins de 50 % à 70 % environ. Mais, depuis le début de l'après guerre et pendant les quarante années suivantes, le fossé s'élargit surtout avec les régions du centre et du nord-est qui connaissaient une croissance importante. La différence la plus importante était dans le taux de chômage, si bien que la question méridionale devint essentiellement une question de manque de travail et de création d'emploi, malgré les investissements très importants et les augmentation du revenu par habitant. On parle alors d'un « développement sans emploi » :

> *« There is a blatant contradiction within the southern economy between the mass of investment and the volume of jobs created. Whereas… in a number of respects the southern economy is growing rapidly, employment remains*

[165] Iuzzolino G. et al. (2011), p. 40

depressed. As some have described the South as undergoing industrialization without development, so we can also speak of development without job »[166]

Les années entre 1970 et 1995 furent aussi des années de dévaluation de la lire, ce qui profita essentiellement aux exportations surtout dans les secteurs où l'élasticité de la demande est très sensible aux prix, ce qui contribua à creuser les asymétries internes à l'Italie. En 1971, les exportations du Sud étaient de seulement 4.6 % de la valeur ajoutée, alors que la moyenne nationale était de 12.4 % et celle du Piémont de 23.7%[167].

Les régions déjà exportatrices étaient favorisées, surtout depuis l'entrée en 1957 dans la Communauté Economique Européenne, mais l'industrie du Sud était pénalisée, étant généralement dirigée vers la demande interne. En même temps, le taux d'investissement dans le Sud diminuait constamment, pour ensuite plonger en 1992 et atteindre en 1995 le même niveau qu'en 1950.

A partir des années 1970, et surtout dans les années 1980, le Sud perd progressivement en compétitivité, l'émigration diminue, si bien que le fossé avec le Nord recommence à s'élargir, faisant bondir le taux de chômage. Dans cette période pourtant le secteur des services[168] avait montré une rapide expansion, et l'incapacité de créer des emplois doit être attribué au secteur industriel largement obsolète.

L'industrie lourde, largement subventionnée par l'Etat, entrait en crise à cause des crises pétrolières, les petites et moyennes entreprises à haute valeur ajoutée qui s'étaient développées dans le centre et le nord-est ne dépassèrent jamais, dans le Sud, le stade le l'économie locale, souvent informelle. Les programmes d'investissement public devenaient de moins en moins efficaces, en somme le Sud n'a jamais réussi à enclencher une croissance ancrée sur le territoire.

L'industrie dans le Sud était une industrie lourde, à forte intensité de capitaux et d'énergie, avec des structures fortement intégrées et avec peu de capacité d'induire la formation de nouvelles industries complémentaires. C'est une industrie fondée sur le capital public et peu de capital privé, essentiellement quelques groupes industriels

[166] Graziani, Pugliese (1979), p. 17
[167] Iuzzolino G. et al. (2011), p. 44.
[168] En particulier le secteur public avait assumé une très grande importance dans l'emploi du Sud : il représentait 17 % en 1990, environs trois points de plus que la moyenne nationale

du Nord largement subventionné par l'Etat, et orientée vers le marché domestique. Ainsi, le choc pétrolier des années 1970 frappa de plein fouet l'industrie au Sud, alors que son économie ne pouvait pas compter sur des petites et moyennes entreprises plus flexibles et modulables, capables de s'adapter aux marchés, comme dans le Centre et le Nord.

Le problème du Sud est la spécialisation de sa production à l'intérieur de l'économie nationale. En tant que partie d'un Etat plus large, le Sud peut profiter de la mobilité du travail et des transferts publics, mais sa production reste redevable de la demande du Nord, tandis que ses importations croissent largement avec l'augmentation des revenus, donc son déficit s'accumule. La consommation locale n'est pas accompagnée d'une offre correspondante, et les investissements ne produisent pas une augmentation significative de la production. En effet, le multiplicateur des investissements dans le Sud se fait sentir au Nord, et accentue la dépendance des régions méridionales[170].

À partir de 1992, les facteurs qui influencent le retard de l'Italie du Sud relèvent plutôt de facteurs nationaux et internationaux que de dynamiques interrégionales, notamment à cause de la disparition du fonds régional « *Cassa per il Mezzogiorno* ». Les années 1990 commencent par une grave crise politique et économique, la dévaluation de la lire et la sortie du Système Monétaire Européen. S'ensuivent la réévaluation du taux de change et les plans d'austérité en vue de l'adhésion à l'Union Monétaire, et l'ouverture des marchés aux pays émergents.

En 1996, l'Italie s'engage à respecter un taux de change constant par rapport à l'Ecu, l'unité de compte européenne, pendant deux ans. Le taux de change nominal est négocié avec les partenaires européens à 1932.65[171] lires par Ecu. Or, l'année précédente la lire était évaluée à 2107.22 contre l'Ecu, ce qui implique une nette réévaluation avec des conséquences visibles sur la balance courante : les exportations plongent bien plus que les importations, l'Italie étant un pays manufacturier. Le Nord se ressentit de cette crise bien plus que le Sud, où elle se manifesta principalement dans ses conséquences sur la politique budgétaires et sur l'offre d'emploi.

[170] Ugo La Malfa, in Iuzzolino G. et al. (2011), p. 45
[171] peu différent du taux de change fixé définitivement en 1999, de 1936.27 lires, au moment de l'entrée dans l'euro. cf. Banca d'Italia, tassi di cambio 1995-1999.

L'adhésion de l'Italie à l'Union Monétaire impliquait aussi des politiques budgétaires restrictives qui pesèrent sur le Sud, dépendant de la dépense publique, alors que l'ouverture aux marchés internationaux des marchandises et des capitaux empêchait l'essor de petites entreprises flexibles orientées vers le marché, qui avait commencé à surgir timidement dans les années précédentes. Ce fut une période de croissance lente pour toute la péninsule, mais, pour le Sud, les années 1990 représentèrent une augmentation nette des asymétries et cela même par rapport aux autres Etats de l'Union Européenne. Alors qu'en 1995 la production par habitant était de 79 % de celle de la moyenne de l'Union Européenne à 27, en 2008 elle était seulement de 70 %. Il faut souligner que, s'il y a eu des convergences entre les pays de l'Union Européenne, surtout en ce qui concerne les pays de l'Est, par contre les disparités à l'intérieur des pays sont restées stables ou ont augmentés dans tous les pays de l'Est et du Sud de l'Union.

L'action du gouvernement a été fondamentale pour déterminer la disparité entre le Nord et le Sud de l'Italie, pour le meilleur et pour le pire, les programmes nationaux et les programmes régionaux n'ont pas réussi à estomper les différences. Les programmes nationaux n'ont pas les mêmes effets dans les deux zones, à cause de différences dans la structure sociale et économique, et les programmes régionaux n'ont pas donné les effets escomptés. Toutefois, un certain nombre de programmes nationaux dans l'éducation, la santé, les infrastructures, ont permis une amélioration nette et durable des conditions de vie aux Sud. Ces conditions sont aujourd'hui comparables à celles du Nord de l'Italie, qui est une des zones économiquement plus avancées d'Europe, et cela malgré le fait que le fossé reste globalement inchangé depuis 1970.

3.4.2. Réunification de l'Allemagne de l'Est et de l'Ouest en 1990

La réunification allemande entre l'Est et l'Ouest en 1990 a été une expérience économique sans précédents en Europe par la vitesse et la profondeur du changement pour passer d'une économie planifiée de 16 millions d'habitants à une économie de marché très compétitive de 80 millions d'habitants. Cette intégration a fait de

l'Allemagne le pays central et dominant dans l'économie européenne, mais le pays en a payé un prix très élevé sur le plan socio-économique à intérieur, par exemple par l'affaiblissement de l'économie allemande, surtout entre 1992 et 1997.

L'Allemagne de l'Ouest a fait l'expérience de l'impossibilité d'effacer quatre décennies de communisme en quelques années, malgré les milliards dépensés en aides et subventions, parce que les sociétés humaines ne sont pas malléables facilement, aussi bien pour l'accumulation de capital que pour la requalification du capital humain.

Les médias allemands présentent la réunification des *Länder* de l'ex Allemagne de l'Est comme un poids que les *Länder* de l'Ouest ont assumé et payé aux dépens de leur propre économie et de leur propre modernisation. La réalité est beaucoup plus nuancée : il y a certainement eu des transferts budgétaires très importants de l'Ouest vers l'Est, sous différentes formes, mais ces fonds ont principalement bénéficié aux entreprises de l'Ouest, notamment jusqu'en 1994 à travers les opérations de la *Treuhandanstalt*, l'agence fédérale pour les privatisations. De plus, l'Allemagne a poursuivi, à partir de 1992, une politique monétaire et budgétaire restrictive qui a empiré les difficultés provenant d'une récession mondiale[172].

Le processus de réunification s'est révélé plus long et difficile que prévu, et son coût, financier et social, a dépassé toutes les prévisions les plus pessimistes. Les deux parties de l'Allemagne ne se voient pas encore comme une seule nation, et les différences de mentalité, de perception de soi et de l'autre, sont encore très claires, et deviennent évidentes, surtout au moment des élections.

La volonté d'intégrer rapidement et sans véritable transition une population pauvre et peu productive dans un espace économique prospère et compétitif, a produit un véritable choc macroéconomique et social très déstabilisateur. La réunification s'est en fait traduite en 1991 par un effondrement complet de l'économie Est-allemande, avec une baisse de la production de 66 %.

[172] Bibow (2003), p. 165.

Les différences de développement économique restent les plus évidentes et aussi les plus difficiles à éliminer. Il ne semble pas possible d'envisager aujourd'hui une convergence des deux parties du pays si ce n'est que sur le très long terme[173].

Dès le milieux des années 1990, les difficultés de la transition vers l'économie de marché sont évidentes, et le discours de Kohl qui promettait des « *paysages florissants* » change radicalement avec l'élection de Schröder, dont le programme prévoit des reformes structurelles et le renforcement de la politique de l'offre, ensuite mise en place avec « *Hartz IV* »[174].

La « décollectivisation » désigne le processus visant à substituer aux mécanismes de l'économie centralisée et planifiée, les lois du marché et de l'initiative privée. En ex-RDA ce processus a été précoce et radical, et illustre bien les conséquences de l'application d'un modèle standard de reformes[175]. L'Allemagne de l'Est était une des régions les plus florissantes du pacte de Varsovie, mais, malgré un soutien exceptionnel de la part de l'Allemagne de l'Ouest, elle est aujourd'hui une région sinistrée, où prolifère l' « *ostalgie* », le sentiment que le mur de Berlin n'est pas vraiment tombé. La restructuration trop rapide de l'économie a été un véritable choc industriel pour les *Länder* de l'Est, avec un énorme gaspillage de ressources et un très fort sentiment d'insécurité économique et sociale.

A l'Ouest, le sentiment de gaspillage vient des sommes énormes transférées sans résultats à la hauteur des attentes. Le déficit budgétaire du pays a poussé la Bundesbank à relever ses taux d'intérêt, suivant sans discernement sa doctrine purement monétariste, et a ainsi provoqué des hausses des taux dans toute l'Union européenne entre 1992 et 1996. Cela a entravé toute perspective de reprise de la consommation et des investissements dans toute l'Europe. Nulle part ailleurs, en Europe[176], les préceptes du FMI n'ont été appliqués avec autant de rigueur : libéralisation des marchés, restructuration du marché du travail, stabilisation des prix.

---

[173] Zawilska-Florczuk M., Ciechanowicz A. (2011), p.74 « *the predominant view is that transformation will take a long time and that is impossible to predict when it will end. This is accompanied by the disillusionment of many Germans who expected spectacular effects* »

[174] J. Hénard (2012), p. 14.

[175] Pagé, Vercueil (2004), p. 71.

[176] jusqu'à l'expérience de la Grèce à partir de 2010, après la crise de la dette souveraine.

La transition a suivi le dogme du « moins d'Etat », considéré comme l'antidote à une économie centralisée en faillite.

Pour faire face aux dépenses de la réunification, l'Allemagne avait laissé augmenter son endettement jusqu'à 3% du déficit entre 1989 et 1991, sans que cela affecte son taux de croissance, ni le niveau de l'inflation[177]. Or, on attribue généralement aux coûts de la réunification le fait que le taux de croissance de l'Allemagne a stagné autour de 1,5% pendant une douzaine d'années après 1992. Certainement, la réunification posait des importants défis, mais l'Allemagne avait tous les moyens d'y faire face : des taux de croissance entre 3,5 et 5% de 1988 à 1991, surplus de balance des paiements, peu de chômage et d'inflation[178]. Mais le déficit et la peur de l'inflation poussèrent la Bundesbank à demander des coupes dans les dépenses et les emprunts de l'Etat, alors que la conjoncture internationale se dégradait, et la balance courante enregistrait un déficit de 1%. Après deux ans de politique fiscale expansionniste, le gouvernement allemand introduit des mesures strictes dans le but de diminuer son déficit : augmentation des taxes et des charges sociales, diminution de investissements et de la consommation de l'Etat. En 1996, le déficit de l'Allemagne monte à 3,4, bien au dessus du niveau de 1991.

L'augmentation de la dette peut alors s'attribuer à cette tentative maladroite de maintenir le déficit trop bas[179] : une politique fiscale restrictive diminue la croissance plus qu'elle ne diminue le déficit, comme l'ont ensuite démontré les politiques d'austérité prônées par l'Union Européenne face à la crise financière.

En réalité, la réunification représentait aussi une opportunité pour l'Allemagne et pour toute l'Europe, de soutenir la croissance alors qu'une récession globale se dessinait. Les transferts budgétaires soutenaient la demande de biens de l'Ouest, mais aussi la demande vers les biens importés, soutenant ainsi la demande européenne. En fait, entre 1990 et 1992 le nombre de personnes occupées en Allemagne de l'Ouest bondit de 1,8 million de personnes, qui n'étaient pas que des immigrés de l'Est.

[177] Bibow (2003), 143 ;
[178] Bibow (2003), p. 139-140.
[179] Bibow (2003), p. 163.

En 1996, l'*Institut für Wirtschaftsforschung*[180], estime que la production de l'Allemagne a connu un saut qualitatif et quantitatif avec la réunification, autour de 200 milliards de marks par année, bien supérieur aux dépenses pour les transferts.

La politique budgétaire et monétaire trop restrictive dans les années suivantes,, par contre, a produit une faible croissance et une forte augmentation du chômage, surtout dans l'Est du pays et pendant toute la décennie suivante la réunification.

Malgré les transferts budgétaires vers les nouveaux Etats fédéraux, qui sont prévus actuellement au moins jusqu'en 2019, les conditions économiques et le coût de la vie en Allemagne de l'Est sont encore significativement loin des standards Ouest-allemand, et les prévisions les plus optimistes estiment que la production industrielle n'atteindra que 80 % de celle de l'Ouest en 2019.

La désindustrialisation des *Länder* de l'Est les a rendus dépendants de l'aide fédérale et des importations de biens et services de l'Ouest. Ce qui est un poids pour le budget de l'Etat fédéral, s'est révélé un soutien important à l'entreprise privé de l'Ouest, au point qu'on a pu parler d'un *« imposant programme keynésien de stimulation de la conjoncture, qui garantit à l'économie de l'Allemagne Occidentale des taux de croissance bien supérieurs à la moyenne dans une phase de faiblesse conjoncturelle au niveau mondial »*[181].

Le taux de change du mark est-allemand avait en effet détruit l'industrie de l'Est qui n'était plus compétitive. La nouvelle richesse des nouveaux *Länder* profita aux produits de l'Ouest, qui enregistrèrent, dans les premiers mois de l'unification une forte croissance de leur production. Le 1er juillet 1990 entre en vigueur le « Traité sur l'Union monétaire, économique et sociale » et le mark est-allemand cesse d'exister. L'Unification politique survînt ensuite le 3 octobre 1990, avec l'application intégrale du droit de la République Fédérale aux territoires de l'ex-Allemagne de l'Est. On considéra que ces territoires revenaient de plein droit et sans transition à l'intérieur de l'Etat Allemand, sans toucher à l'appareil constitutionnel, sans tenir compte des particularités de ces territoires et des quarante dernières années. Ce ne fut sûrement

[180] Cité par Giacché V. (2013) p. 212.
[181] Lutz Hoffmann, *DIW*, cité par Giacché (2013), p . 211.

pas sans conséquences sur la légitimité politique de ce qui fut ressentie ensuite comme une annexion[182].

Le taux de change fut fixé de manière assez compliquée : à 1 mark-est contre 1 mark-ouest[183] pour les parties courantes (prix, salaires, pensions, locations), tandis que les patrimoines et les dettes furent convertis à 2 mark-est pour 1 mark-ouest.

Or, bien que la devise de l'Est ne fût pas convertible, dans les échanges commerciaux avant la réunification, on appliquait un coefficient de correction pour mesurer la valeur relative : autour de 4,3 marks de l'Est pour 1 mark de l'Ouest[184], si bien que la consommation fut privilégiée par un effet de richesse immédiat, mais cela produisit un énorme choc de réévaluation. Non seulement la réunification empêchait toute forme de flexibilité du change, mais imposait aussi une forte réévaluation.

Il faut, en effet, considérer que le mark est-allemand avait un pouvoir d'achat élevé pour son utilisation interne, à peu près équivalent au mark-ouest, mais sur les marchés occidentaux son pouvoir d'achat n'était plus que le quart de sa valeur interne. La réunification permit aux habitants de l'Est d'accéder aux marchandises occidentales, mais à des prix qui montaient énormément : en 1992 les prix augmentèrent de 66,1 %, et en 1993 encore de 35,7%[185]. Les entreprises, ainsi, perdirent d'un seul coup, les marchés des pays de l'Est et ceux des pays de l'Ouest, alors que la République Démocratique d'Allemagne avait été un fort exportateurs.

La conversion du mark-est à un taux avantageux entraina des effets du côté de la demande et du côté de l'offre. Du côté de la demande, le pouvoir d'achat de l'épargne et des salaires nominaux augmenta nettement, mais cela fut un effet de court terme, car il provoqua la perte de compétitivité et des taux de chômage élevés. Du côté de l'offre, ce fut un choc négatif sur le marché des biens, en rendant non rentables la plupart des industries des *Länder* orientaux[186]. En l'espace de quelques semaines, la production se réduisit de moitié, le chômage et le sous-emploi explosèrent. Ce taux de change avait, en fait, une raison politique : il fallait stopper l'exode massif des

[182] Giacché V.,(2013), p. 73.
[183] Jusqu'à 6000 mark par personne, au delà le taux était de 2 contre 1.
[184] Giacché V.(2013), p. 57.
[185] Giacché V.(2013), p. 61.
[186] Bénassy, Villa (1994) p. 11.

Allemands de l'Est vers l'Ouest, dès la chute du mur en novembre 1989. En réalité, l'émigration ne fut pas stoppée, elle s'intensifia même avec l'union monétaire.

Face à l'effondrement de l'économie de l'ex-République Démocratique, il fut décidé de procéder à une privatisation de l'économie à marche forcée, en comptant sur les investissements privés, qui étaient censés être attirés en masse dans les nouveaux *Länder*. Les responsables des cinq *Länder* de l'Est étaient conscients des risques de cette politique, et demandaient plutôt un protectionnisme partiel et transitoire, avec des programmes de politique industrielle afin d'accompagner le changement, par la mise en place d'un programme d'aide aux entreprises potentiellement compétitives[187].

La transformation de l'économie dirigée de la RDA en économie de marché fut confié à la « *Treuhandanstalt* », l'Institut pour l'administration fiduciaire de la propriété du peuple, qui devait gérer le patrimoine auparavant appartenant à l'Etat, c'est-à-dire au peuple, et le privatiser[188]. La *Treuhandanstalt* aurait dû, selon les responsables de l'Allemagne de l'Est, préserver la « propriété du peuple », mettre en place un système d'autogestion et redistribuer une partie du patrimoine à la population, mais ses missions changèrent rapidement avec l'évolution de la situation politique.

Cette institution fonctionna de 1990 à 1994 :

> *« elle gérait environ 8500 entreprises nationalisées, l'ensemble des centrales électriques, mais aussi 20 000 restaurants et magasins, 1 839 pharmacies et 390 hôtels. S'y ajoutaient 62 000 km² de propriété foncière soit 57 % de la superficie de la RDA. Les entreprises gérées par la* Treuhandanstalt *(THA) employaient environ 4 millions de personnes, plus de 40 % des salariés de la RDA. La tutelle administrative de la THA incombait au ministre fédéral des Finances, mais elle bénéficiait d'une large autonomie. »*[189]

L'idée originale était que ce patrimoine aurait du être restructuré, rendu viable économiquement pour sauver l'industrie est-allemande et l'emploi, mais elle fit long feu, et le but unique de cette institution fut la privatisation rapide de toute une économie. En fait, la rapidité de la privatisation de l'économie fut un critère clés dans le fonctionnement de l'institution : ses commissions dépendaient de la rapidité de la

---

[187] Cf. Zielinski B.(2011).

[188] La lois sur la *Treuhand* du 17/06/1990 « Loi sur la privatisation et la réorganisation du patrimoine de propriété du peuple » commence en disant « *Les biens de propriété du peuple doivent être privatisés* », cf. Giacché (2013), p. 83.

[189] Zielinski B. (2011).§ 31

vente, qui ne se faisait pas par enchère publique, mais par négociation privée. En général, un investisseur ouest-allemand prenait le contrôle d'une entreprise, recevait des subventions pour sa restructuration, puis peu après l'entreprise était mise en banqueroute. De plus, les cas de fraude ne furent pas rares.

D'autre part, l'Allemagne de l'Est perdit une grande partie de ses débouchés extérieurs ; elle avait été un exportateur net aux autres pays du pacte de Varsovie, et, à partir de la chute du mur de Berlin en 1989, l'Allemagne de l'Ouest avait pris sa place dans les exportations vers les autres pays de l'Est. Les ex-pays d'Europe centrale et orientale (PECO) sont devenus, ensuite, la périphérie et les sous-traitants de l'industrie allemande, lui fournissant un énorme avantage en termes de compétitivité et de prix.

Une autre cause de l'effondrement de l'économie est-allemande fut la politique de privatisation et de restitution des propriétés expropriées à l'époque nazie et soviétique. Le principe adopté en 1990 fut celui d'une restitution totale ou d'une juste compensation, mais cela provoqua une période d'incertitude assez longue sur la propriété effective des actifs économiques, qui risquait d'arrêter complètement la machine économique.

Le nombre énorme d'entreprises qui furent mises en vente dans cette période, et notamment la première année de la réunification, fit chuter leur prix, tandis que les subventions à la restructuration que l'Etat ouest-allemand élargit et la méthode d'attribution par négociation privée, firent de ces privatisations le champ privilégié de toutes sortes de spéculation :

> *« Au cours du deuxième semestre 1990, la direction de la* Treuhandanstalt *fut contrainte de baisser les prix de vente des entreprises, de prendre en charge une partie des dettes et des coûts de mise en conformité écologique, de financer les plans sociaux et d'augmenter les subventions. Il n'était pas rare que des entreprises soient vendues au prix symbolique d'un mark, voire à des prix 'négatifs' »*[191]

Le fonctionnement de la *Treuhand* est un exemple des dégâts que peut faire une idéologie libérale laissée libre de fonctionner selon les forces du marché. La privatisation était censée sauver les industries viables et permettre de sauver le tissu industriel est-allemand, elle se révéla une liquidation pure et simple de l'économie de

[191] Zielinski B. (2011).§ 40

la zone : presque toutes les entreprises furent fermées après leur privatisation et leur démembrement. Les allemands de l'Ouest acquirent 87 % des entreprises privatisées, les étrangers 7 %, et seulement 6 % fut acquis par les allemands de l'Est[192], et cela à des prix défiant toute concurrence, en plus des subventions d'Etat.

Quand la *Treuhand* cesse son activité en 1994, 1.000 milliards de marks[193] et les droits des citoyens de l'ex-RDA à une partie des propriétés publiques avaient disparu, mais les coûts sociaux étaient largement plus importants : les entreprises privatisées employaient, en 1989, 4,1 millions de salariés, il n'en restait que 104.000 en 1994.

L'impact économique de l'unification sur l'Allemagne de l'Est peut être exprimé par quelques chiffres : entre 1989 et 1991 le PIB baisse de 44 %, la production industrielle de 67 %, les exportations de 56 %, le nombre total des salariés baisse de plus de deux millions (émigration et chômage)[194].

Pour l'Ouest, le coût de la réunification s'est traduit essentiellement par un déficit public provoqué par l'appel aux capitaux étrangers à partir de 1991. L'excédent courant habituel de l'Allemagne passa de plus de 3 % en 1990 à un déficit de 1,5 % du PIB en 1991.

Mais l'économie de l'Allemagne de l'Ouest en 1990 et 1991, connut un véritable boom à la suite de l'unification grâce à la demande supplémentaire provenant des *Länder* de l'est nouvellement enrichis. Le taux de croissance de cette période à l'Ouest était supérieur à 5%. En même temps, les transferts budgétaire vers les Länder de l'Est atteignaient une moyenne d'environ 5% par année entre 1990 et 1997 :

> *« La dette publique cumulées des collectivités territoriales (Etat fédéral, Lander, communes) a plus que doublé entre 1990 et fin 1997, passant de 929 milliards de marks à 2135 milliards de marks, soit près de 60% du PIB »*[195]

La surchauffe de l'économie portée par la nouvelle demande de consommation à l'Est soutenue par le change favorable de l'*ostmark*, et l'endettement public

[192] Giacché (2013), p.100.
[193] dont environ 240 milliards d'investissement public dans la *Treuhand*
[194] Remarquer que la plupart des statistiques sur l'unification font partir leurs séries de 1991, c'est à dire le point le plus bas de l'économie allemande de l'Est, d'où on ne peut que remonter.
[195] Zielinski B. (2011), § 46

provoquèrent une réponse forte de la Bundesbank : augmentation des taux d'intérêt, récession en 1993 et hausse du chômage sur la période 1992/1997, quand il passa de 5,5 % à 9,6 %.

Dans les premières années de la réunification on pouvait penser qu'une forme de rattrapage de l'économie de l'Ouest par l'Est était en cours : entre 1992 et 1995, le taux de croissance de l'Est était d'environ 8%, alors que l'Ouest souffrait de la crise internationale avec récession en 1993 et croissance faible dans les années suivantes[197]. Mais le taux de croissance faiblit fortement à partir de 1996 en ex-RDA, à cause du fait que l'investissement des années précédentes avait été essentiellement public dans les secteurs de l'immobilier et des infrastructures.

Ainsi, vingt ans après la réunification les cinq *Länder* de l'Est restent un territoire largement sous-développé :

> *« taux de chômage deux fois plus élevé qu'en ex-RFA ; faiblesse de la demande intérieure privée et publique inhérente à la stagnation des salaires et à la politique restrictive des collectivités territoriales ; problèmes démographiques aggravés par la migration continue à l'Ouest d'une partie de la population souvent jeune et qualifiée désirant échapper au chômage ; pourcentage relativement faible de grandes entreprises ; retard en matière de recherche et développement, peu de nouveaux produits s'imposant sur le marché ; faible pourcentage des entreprises appartenant aux secteurs des technologies de pointe »*[198]

Encore aujourd'hui et dans un avenir prévisible, l'économie des *Länder* de l'Est dépend des transferts de l'Etat fédéral, mais le véritable problème est le type et la destination de ces transferts. Il ne s'agit pas d'investissements productifs, mais de soutiens aux revenus. Ils servent en effet à combler les déséquilibres entre la production et la consommation, c'est-à-dire, en dernière analyse, à financer l'achat de produit de l'Ouest par des citoyens de l'Est. Ils sont nécessaires à cause du déséquilibre structurel entre Est et Ouest et du solde constamment actif de la balance commerciale de l'Ouest.

Le problème de l'efficacité de ces transferts reste cependant ouvert sur le long terme. Sur la base de l'idéologie du marché, le retrait de l'Etat de l'investissement

[197] Zielinski B. (2011), § § 48.
[198] Zielinski B. (2011), § § 48

direct a eu comme conséquence la nécessité d'intervenir lourdement pour assurer une protection sociale minimale aux populations de l'Est. La réindustrialisation de la zone est beaucoup plus difficile une fois que le tissu industriel a été détruit.

Actuellement, dans les territoires de l'ex-RDA il n'y a que 920.000[199] personnes employées, alors qu'elles étaient plus de quatre millions en 1989, et même si l'émigration a réduit la population, le taux de chômage est encore de 9 % en 2015, contre 5,8% à l'Ouest, et que les investisseurs préfèrent les autres pays de l'ex-sphère communiste.

Il s'agit du résultat prévisible de l'annexion mal préparée d'un territoire économique à basse productivité du travail à un territoire très développé[200].

L'analyse des vingt-cinq ans de politiques de soutien aux *Länder* de l'Est permet de mettre en perspective les problèmes de la zone euro et aussi de mieux comprendre l'attitude de l'Allemagne envers les pays du sud de l'Europe, présentant des similitudes avec les *Länder* de l'Est : une union monétaire rigide, des niveaux de productivité, de salaires et de prix très largement non compétitifs, des écarts de richesse très importants des différences culturelles et sociales fortes et un moindre niveau d'éducation. La *solidarité* financière, monétaire, fiscale et budgétaire de l'Ouest vers les régions plus pauvres à l'Est n'a pas réussi à rééquilibrer les asymétries entre des zones qui partagent pourtant la même langue et la même culture et cela depuis presque trente ans. Il n'était pas question pourtant de laisser les nouveaux territoires Est-allemands dans une situation de pauvreté durable, pour des raisons aussi bien politiques que de stabilité sociale.

Il semble alors illusoire d'espérer une « union de transfert » en Europe pour permettre aux pays moins avancés de rattraper leur retard, et on ne peut pas vraiment demander aux allemands de transférer des sommes très importantes pour longtemps aux pays de la périphérie européenne sans garantie de résultat.

Ce que la réunification de l'Allemagne enseigne à l'Europe aujourd'hui est qu'il est très difficile de faire cohabiter au sein d'une union monétaire des régions et des populations avec des niveaux de développement très inégaux. Même une union de

[199] Sinn H.W. (2015).
[200] Giacché (2013) p. 184.

transfert ne garantit pas de résultats effectifs, elle pourrait n'être qu'une manière de gérer des problèmes sociaux dans les pays en difficulté, sans pouvoir résoudre les questions de fond. La question de fond est qu'il faudrait mettre au même niveau les systèmes productifs, les infrastructures, assurer un niveau de salaires et de consommation comparable, permettant à moyenne échéance d'enclencher un cycle de croissance autonome et durable[201].

Si l'on a pu parler d'un *Mezzogiorno* au centre de l'Europe, c'est parce que le *Mezzogiorno* italien est le paradigme d'un retard de développement qu'on n'arrive pas à rattraper et donc une économie inévitablement assistée. L'Allemagne de l'Est est aujourd'hui une région assistée, dépendante des transferts de l'Etat fédéral, avec un fort déficit commercial, avec une classe dirigeante économique et politique qui provient essentiellement de l'Ouest : ce sont les mêmes caractéristiques de l'Italie du Sud.

En Allemagne comme en Italie, l'unification a accentué les divergences structurelles : spécialisation productive en biens et services à basse valeur ajoutée, retard dans le développement industriel, monnaie surévaluée par rapport à la compétitivité de l'économie, classe dirigeante et capitaux provenant du dehors de la zone.

[201] C'est à dire qu'il faudrait transformer l'Union dans une zone monétaire optimale, cf. infra III, ch. 3.2.

CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE

La démarche historique a proposé un éclairage sur l'intégration financière internationale dans le but de montrer comment s'est imposée progressivement, comme une nécessité, la libéralisation des mouvements de capitaux.

L'histoire de la mondialisation montre qu'au delà des avantages que la libéralisation des mouvements de capitaux peut apporter à la croissance mondiale, les points de fragilité restent nombreux. Les mouvements de capitaux ont été le moyen par lequel se sont installées l'interdépendance et la compétition croissantes entre les nations depuis la fin du système de Bretton Woods. En même temps, on a pu observer l'émergence de crises financières plus profondes et plus fréquentes, et on a voulu mettre en relief les rapports entre ces crises et la libéralisation financière.

Dans la même période, la construction de l'Union Européenne avançait en intégrant le discours théorique libéral selon lequel le système de *welfare*, hérité de la période de l'après-guerre, devait se réorganiser selon un modèle d' « *économie sociale de marché* » pour répondre aux nouveaux défis de la mondialisation. Mais la crise de la dette souveraine en 2010 a provoqué la remise en question du développement de l'Union selon les critères stricts établis par le Traité de Maastricht.

L'étude de la libéralisation financière ne peut se comprendre qu'en analysant les régimes de change qui facilitent, ou non, les mouvements de capitaux. Le régime de change qui permet la plus grande intégration est l'union monétaire. Il fallait donc examiner le fonctionnement de différents types d'union monétaire dans le passé récent afin d'en faire émerger la solidité et/ou les fragilités.

Après la dernière crise financière, les discussions sur les avantages et les désavantages de la mondialisation passèrent du cercle restreint de la théorie économique au domaine de la politique. La crise financière de 2007-2008 a renvoyé à la sphère publique les questions économiques : le grand public, les médias, les partis politiques et les mouvements d'opinion ont rouvert le débat sur des questions « techniques », comme les *spreads*, le contrôle des capitaux, les politiques monétaires. Les questions économiques sont alors ramenées dans le débat politique, car, s'il est de

la sphère du technique de déterminer les moyens, il reste du domaine du politique de déterminer le projet et les fins d'une entité nationale ou supranationale.

Dans la deuxième partie, nous allons analyser le débat théorique sur la libéralisation des mouvements de capitaux, tel qu'il se présente aujourd'hui, dans un contexte international d'abord, puis dans l'Union Economique et Monétaire.

DEUXIEME PARTIE : LES ASPECTS THEORIQUES DU DEBAT SUR LA LIBERALISATION DES MOUVEMENTS DES CAPITAUX

La mobilité des capitaux, à la recherche d'investissements rentables et la possibilité de déplacer les activités productives partout dans le monde, donnent aux entreprises, surtout aux grandes multinationales, un énorme pouvoir face aux gouvernements, car l'emploi dans un pays dépend de leurs choix tout comme que la stabilité sociale et politique. Ainsi les gouvernements craignent qu'une politique trop stricte, des règlements trop contraignants fassent fuir les capitaux vers des pays plus tolérants.

D'autre part, la mobilité des capitaux par les nouveaux systèmes de transferts électroniques à grande vitesse (*hjgh frequency trading*, HFT) permet le déplacement de sommes énormes sur les diverses places financières, où le rendement est donné par des déplacement très rapides sur des différences de prix minimales, surtout sur les marchés boursiers. Ils s'agit alors de capitaux éminemment spéculatifs, qui n'ont plus de rapport avec l'économie réelle et le prix de l'activité sous-jacente.

La possibilité technique de déplacer facilement les capitaux à grande distance a libéré les capitaux de tout lien avec un territoire spécifique, alors que la mobilité des travailleurs reste limitée. La globalisation de l'économie implique aussi la nécessité de maintenir une inflation basse, parce qu'aucun pays ne peut se permettre d'avoir des taux d'inflation supérieurs à ceux de ses concurrents, sous peine de perdre ses positions sur les marchés internationaux. La stabilité des prix, et donc des coûts de production, devient alors un des plus importants objectifs de politique économique.

Ainsi, l'Etat national a perdu la capacité de décider de manière autonome de sa politique économique, parce qu'il ne contrôle plus le capital délié de tout attache territorial. On a dû abandonner les politiques expansives d'inspiration keynésienne qui avaient produit la croissance au XX^{e} siècle, avant tout dans les pays industrialisés. L'économie libérale demande le démantèlement de tout intervention directe de l'Etat dans la production des biens et des services et la privatisation de la plupart des

services publics. Les investissements publics et les dépenses sociales ont été réduits, provoquant la fin de croissance constante du niveau de vie qu'on avait connu au XX^{e} siècle.

D'autre part, dans la distribution des revenus, la part des profits s'élargit constamment, alors que celle des salaires se réduit, parce que les capitaux peuvent se déplacer à la recherche de la rentabilité, alors que les Etats sont obligés de les attirer par des conditions salariales et fiscales favorables. Cette impuissance de l'Etat nourrit l'insatisfaction des populations, la méfiance vers la politique et toute sorte de manifestation « anti-système » : dans cette opposition au « système » convergent aussi bien le besoin de justice sociale que les poussées xénophobes, les mouvements *no-global* aussi bien que les revendication protectionnistes.

1. THEORIES DE LA LIBERALISATION DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX

La fin du système de Bretton Woods en 1971 représente l'éclatement d'un système monétaire international régulé, le début de la libéralisation des mouvements des capitaux et de la financiarisation de l'économie globale. Ce processus tend à transférer l'activité du secteur de l'économie réelle à celui de la finance, qui devient le secteur clé des économies contemporaines.

En général, depuis le début du capitalisme moderne au XIX^{e} siècle, la finance s'est développée a un rythme double en moyenne que l'économie réelle. Selon une étude de Haldane[1], par exemple, au Royaume-Uni, de 1856 à 2008 la finance a enregistré une croissance moyenne de 4,4 % alors que l'économie réelle progressait de 2,1 %:

> *« Over the past 160 years, growth in financial intermediation has outstripped whole economy growth by over 2 percentage points per year. Or*

[1] Haldane, Brennan, Madouros (2010), p.89.

put differently, growth in financial sector value added has been more than double that of the economy as a whole since 1850 »[2]

La même chose peut s'observer pour tous les pays développés. Cette croissance des transactions financières a été favorisée par la libéralisation du commerce et des mouvements des capitaux, notamment dans les dernières décennies, aussi bien dans les pays développés que dans les pays en développement. Cette croissance a été aussi favorisée par les nouvelles technologies dans la communication et l'informatique, par la facilité d'accéder à l'information et la puissance de calcul des nouveaux ordinateurs.

Les activités financières qui ont progressé plus rapidement dans les dernières décennies sont le crédit aux ménages et aux entreprises et la gestion des actifs, qui a bénéficié largement d'innovations, de complexité et de niveaux de risque croissants.

Le problème central de la finance est la médiation entre le besoin de liquidité des épargnants et la nécessité pour les investisseurs d'immobiliser du capital pour créer de la valeur. Il est donc impossible d'imaginer une économie développée sans un système financier complexe, la question essentielle semble plutôt être celle du niveau de financiarisation de l'économie et ses caractéristiques.

Le terme financiarisation[3] a été utilisé pour indiquer des phénomènes aussi divers que l'orientation vers la valeur actionnariale, la part croissante de la finance dans le PIB, la croissance excessive de la dette des ménages, mais aussi la croissance des mouvements internationaux des capitaux et des crises financières.

Une définition très générale voit la financiarisation comme « *le rôle croissant des motivations financières, des marchés financiers, des acteurs financiers et des institutions financières dans les opérations des économies interne et internationale* »[4]. Ainsi la financiarisation traduit l'augmentation de la part des activités financières dans le PIB à travers les revenus des agents financiers (banques, assurances, fonds d'investissement, *hedge funds*, etc.).

---

[2] ibid..
[3] Stockammer E. (2010), p. 2.
[4] Epstein (2005), p. 3 (traduit par le rédacteur)

Cette définition, très large et purement descriptive, ne dit rien quant aux causes et au développement de ce rôle croissant de la finance dans l'économie : elle ne dit rien sur la régulation de l'économie et de la finance, rien sur les logiques de l'accumulation du capital et sa circulation à l'intérieur de l'économie, ni sur les rapports avec le développement de la libéralisation des marchés financiers et la mondialisation, des phénomènes qui se sont produits parallèlement et ont eu quelques influences sur la financiarisation.

On ne peut que constater le large développement du secteur financier depuis les années 1980 et la domination que ce secteur exerce sur l'économie globale, et, notamment, ce qui est convenu d'appeler l'économie réelle, c'est-à-dire traditionnellement reliée à la production et la consommation. Or, ce que l'on peut affirmer avec certitude est que l'activité financière a augmenté bien plus rapidement que la croissance du PIB, tandis que le rapport entre les deux types d'activités demande une analyse plus approfondie[5].

La financiarisation a été rendue possible par toute une série de mesures de déréglementation du secteur financier, aussi bien que par la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux. Financiarisation, déréglementation, libéralisation et globalisation sont intiment liés : certaines de ces mesures étaient des réactions à l'activité croissante des agents financiers tentant de contourner la régulation des marché internes ou internationaux. Ces transformations de l'activité financière ont conduit à un nouveau paysage financier global, comprenant de nouvelles institutions comme les fonds monétaires ou les *hedge fund* ou le *shadow banking*, et aussi des innovations dans les instruments, les titres, la distribution du risque.

Selon les théories économiques classiques et néoclassiques, la libéralisation des mouvements de capitaux permet aux pays qui en ont besoin d'accéder aux capitaux accumulés dans les pays avec une épargne élevée. Les capitaux sont censés se déplacer librement vers les investissements les plus rentables et les plus efficaces, assurant la meilleure distribution possible par l'offre et la demande.

[5] Voir graphiques 1, 2 et 3 dans Stockhammer (2010), p. 15-17.

Les théories néoclassiques sur l'efficience des marché se fondent sur deux propositions orthodoxes, valables en finance et en macroéconomie : l'hypothèses d'efficience des marchés[6] et l'hypothèses des anticipations rationnelles[7]. La première postule que dans un marché efficient les prix des titres reflètent de manière exhaustive l'ensemble des informations disponibles, et que ces informations seraient disponibles à tous les agents. La seconde offre une base théorique à la première, car elle postule que les agents économiques opèrent sur la base d'anticipations rationnelles, qui, en tant que telles, ne peuvent pas ne pas se produire, à moins d'interventions extérieures, comme un choc exogène ou l'intervention malvenue du gouvernement. Ainsi, cette rationalité présupposée, une *hypothèse*, garantit aussi la stabilité financière, car la rationalité individuelle reste conforme aux lois de l'économie et vice-versa.

On a généralement nommé néolibéralisme cette tendance à la domination de la finance sur le capitalisme actuel. A. Orlean[8] parle de « *capitalisme patrimonial* » ou de « *régime d'accumulation financiarisé* », alors que F. Lordon parle de « *capitalisme de déréglementation à dominante financière* »[9], J. Sapir de « *capitalisme financiarisé* ».

La mutation économique, à partir des années 1970, va de pair avec une profonde mutation politique et idéologique, qui a envahi au fur et à mesure tous les partis de gouvernement, de droite comme de gauche, et tous les pays, industrialisés et en développement.

Une des spécificités du néolibéralisme est qu'il se fonde sur une doctrine monétaire pour laquelle l'inflation représente le mal absolu, à combattre à n'importe quel prix. La politique monétaire peut et doit contrôler la masse monétaire qui est la cause principale, si ce n'est unique, de l'inflation. En même temps, la modération salariale et la flexibilité du travail devaient empêcher toute pression inflationniste, en sortant définitivement de la logique fordiste qui avait prévalu dans l'après-guerre. La lutte contre l'inflation a finalement généré une idéologie néolibérale globalement engagée à préserver le pouvoir de la finance au dessus de la production, de la politique, de l'Etat.

---

[6] Cf. Fama E. (1970).
[7] Turner A. (2017), ch. 2, p.69-85
[8] Orléan (2013), note 5, p. 10
[9] Cité par Orléan (2013)

En fait, une politique résolument anti-inflationniste, couplée à un marché du travail très concurrentiel, dans un environnement de libre échange international, étaient aussi les caractères du modèle libéral de la fin du XIX^{e} et du début du XX^{e} siècle. Dans les deux cas, aujourd'hui et il y a plus d'un siècle, l'idéologie qui sous-tend le marché se fonde sur la foi dans un marché qui s'autorégule, selon une interprétation particulière de la doctrine de la '*main invisible*' de A. Smith. La concurrence serait le fondement de l'égalité, de la justice sociale et de la prospérité du plus grand nombre. Le libéralisme classique se développe aussi dans un système monétaire fondé sur l'étalon-or, qui assure la stabilité financière, mais provoque aussi un environnement globalement déflationniste, favorable à la finance et aux propriétaires des moyens de production.

Le néolibéralisme reproduit cette exigence de stabilité monétaire à travers la norme de l'indépendance des banques centrales, auxquelles est confié le mandat de la lutte contre l'inflation. Un troisième point de contact entre le libéralisme et le néolibéralisme est la foi (une conviction inébranlable) dans les vertus de la libre concurrence, du *laissez-faire* comme politique laissant la libre concurrence jouer un rôle régulateur à l'intérieur des Etats comme dans le commerce international en tant que libre échange. Mais cette politique du *laissez-faire* n'a été, en effet, qu'une posture idéologique, comme l'a analysé aussi K. Polanyi :

> *« le laissez-faire n'avait rien de naturel ; les marchés libres n'auraient jamais vu le jour si on avait simplement laissé les choses à elles-mêmes. De même que les manufactures de coton, la principale industrie du libre-échange, avaient été créées avec l'aide de tarifs protectionnistes, de primes à l'exportation et d'aide indirecte aux salariés, le laissez-faire lui-même a été imposé par l'Etat. »*[10]

Le *laissez-faire* et le libre échange demandent une constante intervention de l'Etat pour pouvoir s'établir, et ensuite pour fonctionner :

> *« Le libre échange et la concurrence, pour pouvoir fonctionner, ont eux-mêmes exigé l'intervention…, le comportement des libéraux eux-mêmes a prouvé que le maintien...d'un marché autorégulateur…, loin d'exclure l'intervention, a en fait exigé ce type d'action et que le libéraux ont eux-mêmes fait régulièrement appel à l'action coercitive de la part de l'Etat »*[11]

[10] K. Polanyi (1983/2009), p. 189, cité par Orléan (2013)
[11] Polanyi (1983/2009), p. 201-202.

Libéralisme et néolibéralisme ont donc en commun ces trois éléments : stabilité monétaire, flexibilité du travail et idéologie de la concurrence. Ce qui change profondément entre les deux idéologies[12]est l'émergence du capital financier, la prédominance du marché des actions dans un espace économique globalement intégré par la libéralisation des mouvements de capitaux. Ce qui est spécifique au néolibéralisme est que les marchés boursiers y exercent un rôle prédominant de référence dans la détermination de la valeur du capital et dans sa gestion, mais c'est surtout la libéralisation des mouvement internationaux de capitaux qui définit la capacité du capital d'arbitrer les destins des économies nationales.

L'Etat national se trouve alors limité dans sa souveraineté : en se soumettant au pouvoir des marchés financiers, il doit abandonner la politique monétaire au profit des banques centrales indépendantes, censées être capable de gérer la quantité de monnaie sans la pression des exigences politiques. Le pouvoir régalien de battre monnaie doit céder le pas à une autorité indépendante, la banque centrale, capable de gérer l'économie en modulant la quantité de monnaie en circulation[13]. La monnaie dans ce cas devient une composante *exogène* à l'économie, elle est émise et contrôlée par la politique monétaire de la banque centrale, celle-ci devenant alors l'interlocuteur privilégié des marchés financiers.

L'Etat est donc désarmé face à la puissance d'un marché supranational des capitaux capable d'échapper à toute contrainte et d'imposer ces exigences de gestion et valorisation du capital. Les mouvements de capitaux génèrent une forme de gestion globale qu'il est convenu d'appeler *gouvernance* qui s'impose sur la puissance étatique par sa capacité à délocaliser selon ses propres exigences en termes de ROE (*return on equity*).

Sur la base de la théorie de l'efficience des marchés dans l'allocation des ressources, et notamment du capital, à partir des années 1970, la financiarisation de l'économie devient le fondement de l'innovation financière censée produire une plus grandes stabilité : la spéculation elle-même est considérée stabilisatrice des marchés

[12] Nous utilisons ce terme car les fondements économiques théoriques de ces doctrines restent assez discutables.

[13] Par exemple : Milton Friedman (1992) et l'Ecole de Chicago.

financiers, par la vertu de l'allocation efficace. La convergence des intérêts et des convictions peut empêcher d'analyser la réalité et de tirer les leçons de l'expérience, comme l'observe A. Orléan :

> *« la recherche du profit est ce qui a motivé les milieux financiers, mais sans la croyance dans l'efficience des marchés elle n'eut pas suffi à produire des transformations si massives… Il a fallu la convergence des intérêts et des convictions pour que de telles forces soient libérées, suffisamment sures d'elles-mêmes pour investir sans mesure dans des produits jusqu'alors inconnus, comme les titres* subprimes *ou les CDS. La puissance de cette conviction partagée se mesure également à l'aveuglement des économistes : à leurs yeux la dérégulation, parce qu'elle laissait libre la concurrence financière, rendait impossible le retour des crises. Ils étaient sûrs d'avoir construit une finance parfaitement efficace. On comprend le choc qu'a été la crise de 2008...On se trouve aujourd'hui dans cette situation paradoxale où peu d'économistes continuent à défendre l'efficience des marchés financiers, mais sans que cet échec conduise à remettre en cause leur existence... »*[14]

Pour Aglietta[15] la caractéristique de l'actuelle forme de financiarisation de l'économie, à partir des années 1980, est l'accumulation de la valeur des actions comme principe guide du fonctionnement des entreprises (*corporates)*[16], aussi bien que la croissance du secteur des dérivés et de la sécurisation. L'évolution de la financiarisation est allée de pair avec la libéralisation financière et la déréglementation des institutions financières, avec des conséquences externes et internes, comme, par exemple, la réduction et/ou l'abolition des contrôles des capitaux, et la dérégulation des contrôles sur les taux d'intérêts et l'allocation du crédit. Or, cette évolution rend la différence entre la dette externe et intérieure d'un pays peu pertinente, dans la mesure où la libéralisation des mouvements des capitaux a déterminé un flux global de capitaux important à l'échelle mondiale.

Les capitaux libéralisés au lieu de fournir la liquidité nécessaire au fonctionnement correct de l'économie, finissent par développer une activité prédatrice sur l'économie réelle. Ce détournement a abouti à l'émergence d'un modèle de capitalisme, *le capitalisme financiarisé*, ou néolibéralisme, qui se caractérise par une trappe à spéculation induite par la finance déréglementée qui capture les profits et les

[14] Orléan A. (2013), p. 20.
[15] Aglietta (2000) p. 149.
[16] Sawyer (2015) : les graphiques dans pp. 50-54 montrent l'augmentation de l'importance du secteur financier.

éloigne des investissements productifs[17]. Le processus de financiarisation de l'économie a été accompagné par les tendances à la mondialisation, au néolibéralisme, à la déréglementation et à une inégalité de revenus croissante entre les pays, mais aussi à l'intérieur de chaque pays. La mondialisation concerne en fait le secteur productif et le secteur financier, en plus du commerce international ; le néolibéralisme transforme en marchés des secteurs qui n'y appartenaient pas avant, par la privatisation et la déréglementation ; l'inégalité en résulte de la distribution des flux de capitaux, de leur mobilité, et du fait que la taille de ces capitaux mobiles peut facilement déséquilibrer la distribution de la richesse d'un pays, de ses réserves, des investissements en capital fixe.

L'efficience des marchés est en fait fondée sur des modèles néoclassiques impliquant une économie à l'équilibre, avec plein emploi, information parfaite des marchés et leur pleine rationalité. Il s'agit de positions rien moins que théoriques, bien loin des réalités des pays développés aussi que des pays émergents. De ce point de vue, toute instabilité se manifestant dans le marché libéralisé des capitaux ne pouvait que venir des imperfections de ce marché. Il fallait donc améliorer la qualité de l'information tout en approfondissant la libéralisation, en plus il fallait ajouter une vague « *bonne gouvernance* », non définie[18]. D'ailleurs, on peut se demander si la bonne gouvernance est une cause ou une conséquence de la correcte gestion des flux de capitaux et de la capacité d'absorber les chocs exogènes. On pourrait remarquer que, si les pays scandinaves sont généralement considérés comme « *pays bien gouvernés* », cela ne les a pas empêchés de subir des sévères crises financières. En tout cas le mot même de « *gouvernance* » induit en erreur, du fait que la seule bonne gouvernance implicite dans le modèle libéral est celle des marchés, qui sont en leur essence non centralisés, donc non gouvernés, on ne voit pas donc qui ou quoi pourrait incarner cette « *bonne gouvernance* ». [19]

Les critiques classiques de la libéralisation et de la financiarisation tiennent surtout au problème de l'asymétrie de l'informations entre les différents acteurs du marché : ces asymétries empêcheraient l'allocation efficace des capitaux,

[17] Sapir J. (2013)
[18] Stiglitz J. (2004) p. 60, en réponse et en polémique avec Prasad et al. (2003).
[19] Idem, p.60

provoqueraient l'aléa moral et les comportements grégaires. Il s'agirait de corriger des imperfections somme toute bénignes, pour permettre aux marchés de fonctionner correctement, en évitant les distorsions créées par l'intervention publique dans l'économie.

D'autres critiques mettent en question la pertinence de la théorie de l'efficacité des marchés et prônent des politiques de réglementation et surveillance au niveau national et international ainsi que des politiques macroéconomiques actives.

Dans un système financier traditionnel, le système bancaire est réglementé et garanti par la puissance publique, alors que dans un système financiarisé l'allocation de capitaux se fait sur la base du marché, de l'offre et de la demande. La multiplication des institutions financières, l'accroissement des marchés des capitaux, notamment les marchés secondaires, la mobilité internationale des capitaux, rendent difficile toute réglementation et impossibles les systèmes de garanties publiques[20].

Ainsi, ce contrôle par les marchés dégénère souvent en pure opération spéculative, surtout dans les périodes d'euphorie boursière, mais la finance est et reste un intermédiaire nécessaire dans l'économie. Son efficacité devrait être mesurée à sa relation avec la croissance à brève ou longue échéance. En fait, la spéculation elle-même n'est pas qu'un pari sur la valeur future d'un actif, elle a aussi une fonction économique : dans un système régulé, le secteur bancaire ne peut pas assumer de risques importants sur les dépôts ou les crédits, par contre d'autres opérateurs financiers, travaillant avec un public disposé à prendre des risques, peuvent utiliser des capitaux autrement inutilisés. Pour le développement d'une économie, il ne suffit pas la capacité d'innover et une formation de qualité, il faut aussi une finance capable de soutenir de nouveaux projets, forcement risqués.

Les relations entre la finance et la croissance économique ont fait l'objet de nombreuse études avec des résultats très différents, mais il semble acquis qu'un secteur financier trop développé ou bien en expansion trop rapide par rapport au PIB implique un excès de volatilité et un risque important pour l'économie, le problème semble surtout d'identifier les causes de cette hypertrophie et le seuil de tolérance d'un système économique particulier.

[20] Aglietta M. (1999), p. 58.

1.1. Mouvements de capitaux et crises financières

Dans les trente dernières années, le processus de financiarisation de l'économie s'est accompagné d'une déréglementation du secteur fondée sur la conviction que cela aurait stimulé la croissance économique. Mais dans la même période le nombre et la gravité des crises financières et bancaires a nettement augmenté, par rapport à la période précédente, celle des trente glorieuses, de la répression financière et du contrôle des capitaux[21]. Le livre de C. Reinhart et K. Rogoff « *Cette fois c'est différent : huit siècles de folie financière* »[22] analyse 153 crises bancaires survenues entre 1980 et 2010, alors qu'il n'en a eu que 2 entre 1945 et 1970, puis 9 entre 1970 et 1980. C'est justement depuis 1980 que la finance a pris une très grande importance par rapport à l'économie réelle : son poids dans le PIB a augmenté, les salaires du secteur aussi, et l'innovation s'est accélérée et répandue. Si une partie de la croissance du secteur est sûrement due à l'économie réelle, qui fait de plus en plus recours au crédit, la hausse la plus importante concerne l'activité *entre* les institutions financières elles-mêmes. Et ces surcroit d'activité concerne essentiellement les innovations financières, comme la titrisation, le crédit structuré et les produits dérivés, qui échappent largement à toute réglementation.

La fréquence et la profondeur des crises financières, notamment les crises bancaires, s'est accru selon un étude du Conseil d'Analyse Economique de 2004[23], depuis la fin du système de Bretton Woods , qui prévoyait un régime international de change fixe et le contrôle des mouvements de capitaux. La libéralisation financière semble être corrélée à l'augmentation de la fréquence des crises financières à travers le caractère fortement pro-cyclique des mouvements de capitaux internationaux[24]. Même la Banque des Règlements Internationaux (BRI), instance de contrôle de la stabilité financière internationale, reconnaît, dans un rapport de 2003[25] que la

[21] M. Sawyer (2015)
[22] Reinhart, Rogoff (2010)
[23] Boyer et al. (2004) p.20
[24] Boyer et al. (2004) p.129-130
[25] BRI, (2003), p.104, cité par Boyer et al., (2004)p. 189

libéralisation financière peut avoir des importants effets déstabilisateurs, alors que le contrôle des capitaux peut être souhaitable dans certains cas.

L'étude du Conseil d'Analyse Economique, en 2004, bien avant la crise financière et ses remises en question, promeut une « *limitation sélective de la mobilité internationale des capitaux* »[26]. Au delà de la distinction générale entre les capitaux investis à long terme et les investissements directs, le rapport reconnaît que les effets de la libéralisation sur la croissance économique ne sont pas clairement positifs dans les études empiriques, ou ils pourraient l'être seulement pour les pays qui ont déjà atteint un certain degré de développement[27]. Une libéralisation graduelle et contrôlée serait souhaitable, compte tenu des risques pour la stabilité financière d'une ouverture soudaine et totale du marché des capitaux. Le marché des capitaux n'a pas les mêmes caractéristiques que le marché des biens et services, car il est bien plus pro-cyclique et sensible aux mouvements d'euphorie et de panique. De plus, sa déstabilisation a des effets très grave sur l'économie et sur le développement d'un pays.

La libéralisation des mouvements internationaux de capitaux fragilise le système bancaire en introduisant des incitations aux prises de risque par la spéculation, dans la mesure où les instruments financiers sont des biens particuliers dont on ne connaît pas la valeurs (le prix) d'avance ou à l'usage, mais cette valeur dépend de l'appréciation du marché sur un flux de revenus *futurs* éventuels, ce qui rend l'appréciation particulièrement aléatoire et donc risquée[28].

La globalisation financière crée une interdépendance entre les économies qui peut être source de crise par le fait qu'au niveau international n'existent pas les institutions nationales de contrôle et d'intervention[29]. La réglementation bancaire, les couvertures macro-prudentielles, les chambres de compensation, le prêteur de dernier ressort, restent des institutions nationales, et, s'il a été envisagé que le FMI puisse évoluer vers une institution monétaire supranationale, il en est bien loin, et rien n'indique qu'il pourrait éventuellement jouer le rôle de prêteur de dernier ressort.

---

[26] Boyer et al. (2004), p. 189

[27] Cette position donne lieu à toute sorte d'études empiriques visant à rechercher le « seuil » à partir duquel la libéralisation pourrait être positive, ou, au contraire, le contrôle des capitaux serait plus efficace, cf Karroubi et Cecchetti (2012)

[28] Boyer et al. (2004), p.46

[29] Boyer at al (2004), p.101

1.2. Les théories sur les causes et les conséquences des crises financières

Après la crise de 1929, les économistes ont dû affronter le problème de l'instabilité économique et financière, qui pouvait atteindre un pays sans qu'aucun signal d'alarme (ou, du moins signal audible) se soit déclenché. Les auteurs qui ont réussi à mieux analyser et expliquer les causes et les conséquences de cette crise qui a profondément marqué toute une génération d'économiste et de politiques, sont I. Fisher, J.M.Keynes, et H. Minsky[30]. Ce dernier notamment reprend et réélabore les analyses de ses prédécesseurs dans l' « *hypothèse de l'instabilité financière* »[31].

Selon son analyse l'instabilité des marchés financiers est endogène, et c'est à partir d'une situation stable que le comportement des acteurs économiques et, surtout, financiers, génère une instabilité croissante portée par l'endettement et la spéculation. Ainsi, le système financier passe alternativement par des phases de stabilité et d'instabilité, d'expansion et de récession.

En suivant Keynes, Minsky considère que l'instabilité financière prend origine dans le comportement mimétique des agents : face à l'incertitude des investissements et des anticipations sur les gains futurs, les opérateurs ont tendance à se fier plutôt aux prix et aux évaluations du marché qu'à la valeur *fondamentale*[32] des entreprises objet des investissement. Keynes[33] parlait des « *esprits animaux* », en essayant d'expliquer des comportements purement subjectifs, et souvent irrationnels. Les anticipations de profits des agents investisseurs peuvent devenir trop optimistes dans des périodes de hausse des valeurs de marché, si bien que ces « *esprits animaux* » s'influencent collectivement et amplifient les tendances à la hausse créant les bulles financières.

[30] Desmedt, Piegay Sinapi (2009)
[31] Minsky H.P. (2008)
[32] qui se réfère au performances de l'entreprise et à ses résultats intrinsèques.
[33] Keynes (1939/2005), p. ch.12, V, p. 171.

Minsky analyse ces comportements et y décèle une rationalité certes mimétique, mais fondée sur une typologie d'investisseurs en rapport avec leur aptitude au risque des investissements.

Cette typologie, bien connue, distingue trois type d'investisseurs selon leur source de financement et le rendement attendu :

1) le financement couvert, prudent, où le rendement de l'investissement doit couvrir les dépense de capital et d'intérêt ;

2) le financement spéculatif, où le rendement attendu ne couvre que les intérêts, alors que le remboursement est repoussé ;

3) le financement Ponzi[34], où le revenu attendu ne couvre plus même pas les charges d'intérêts.

Les deux derniers modes de financement sont possibles parce que les profits attendus dépendent de la prévision d'une montée constante du prix de la valeur en objet. Les prévisions de profits trop optimistes poussent alors les opérateurs à s'endetter excessivement et à mettre en danger l'ensemble de la structure financière quand ce comportement spéculatif se généralise.

Il s'agit d'un phénomène éminemment financier, lié à la perception subjective et à la contagion mimétique, connu et étudié depuis au moins la crise des tulipes en Hollande au XVII^{e} siècle. Face à un marché dont les prix montent constamment, les opérateurs commencent à croire qu'il va continuer de monter, jusqu'à la création d'une bulle financière, destinée à éclater inévitablement. Le marché boursier est l'exemple évident de ce type de situation : en finance spéculative, ce n'est pas la valeur des dividendes attendus qui compte, ni encore moins la valeur fondamentale de l'entreprise, mais la valeur de l'action sur le marché boursier.

Or, l'hypothèse de Minsky est que les trois typologies d'investissement, généralement présentes en même temps à chaque moment, décrivent aussi trois moments d'une évolution endogène de l'économie capitaliste. Une économie peut éventuellement passer d'une situation où la plupart des opérateurs financiers ont une position couverte, un financement prudent du premier type, puis évoluer vers une situation où les positions spéculatives et Ponzi dominent parmi les investisseurs.

[34] du nom d'un escroc des années 1920 qui utilisa massivement ce système de financement pyramidal.

L'économie est alors fragilisée par cette croissante dépendance à la dette et des investissements de plus en plus risqués.

Pour Minsky cette évolution est inhérente à la société capitaliste, due à la recherche du profit et à de nouvelles occasions de profit, donc des innovations. Il ne s'agit pas d'une pathologie occasionnelle, mais bien d'une fragilité inhérente à toute société capitaliste, qui tend à passer d'une période de prospérité à des phases d'emballement puis au retournement du cycle dans la récession : c'est la stabilité d'une période de croissance modérée qui *engendre* l'instabilité par le besoin d'une plus grande rentabilité.

Les raisons de cet emballement, de cette euphorie des marchés, peuvent être multiples, mais souvent, comme l'analysait déjà Fisher[35], elles résident dans une innovation technologique, ou, en tout cas, dans des nouvelles occasions d'investir sur un produit nouveau, ou par un nouvel instrument de dette[36].

En tout cas, quelle que soit l'origine de l'emballement de la valeur des actifs, il faut en même temps que le crédit soit disponible facilement pour qu'une situation de surendettement généralisé s'installe. Il faut donc que le système de régulation du crédit se soit en même temps affaibli et qu'il permette la disponibilité de crédit facile. Mais cette disponibilité est généralement aussi bien la cause que la conséquence, en effet, un phénomène contemporain, d'une période d'euphorie boursière. La simple régulation du crédit par le taux d'intérêt ne fonctionne pas pour réguler la pression à la hausse des prix des actifs en phase d'expansion accélérée de l'économie, car le taux d'intérêt baisse quand l'offre de capitaux est importante. Il faudrait alors une règlementation financière plus stricte de la part des autorités monétaires, ce qui est justement le problème, dans un environnement de complète libéralisation des mouvements de capitaux.

Les conséquences d'une euphorie financière peuvent être très grave : le mouvement de hausse des prix a forcément une fin, car l'optimisme sur les rendements futurs peut s'écrouler à partir d'un simple doute qui se propagerait, par le même mécanisme de mimétisme, dans les marchés financiers.

[35] Fisher I. (1933/1988)
[36] Galbraith J.K. (1991).

Le mécanisme de retournement du marché est décrit par nos auteurs de manière différente, dépendante des causes déjà analysées. Pour Keynes, le retournement de la tendance est lié aux changements des « *esprits animaux* », quand la désillusion remplace l'optimisme, car

> *« …il est conforme à la nature que les cours baissent d'un mouvement soudain et même catastrophique quand la désillusion s'abat sur un marché surévalué et trop optimiste »*[37]

L'analyse de Fisher est plus approfondie, et basée sur la nécessité de désendettement des opérateurs au moment où ils réalisent que les perspectives de profit ne couvrent plus leur endettement. Cela déclenche un mouvement de vente généralisé, qui fait baisser le prix des actifs mettant en difficultés les opérateurs de finance spéculative d'abord, puis les autres ensuite, parce que la baisse de valeurs des actifs s'amplifie et les garanties sur la dette ne suffisent plus. Ainsi, ce n'est plus seulement la finance qui est frappé par la crise de la dette, mais toute l'économie, car les entreprises aussi luttent entre la recherche de liquidités et la baisse des prix des actifs.

La volonté de désendettement généralisé crée une crise de liquidité et ensuite une crise de solvabilité, on assiste alors à l'installation de la spirale de la « *debt deflation* », la déflation par la dette, où le besoin de désendettement provoque une baisse des prix telle que le rapport entre la dette globale et la dette remboursée augmente :

> *« …la déflation causée par la dette, réagit sur la dette (…) Si le surendettement d'où on est parti était suffisamment grand, la liquidation des dettes ne peut pas suivre le rythme de la chute des prix qu'elle entraine. Dans ce cas, la liquidation est la cause de son propre échec (…) Ainsi, c'est l'effort même des individus pour diminuer le fardeau des dettes qui l'augmente (…) plus les débiteurs remboursent, plus ils doivent… »*[38]

Minsky met plutôt l'accent sur le taux d'intérêt dans le mécanisme de retournement du cycle et de propagation d'une récession. Dans un environnement de dettes excessive les taux d'intérêts commenceront à augmenter et mettre en difficulté

[37] cité par Desmedt, Piegay, Sinapi,(2009), p. 13
[38] ibid.., p. 13

les opérateurs en finance Ponzi, puis en finance spéculative, et ensuite l'économie en entier. Le mécanisme analysé est, comme chez Fisher, de nature endogène : il est une conséquence quelques part inévitable, du fonctionnement du marché. Il n'y a pas besoin de chocs exogènes, sans que ceux-ci soient exclus pour autant. En présence d'un endettement excessif, la perception du risque de crédit augmente alors que la demande pour investissements reste importante, les taux d'intérêt sont inéluctablement poussés à la hausse, ce qui éclanche le retournement du cycle.

Etant donné que les profit des la finance Ponzi sont par définition incapables de rembourser les intérêts de la dette, et repoussent ce remboursement à des temps meilleurs, la hausse des taux d'intérêt augmente l'endettement des agents, et épuise les fonds propres, c'est à dire que ces opérateurs seront en faillite. En même temps, les agents en finance spéculative, pour les mêmes raisons se transforment en unités Ponzi et subissent le même sort.

La finance n'étant pas isolée dans l'environnement économique, la faillite des opérateurs financiers se transmet aux unités économiques, pour lesquelles les flux de liquidité se tarissent, financements et remboursements deviennent de plus en plus difficiles jusqu'à la faillite, éventuellement.

Le mécanisme de la *debt deflation* décrit par Fisher, puis repris par Minsky, abouti à une dépression durable, du fait d'un effet cumulatif[39] : la baisse des prix continue, ils s'effondrent, alors que de plus en plus d'opérateurs financiers et économiques sont frappés.

Dans un article de 2012, Berkes, Panizza et Arcand[40] arrivent à la conclusion que quand le crédit alloué au secteur *privé* dépasse un certain seuil, il commence à avoir des effets dépressifs sur l'économie : la dette privée est un facteur qui amplifie les chocs financiers. Les effets de long période dépendent de deux éléments : la croissante instabilité du système et les distorsions dans l'allocation des ressources.

[39] ibid.., p. 15-16 : le mécanisme de propagation de la crise est décrit différemment par Fisher et Minsky, mais le résultats reste le même. Desmedt, Piegay et Sinapi (2009) disent *« cet enchainement est inéluctable : cycle ascendant, accroissement de la fragilité financière, hausse des taux d'intérêt, chute des prix des actifs de capital, crise de* cumulative debt deflation*… »*

[40] Arcand, Berkes, Panizza (2012)

Le présupposé que un secteur financier très large est toujours un signe de bonne santé de l'économie et stimule la croissance, s'est révélé en effet largement faux, surtout depuis la crise *Lehman Brothers*, où la faillite d'une seule grande banque a généré des pertes supérieures de plus du double que tous les defaults souverains entre 1998 et 2006. Un secteur financier large et libéralisé semble avoir un effet négatif sur la croissance, tandis que, dans les pays qui ont un secteur financier plus petit la corrélation entre la finance et la croissance se présente positive. Selon l'article cité de Arcand et al., ces auteurs estiment le seuil autour de 100 % du PIB, et suggèrent la nécessité d'une réglementation plus stricte du secteur, visant notamment la réduction de la taille et la réallocation des ressources à l'investissement productif.

Selon les auteurs cités, il semble y avoir une contradiction entre la littérature scientifique, qui trouve un effet positif de la finance sur le développement, et la littérature qui montre que la croissance du crédit est un indicateur avancé des crises financières. Cette contradiction pourrait s'expliquer par l'existence d'un seuil, calculé empiriquement par un modèle à deux variables, qui met en relief une discontinuité entre une relation négative sur le court terme, et une relation positive sur le long terme.

Pour quantifier l'importance du secteur financier, les auteurs utilisent le rapport entre le crédit au secteur privé et le PIB, comprenant le secteur bancaire et les institutions financières. Jusqu'à la fin des années 1990, le crédit total au secteur privé correspondait en gros avec le crédit bancaire. Mais au tournant du millénaire les deux mesures se séparent nettement, notamment aux Etats-Unis, où la mise en place du *shadow banking system* a conduit à une situation où le crédit total est environs quatre fois supérieur au crédit bancaire traditionnel. Dans leur modèle, les auteurs trouvent une forte hétérogénéité dans l'impact du secteur financier sur la croissance : il s'agit d'une relation en forme de U, où la finance a un rôle positif jusqu'à un seuil où son influence devient négative et soustrait des ressources à l'économie.

L'excès dans le secteur financier à partir du seuil de 80-100 % de crédit total, pourrait s'expliquer par une plus grande volatilité macroéconomique qui augmenterait les probabilités de crise financière, mais aussi par l'absence, d'une structure de la réglementation efficace et appropriée. Il faut aussi considérer l'utilisation qui est faite du crédit alloué : si ce crédit est investi dans le secteur productif, la croissance sera

supérieure que s'il est utilisé dans la consommation des ménages ou dans des investissements de portefeuille.

1.3. La crise financière de 2007-2008

La crise financière commencée en 2007-2008, souvent appelée aussi crise des *subprimes*, est le résultat d'une série de choix économiques et politiques faits dans les derniers décennies, choix qui ont abouti à la mise en place d'un système financier de plus en plus déconnecté de l'économie réelle. En même temps, en raison de la globalisation financière, les flux financiers mondiaux ont fortement augmenté, passant de moins de 5% du PIB mondial pendant les décennies 1980 et 1990 à environs 20% en 2007[41], l'année du début de la crise.

La déréglementation du secteur financier a commencé dès les années 1970, et son dernier acte a été l'abolition du *Glass-Steagall Act* en 1999 par l'administration Clinton. Cette loi avait été introduite en 1931 pour protéger les activités commerciales des banques des activités spéculatives, en séparant les banques commerciales des banques d'investissement. La déréglementation répond à un besoin du secteur bancaire et financier en général, d'augmenter la rentabilité et favoriser la concurrence, à travers des restructurations et des fusions-aquisitions (*mergers and acquisitions*, M&A). La règlementation était considérée comme « répressive », et on y opposait l'autorégulation des acteurs et l'évaluation par le marché.

Avant tout, face à chaque crise survenue, le secteur financier réclamait l'abolition de quelques réglementations censées empêcher le fonctionnement efficace des marchés. Ainsi, on arrive à un secteur financier complètement dérégulé et à la complète ouverture des marché financiers en 1999. A côté des banques, surgissent aussi toute sorte d'établissements financiers non soumis à réglementation bancaire, et aussi toute une série d'innovations financières très rapides : titrisation, véhicules hors

[41] Esposito M.C. (2013), ch. 6

bilan, instruments de couverture des risques etc. Les banques elles-mêmes, pour contourner la réglementation prudentielle, développent un secteur parallèle et opaque, le *shadow banking*, qui leur permet de prendre des risques démesurés, mais aussi d'engranger d'énormes profits.

Un autre facteur important de la crise a été l'excès de liquidité, à cause des taux d'intérêt trop bas pour une période trop longue sur le marché des capitaux des Etats-Unis, et qui a entraîné les marchés internationaux. Cette décision avait été prise par la *Federal Reserve* suite à la crise de 2001, due à l'explosion de la bulle sur les valeurs technologiques. L'excès de liquidité a favorisé une bulle sur le secteur immobilier, un endettement excessif des ménages comme des entreprises, et fragilisé les bilans des banques. Le problème réside aussi dans le fait que les capitaux affluaient aux Etats-Unis des pays étrangers, c'est-à-dire qu'ils accumulaient des déficits des comptes courants. Ce problème se présente parce que les mouvements de capitaux sont complètement libéralisés, et ces capitaux n'ont pas afflué vers les pays qui en avaient le plus besoin, avec des taux d'intérêt plus élevés, comme le voudrait la théorie, mais vers les Etats-Unis, qui sont le pays le plus développé, avec les taux d'intérêt les plus bas avant la crise : ils ont afflué vers le pays qui faisait espérer les rendements plus importants, surtout boursiers et spéculatifs.

Comme l'expliquent Arcand, Berkes et Panizza en 2012[42], quand le PIB croit sensiblement moins que le secteur financier, ses effets sur la croissance deviennent négatifs. Ils estiment à 110 % du PIB le seuil au-delà duquel les pays avancés commencent à souffrir d'un excès du secteur financier.

La liquidité excessive a aussi été la cause de l'endettement d'une partie de la population qui n'aurait pas du avoir accès au crédit, notamment immobilier, et de la pratique de la titrisation de la dette de la part des institutions financières. Titrisation et crédit *subprime* sont liés parce que ces crédits, donnés sans garantie de remboursement, ne gravaient pas sur le bilan des banques grâce à la titrisation, qui les transforme en paquets de titres négociables revendus à d'autres investisseurs. Les banques donc ne prenaient pas de risques de crédit, encaissaient les commissions et augmentaient la liquidité. Le risque était transféré aux autres investisseurs et dilués

[42] Arcand, Berkes, Panizza (2012)

dans un grand nombres de titres de diverses combinaisons, souvent peu transparentes : CDO, ABS et autres dérivés de crédits, comme les CDS.

L'évaluation du risque par les agences de rating a été plutôt bienveillante, aussi bien à cause de l'opacité des produits qu'à cause de l'inexpérience sur ces nouveaux produits : on supposait que la diffusion du risque aurait limité les dégâts en cas de non remboursement des crédits sous-jacents. Il faut aussi considérer le conflit d'intérêt provenant du fait que les agences de rating sont rémunérées par les sociétés qu'elles doivent évaluer.

Le système se tenait, jusqu'à la crise, sur l'augmentation régulière du prix de l'immobilier qui représentait le gros des garanties des crédits, et sur les taux d'intérêt très bas. Quand les taux d'intérêt ont commencé à monter, à partir de 2005, la valeur de l'immobilier sur le marché étasunien a commencé à s'effondrer, puisque beaucoup de crédits étaient à taux variable. Cela a déclenché une vague d'insolvabilité, d'abord sur le marché immobilier, ensuite sur les marchés financiers qui détenaient des titres opaques, dont personne ne connaissait vraiment la composition. De là, la crise s'est diffusée à travers les marchés des capitaux mondialisés, où on ne savait plus quantifier la valeur des titres.

Les cycles décrits par la théorie de l'instabilité financière de Minsky apparaissent clairement dans le développement financier et économique de ce début de XXI^{e} siècle. L'endettement et la prise de risque excessifs augmentent la fragilité du système, avant tout dans le secteur immobilier, avec les crédits *subprime*, mais aussi dans tout les autres secteurs, car l'optimisme et la confiance se répandent avec des taux d'intérêt très bas. Les nouveaux produits financiers structurés et la titrisation sont censés permettre de gérer le risque de faillite : innovation et prise de risque rendent inopérants les mécanismes de régulation national et international, si bien que des bulles d'actifs se forment sur les marchés financiers. Entre 2004 et 2006, la *Federal Reserve* remonte très progressivement ses taux d'intérêt, en essayant de stabiliser la croissance de l'endettement sans pénaliser l'économie, mais les crédits octroyés sans couverture et à taux variable ne peuvent plus être remboursés. Le retournement du cycle commence en 2006, se manifeste clairement en 2007 par une crise boursière, puis en 2008 par une crise bancaire.

Les difficultés des institutions financières et le manque de confiance réciproque bloquent le marché interbancaire, surtout à partir de la faillite soudaine de *Lehman Brothers* en septembre 2008 : les banques ne se prêtent plus entre elles craignant la faillite de l'emprunteur. Ce blocage ne se limite plus aux banques américaines, mais investit la finance globale et provoque l'insolvabilité d'instituts financiers qui avaient acquis trop des titres maintenant considérés toxiques. La crise de liquidité empêche aussi la distribution de prêts à l'économie réelle, et restreint ainsi les possibilités d'investissement, de consommation, de production et d'emploi.

Les banques centrales interviennent rapidement en baissant largement les taux d'intérêt, pour fournir liquidité et stabiliser les marchés, surtout aux Etats-Unis, où la réaction de la banque centrale et du gouvernement fédéral est forte et rapide : des interventions de soutien et de sauvetage des institutions financières sont mise en place par des énormes injections de liquidité dès l'automne 2008.

Les effets de la crise financière commencée en 2007 par la faillite de sociétés de financement immobilier, puis de banques plus ou moins systémiques, se répandent à l'économie réelle à partir de la fin de 2008 et surtout en 2009 : baisse de la production industrielle, des exportations, du commerce international, de l'occupation, de l'inflation. Les canaux de transmission de la crise de la finance à l'économie réelle sont deux : l'écroulement de la confiance des ménages et des entreprises, et le *credit crunch,* l'effondrement du crédit.

Mais la conséquence peut-être plus inattendue de la crise financière de 2008 est la baisse importante du commerce et des mouvements de capitaux à l'échelle mondiale.

Dans une étude de 2016, Bussières, Schmidt et Valla[43] analysent les flux de capitaux internationaux entre 2012 et 2014, c'est-à-dire après la crise de 2008, et la période précédente entre 2005 et 2007. Avec un échantillon de 40 pays avancés et émergents, les auteurs constatent que les flux de capitaux bruts ont baissé pendant la crise et sont resté plus bas d'environs 10-15 % par rapport à la période précédente la crise. Cette baisse a été relativement plus importante dans les pays avancés et

[43] Bussières, Schmidt et Valla (2016)

notamment en Europe, et elle concerne particulièrement les capitaux enregistrés comme « autres investissements » du compte capital, principalement crédits bancaires.

Les mêmes résultats, mais avec une chute encore plus importante des flux de capitaux résultent d'une analyse de la BCE[44] qui compare la période 2005-06 avant crise et la période 2013-2014, post crise. Cette analyse trouve une baisse de 50 % du flux de capitaux entre les deux périodes dans les pays avancés, avec un maximum de 80 % dans les économies émergentes. Dans l'Union Européenne, ces flux sont de 25 % inférieur par rapport à la période avant crise. Les auteurs remarquent aussi la même différence entre la composition de ces flux.

Les flux financiers considérés sont bruts, et comprennent tous les capitaux étrangers entrants et sortants, car ils sont plus significatifs par rapport à la stabilité financière et les conditions de crédit, d'autant plus qu'ils sont procycliques : les flux de capitaux bruts s'effondrent pendant les crise à cause des sorties de capitaux étrangers et des rapatriements vers le pays d'origine.

Au delà de l'analyse empirique des données, les deux études considèrent que un rôle plus important des fonds d'investissement dans les flux de capitaux devraient apporter une stabilité financière accrue. On peut penser que des changements dans la régulation bancaire ont contribué à donner un rôle moins important au crédit bancaire, ont diminué les performances économiques des économies avancées, et ensuite un flux de capitaux moins important serait synonyme de croissance anémique.

En fait, selon une étude du FMI de 2016[45], on pourrait considérer les années 2000 comme une anomalie due à la globalisation, et que donc, après la crise, le système financier revient à un cadre, certes redimensionné, mais plus stable.

Selon cette interprétation les moindres flux financiers auraient un effet stabilisateur sur le système monétaire international parce qu'ils diminueraient la probabilité de mouvements de capitaux importants et rapides qui peuvent déstabiliser les économie, pourtant, dans la mesure où la baisse du flux de capitaux se couple à une baisse importante du commerce mondial, on peut se demander si ces changements

[44] McQuade, Schmitz (2016)
[45] FMI (2016)

ne sont les symptômes d'une tendance de fond au fractionnement et à l'inversion de la tendance à la mondialisation.

La gravité de la crise incite les instances techniques et politiques de toute la planète à prendre position sur la nécessité de réglementer les marché internationaux de capitaux, les institutions financières, les organisme de contrôle et d'évaluation, d'assurer la transparence des transactions, mais aussi de réglementer l'utilisation de l'effet de levier, la gestion des sociétés, la rémunération des dirigeants… En somme, le système est sain si on l'encadre d'une réglementation plus adaptée à la nouvelle économie. On essaie d'expliquer la crise par des excès ponctuels. Il faut juste ramener la finance à sa mission originaire de financement de l'économie, car le marché ne doit pas être bridé : la titrisation favorise la liquidité, les produits dérivés sont un utile instrument de couverture du risque, les produits structurés sécurisent le risque de crédit, et ainsi de suite.

Dix ans après il n'y eu aucune réalisation de ces grands discours, et les mauvaises habitudes se sont réinstallées, si tant qu'il s'agisse de mauvaises habitudes.

1.4. Dynamique de la relation entre la finance et l'économie réelle

Selon la théorie traditionnelle, classique et néoclassique, le cours boursier et donc la valeur financière, reflète la valeur fondamentale de l'entreprise qui l'émet : c'est le présupposé des marchés efficients. Dans cette optique la finance n'a aucune autonomie par rapport à l'économie réelle : la finance ne fait qu'« *évaluer les potentialités à venir de l'économie pour guider les choix d'investissement en les dirigeant vers les secteurs porteurs* »[46]. Mais il s'agit là d'une position de principe : on constate bien que la valorisation boursière ne peut donner qu'une estimation aléatoire des profits futurs d'une entreprise. De plus, la volatilité des cours de bourse ne peut

[46] Orléan, A. (2000), p. 53.

pas s'expliquer par les variations lentes et de faibles amplitudes que connaît l'économie réelle.

En fait, le rôle des marchés financiers est d'assurer la liquidité du marché des capitaux : le marché boursier, par exemple, rend négociables les titres de propriété et donc diminue les risques liés à l'investissement productif. Détenir une action signifie avoir immobilisé un stock, des droits de propriété, dans l'attente de profits, des flux, à venir. Pouvoir revendre ces titres à tout moment garanti l'actionnaire contre de soudains besoins de liquide et des pertes éventuelles.

C'est d'ailleurs de cette efficacité que les marchés eux-mêmes se revendiquent. Mais cette efficacité implique nécessairement que le marché financier fonctionne selon une logique profondément différente de l'économie réelle :

> *« La liquidité financière s'analyse, dès son origine, comme une transgression de l'économie réelle. Elle instaure une coupure radicale entre le temps de production et e temps de la finance. Alors que la mise en valeur du capital productif est un processus qui s'inscrit dans la longue durée puisqu'elle requiert l'immobilisation irréversible du capital, la liquidité produit des occasions incessantes de réévaluation et donc de profit... »*[47]

Si un marché boursier est censé assurer la liquidité et donc la valeur *actuelle* d'un titre de propriété, alors la valeur *fondamentale* de l'entreprise, une réalité objective, extérieure au marché boursier n'est plus véritablement pertinente. La liquidité n'est assurée que par l'*opinion* du marché.

Déjà Keynes[48] avait saisi comment le marché boursier est plutôt un lieu où s'élaborent des normes d'évaluation, un lieu où une communauté se retrouve pour définir une opinion financière commune. Chaque agent analyse les informations qu'il possède non pas en relation avec une quelconque valeur fondamentale, mais en essayant d'anticiper le comportement des autres agents :

> *« Cette règle de comportement conduit à une première déconnexion entre finance et économie réelle dans la mesure où ce qui importe sur un marché, ce n'est pas le contenu réel d'une information au regard des données fondamentale mais bien la manière dont l'opinion collective est supposée l'interpréter. Il s'ensuit une rationalité singulière, de nature*

[47] Orléan (2000), p. 56-57.
[48] Keynes (1939/2005), ch. 12, n° V

fondamentalement mimétique en ce qu'elle cherche à mimer le marché pour le précéder dans ses évolutions, aussi erratiques soient-elles »[49]

Or, il s'agit là d'un raisonnement autoréférentiel : la croyance individuelle que le groupe globalement se conformera à un certain critère ou validera une certaine valeur, permet effectivement à ce critère de s'imposer, ce qui validera alors, *ex post*, le critère supposé *ex ante*. Ainsi, c'est l'opinion du groupe qui prime, en tant que rationalité autoréférentielle, sur les opinions individuelles, ce qui est exprimé d'ailleurs par le discours économique courant ponctué d'expressions telle que « *le marché croit que..* », « *les marchés évaluent...* ». Cette entité collective est donc l'expression du mimétisme à l'intérieur d'un groupe qui doit dégager un consensus pour fonctionner.

Les effets de la financiarisation sur l'économie réelle peuvent être analysés en premier abord, par la croissance du secteur financier et la recherche de la valeur actionnariale par les entreprises.

D'après Cecchetti et Kharroubi[50], la taille du secteur financier pourrait avoir des effets divers sur l'économie, augmenter ou diminuer la productivité, par exemple : il semble y avoir un point où la croissance du secteur financier commence à produire une diminution de la productivité, en soustrayant des capitaux à l'investissement productif. Cela a été observé principalement dans les quarante dernières années.

Selon les auteurs cités[51] une augmentation exogène de la croissance dans le secteur financier peut réduire la croissance de la productivité, car le secteur financier bénéficie largement des projets avec capital important et basse productivité. Quand la croissance du système financier est endogène, alors la croissance de la productivité se fait par l'amélioration des compétences des travailleurs et les investissements en recherche et développement, ce qui permet d'ailleurs divers niveaux d'équilibre.

La question est que le secteur financier et le secteur industriel plus avancé entrent en compétition face aux ressources en capital et en travailleurs qualifiés. Ainsi, si le système financier et l'économie peuvent se financer facilement, notamment à

[49] Orléan (2000) ibid..
[50] Cecchetti et Kharroubi (2012), p.14
[51] Ibid., (2012), p.3

l'étranger, la croissance du secteur financier limitera la croissance des industries de haute technologie. Par contre, face à des contraintes financières l'industrie semble recourir plus facilement à des investissements importants en recherche et développement, pour concurrencer la finance et rentabiliser le capital investi.

Cela indique aussi une corrélation importante entre la politique monétaire, les flux financier et le taux de croissance de la productivité : il semble en effet que la productivité des industries à forte dépendance financière a augmenté bien plus rapidement dans les pays avec une politique monétaire restrictive[52]. Si le moteur de la croissance ce sont les industries innovantes, alors il faut en conclure, pour Cecchetti et Kharroubi, que les périodes de forte croissance du secteur financier défavorisent l'économie réelle, et qu'il faudrait alors revoir les rapports entre la finance et la croissance.

Un autre des aspects les plus nocifs de la financiarisation sur l'investissement productif est la pratique du rachat d'actions par l'entreprise même qui les a émises : ce rachats permet en fait d'augmenter la valeur des actions, donc la valeur de l'entreprise, mais soustrait les capitaux aux investissements productifs, et peut mettre en danger la viabilité sur le long terme, avec toutes les conséquences prévisibles sur la croissance et l'emploi.

La théorie néoclassique ou théorie de l'équilibre générale (TEG) se fonde sur les travaux de Walras et son système des marchés interdépendants[53], où les marchés aboutissent à l'équilibre par un processus de confrontation entre l'offre et la demande. Cette confrontation n'explique pas la nature des forces en jeu et fait disparaître le rapport de force entre les participants derrière un écran de règles formelles et formalisables mathématiquement : rien n'explique comment les prix se forment, mais seulement comment ils s'ajustent dans le jeu de la demande et de l'offre.

En fait cette théorie implique un certain nombre de présupposés qui éloignent le modèle de la réalité du fonctionnement des marchés :

> *« pour fonctionner le tâtonnement exige qu'aucun des intervenants ne soit en mesure de peser sur les prix, que chaque agent ait une connaissance parfaite des offres et des demandes exprimées par les autres agents, que l'on annule le*

[52] Cecchetti et Kharroubi (2012), ibid., p. 24
[53] Sapir (2017)

temps qui s'écoule durant le processus, enfin qu'il soit absolument interdit à quiconque de contracter avant que les 'vrais prix' n'aient été mis à jour par le tâtonnement, ce qui suppose un contrôle centralisé sur l'ensemble des flux. »[54]

L'idée que la taille du système financier ait une corrélation positive avec la croissance de l'économie sur le long terme, remonte au moins à Schumpeter (1911). Plus récemment des études empiriques[55] ont cherché à démontrer cette corrélation positive, en l'expliquant par le fait que l'intermédiation financière améliore l'efficience de l'allocation des ressources. Rajan et Zingales[56] expliquent cette relation par les besoins de capitaux pour le développement technologique des entreprises, ainsi un secteur financier très large est nécessaire à la croissance.

La forte conviction dans l'efficacité des marchés libéralisés se fondait sur la croyance que l'accroissement de la liquidité sur les marchés devait garantir le juste prix de chaque titre financier et son allocation efficiente dans l'économie réelle. La titrisation et les dérivés de crédit devaient aussi permettre aux prêteurs de fixer un prix rationnel du crédit, selon les lois du marché. Cette efficience garantissait aussi la stabilité des marchés financiers, et des marchés tout court, car les investisseurs étaient censés choisir la combinaison exacte de risque, rendement et liquidité, selon leur préférences. En avril 2006, le FMI dans son « *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* »[57] déclarait :

« *la prise de conscience croissante des avantages de la dispersion du crédit par les banques vers une base d'investisseurs plus large et plus diversifiée (…) ont rendu le système bancaire et l'ensemble de la finance plus résilients. (...Cette résilience) se mesure à la baisse du nombre de faillite bancaires et à une offre de crédit plus constante. Il s'ensuit que les banques commerciales sont probablement moins vulnérables aujourd'hui à des chocs financiers ou économiques* »

Or, c'est justement cette « *dispersion du crédit* » qui s'est révélée dangereuse quand les titres *subprime* qui avait été échangés et diffusés sur les marchés financiers ont perdu la confiance des investisseurs : la méfiance a bloqué en 2007-2008 le

[54] Sapir ibid..
[55] Greenwood and Jovanovich, 1990, Bencivenga and Smith,1991, Rajan and Zingales, 1998 cités par Arcand, Berkes, Panizza (2012), p. 3-4
[56] Rajan, Zingales(1998), cf., Rajan, Zingales (2003).
[57] IMF (2006), p. 51, cité par A.Turner,(2017) p.62

marché des capitaux, bancaires et non bancaires, pour se répandre dans l'économie réelle.

Si l'on peut affirmer que le capitalisme a connu une financiarisation dans les dernières décennies, on ne peut pas pourtant aisément conclure que la sphère financière soit devenue autonome par rapport à la sphère productive. Les deux sphères sont étroitement reliées, et même la vocabulaire du capital reprend celui de la production : on parle de « *productivité du capital* » ou de « *création de valeur pour l'actionnaire* », comme si le capital pouvait se reproduire indépendamment du travail et sans être valorisé par ce dernier. A l'envers, la finance est elle-même inhérente à la production, dans la mesure où il s'agit d'une économie monétaire, c'est-à-dire fondée sur la création monétaire. Le capitalisme n'est qu'une forme particulière de cette économie monétaire de production.

En effet, il faut reprendre les théories marxistes[58] pour comprendre la connexion entre travail et valorisation du capital, et la distinction entre capital productif et capital financier. Cette distinction reste pertinente, mais de laquelle on ne peut pas déduire que le capital financier puisse se valoriser indépendamment du capital productif. Au niveau macroéconomique, la création monétaire permet de financer et démarrer la production, celle-ci engendre un profit qui peut être accumulé sous forme monétaire : le capital accumulé est donc du travail accumulé à partir d'un travail fourni. C'est pourquoi Marx considère le capital comme un rapport social : il sert à acheter des marchandises et de la force de travail qui produiront un capital plus grand, et si le capital financier peut changer de main plusieurs fois par jours, voire par minute, cela ne signifie pourtant pas qu'il a crée de la valeur qu'on puisse réaliser en tant que profit au niveau macroéconomique :

> *« Le capital financier peut changer n fois de mains par jour, cela n'enlève rien au fait que s'il veut s'accroitre macro-économiquement (et pas seulement dans les mains de tel ou tel capitaliste) alors le détour par le système productif est indispensable. Le capital compté dans la capitalisation boursière et qui dépasse les capitaux propres pet être considéré comme fictif macro-économiquement parlant et même micro-économiquement tant que tel ou tel capitaliste n'a pas pris ses bénéfices, dans la mesure où ils ne pourront pas tous à la fois réaliser cette capitalisation, c'est à dire vendre leurs titres simultanément »*[59]

[58] Harribey (2000) p. 5,
[59] Ibid, p. 5-6.

En fait, le capital n'a conquis qu'une autonomie apparente, due à sa mobilité et à la déréglementation, mais son origine comme son accroissement restent dépendant du travail productif.

La gestion des entreprises dans l'optique de la création de valeur actionnariale remplace le développement de la production et du profit par la maximisation de la valeur boursière des actions. Mais laisser gonfler la valeur des actions en diminuant l'investissement productif ne sert qu'à créer des bulles financières et accroitre l'instabilité financière.

Les marchés boursiers ne créent en fait qu'une valeur fictive, réalisée en achetant et revendant des titres qui s'éloignent de plus en plus de la valeur des profits réellement générés par l'entreprise, et sont régis par des mécanismes différents, comme d'ailleurs avait déjà vu Marx :

> *« En tant que duplicata, négociables eux-mêmes comme marchandises et pouvant circuler comme valeurs-capital, ils (les titres de propriété) n'ont qu'une valeur fictive dont la hausse ou la baisse est absolument indépendante du mouvement de capital réel qui est leur objet. Leur valeur, c'est à dire leur cotation en Bourse, tend nécessairement à hausser avec la baisse des taux d'intérêt dans la mesure où celle-ci – indépendante des mouvement particuliers du capital-argent – est la simple conséquence de la baisse tendancielle du taux de profit ; c'est là une des raisons pour laquelle cette richesse imaginaire connaît une si grande extension dans le processus de développement de la production capitaliste » Marx (1968, p. 1200)*[60]

Les échanges boursiers en fait vendent aujourd'hui un profit qui est censé se produire demain, et la spéculation est un pari sur ces profits futurs, et ces paris s'autoalimentent, en oubliant que pour chaque pari gagné, il y a énormément de paris perdus.

L'évaluation boursière d'un investissement est donnée par l'estimation des rendements futurs de l'action et/ou des dividendes, mais cette estimation ne peut se faire que sur la base de l'évaluation actuelle du marché, en supposant donc que cette évaluation soit correcte[61]. On pourrait alors croire que cette évaluation est

[60] Cité par Harribey (2000), p. 5, note 8
[61] Keynes, (1939/2005), cap. 12 p.168

autoréférentielle, car elle ne semblerait porter que sur des anticipations du marché et du comportement des investisseurs. Pourtant, derrière ces évaluation on perçoit tout de même l'importance du taux de profit, qui continue à relier la rentabilité financière et la rentabilité du capital, le niveau de risque et le rendement du capital, et la déconnexion entre l'économie réelle et la l'évaluation financière n'est qu'apparente. Harribey explique :

> *« Quand l'action de Michelin grimpe de 12 % dans les minutes qui suivent l'annonce de 7000 suppressions d'emploi, les opérateurs financiers anticipent une amélioration du rapport de forces en faveur des actionnaires face aux salariés et donc une captation (au sens de l'exploitation) supérieur de la valeur. Cette transposition du rapport de forces dans la sphère financière ne doit pas être comprise comme une croyance majoritaire reposant sur le néant ou sur le virtuel des croyances mais comme une croyance – une quasi certitude! - en la pérennité, voire en l'amélioration, du rapport de forces favorable établi. »*[62]

Ainsi, derrière la création de valeur pour l'actionnaire il n'y a que la traditionnelle question de la création de la valeur par le travail et seulement par celui-ci, comme cela a été analysé par Marx avec la théorie de la plus-value. Seule la force de travail est productrice de valeur dans le cadre de rapports sociaux capitalistes :

> *« Le travail est au centre de la loi de la valeur, non pas essentiellement parce que techniquement toutes les richesses produites se ramènent à du travail (...) mais parce qu'il représente la nature même des rapports sociaux au sein desquels la marchandise es créée et parce qu'il est, au sens marxien et durkheimien, le lien social qui transforme une agglomération d'individus, atomes isolés, en une société »*[63]

Harribey reprend l'analyse marxienne en lui donnant la forme de l'analyse matricielle, mais, en tout cas, la création de valeur se fait par le travail, à l'intérieur du cadre de rapports de forces entre travail et capital, et la redistribution de cette valeur produite.

Or, la rentabilité financière du capital est donnée comme prioritaire par rapport au rendement réel du capital investi, mais cela n'exprime que le rapport de force qui est nettement favorable à l'investisseur, et impose des obligations de résultats financiers au-delà de toute logique productive. La création de valeur pour

[62] Harribey (2000) p. 14
[63] ibid.., p.14

l'actionnaire oblige l'entreprise à se retourner contre ses salariés, ce qui constitue, *in fine*, le lien ultime entre la sphère financière et la sphère productive.

En réalité, l'entreprise est un acteur de la production, alors que le capital s'échange dans les marchés, et ce dernier ne produit rien :

> *« le marché ne crée pas la valeur ; plus précisément, le marché financier ne crée pas la valeur financière, il crée la liquidité de la valeur ou la liquidité su capital financier… elle (la liquidité) transpose dans le champs financier le rapport de forces entre capitalistes et salariés et celui entre capitalistes eux-mêmes. »*[64]

La liberté de mouvement des capitaux dans le monde donne au capital la capacité d'imposer ses propres règles au système productif. Le marché financier est le lieu où s'élaborent les normes de rentabilité et la primauté de la valeur des actifs financiers.

Or, pour que le rapport de forces soit la plus favorable possible au capital, il faut aussi qu'il soit investi d'une puissance créatrice bienfaisante : *« il est nécessaire de promouvoir, d'imposer, de faire accepter pour vrai l'idée selon laquelle toute valeur procède du capital. On a donc quitté le terrain de l'analyse pour celui de l'idéologie »*[65]

La croyance dans l'autonomie de la sphère financière par rapport à l'économie réelle relève donc plutôt du mythe d'un enrichissement sans fin et sans origine, qui s'auto-reproduit pour le bien être de tous.

La libéralisation du mouvement des capitaux permet l'accès plus facile au crédit pour financer la croissance économique, faciliter la diffusion de la technologie, soutenir la consommation. Mais cela n'est vrai que dans la mesure où la finance est l'instrument de l'entreprise, mais dans des économies excessivement dépendante de la dette il est plus probable que la finance guide et l'économie doive suivre[66].

Les marchés financiers sont essentiellement imparfaits, ils sont sujets à des phases d'exubérance puis de dépression, si bien que les prix qu'ils expriment sont généralement loin de tout « *équilibre rationnel* », entrainant volatilité et allocation non

[64] Harribey (2000), p. 14
[65] Ibid., p.14
[66] cf. J. Robinson (1953-1954).

efficiente des capitaux. Si l'on examine par exemple les marchés d'actions au cours du XX^{e} siècle[67], on constate une volatilité très élevée, qui ne peut pas être expliquée par des variations de la valeur des entreprises ou du cours prévisible du prix de leurs actions, donc par aucune information rationnelle.

Plusieurs facteurs expliquent cette volatilité irrationnelle des marchés financiers. Un de ces facteurs est que la prise de décisions n'est souvent ni rationnelle, ni individuelle, comme le suppose la théorie néoclassique. Chaque agent est soumis à des interprétations subjectives fondées sur attentes et prévisions éminemment incertaines, qu'aucun modèle mathématique de risque peut représenter : le futur reste imprévisible. De plus les attentes de chaque agent sont influencées et conditionnées par la perception des attentes de tous les autres, comme l'avait très bien vu Keynes quand il comparait le métier d'investisseurs à la tâche du juge d'un concours de beauté : le plus important n'est pas l'opinions personnelle, mais la capacité d'intégrer le choix moyen du groupe des juges, si bien qu'il est plus important d'avoir tort tous ensemble que raisons tout seul[68]. Il s'agit de l'analyse psychologique du comportement rationnel par rapport au groupe, et non par rapport à une vérité/réalité qui s'imposerait par elle même.

En fait les marchés financiers valorisent l'opinion du groupe, alors que les « *fondamentaux* » sont souvent inconnus ou sans importance. Ainsi, le comportement grégaire, voire moutonnier, des investisseurs n'est pas irrationnel, car chaque opérateur arbitre selon sa propre vision et sa propre position sur le marché, mais cet arbitrage reste un pari sur une évolution imprévisible, irréductible, et en plus constamment réévaluée collectivement. Les marchés sont donc foncièrement irrationnels et inefficients, et le prix d'équilibre, s'il veut s'entendre comme « *juste prix* », n'existe pas : il ne pourrait exister que si la valeur d'une action, par exemple, exprimerait la valeur *présente* et non pas une prévision sur ses performances *futures.*

Mais, si les marchés financiers ne sont pas fondamentalement rationnels et efficients, un surplus d'activité financière et d'innovation ne peut plus être justifié en principe, il faudra plutôt analyser au cas par cas la pertinence de chaque modification

[67] R. Shiller (2000), cité par Turner (2017), p. 84 , note 12
[68] Keynes (1939/2005), p. 168

des règles de marché, et, partant, la nécessité de le réguler pour minimiser les effets négatifs.

Les travaux qui soutiennes la thèse que la finance joue un rôle fondamentale et positif pour la croissance économique sont nombreux, mais dans les dernières années on voit resurgir la thèse que les système financier pourrait être parfois trop large par rapport à la taille de l'économie, et qu'il pourrait y favoriser la volatilité et les crises bancaires et monétaires. Une activité financière importante peut faire augmenter la volatilité et les couts supplémentaires des investissements, et son utilité pour garantir la liquidité des transactions ne nécessite pas une expansion illimitée. Comme le dit A. Turner :

> *« Ainsi, le fait que les marchés financiers différent des autres marchés et peuvent être inefficients, irrationnels et faire supporter des coûts inutiles à l'économie...signifie ...(que) nous devons envisager avec pragmatisme des interventions des pouvoirs publics pour régler les questions d'optimisation de l'usage des ressources... »*[69]

Après les travaux de Minsky (1986), Kindleberger (1978), Tobin (1984), sur les relations entre la finance et la volatilité macroéconomique, face à un secteur financier croissant largement plus que le PIB dans les dernières décennies, les travaux qui analysent les flux financiers et leur impact sur la croissance économique se sont multipliés, souvent en arrivant à la conclusion de la nécessité d'une plus grande régulation financière négociée au niveau international.

Les capitaux investis sur le court terme semblent avoir un comportement procyclique, et sont souvent l'objet de critique, car ils peuvent facilement déstabiliser une économie et créer des problèmes de liquidité. Ceci rend évident le fait que les marchés des capitaux, loin d'être parfaits, ne garantissent pas un égal accès à tous les participants et accentuent les mouvements de panique ou d'euphorie irrationnels.

Mais le grief le plus important qui est fait à la libéralisation des marchés des capitaux est celui d'augmenter la volatilité de la production et des rendements. Les crises à répétition en Amérique latine ont largement montré l'augmentation de l'instabilité financière, les crises de change et de solvabilité[70]. La question de fond est

[69] Turner (2017) p. 83
[70] cf. Diaz-Alejandro (1985)

que les capitaux investis à court terme ne peuvent pas financer les investissements dans l'économie réelle qui demandent des temps plus long. Ils se limitent alors à fournir des capitaux pour la consommation ou la spéculation.

La croissance peut donc être négativement affectée par ces capitaux essentiellement volatiles à travers plusieurs modalités[71] :

- les investissements productifs peuvent être découragés par une prime de risque supérieure due à l'instabilité croissante ;

- la volatilité implique aussi des taux d'intérêt supérieurs ou plus volatiles, pour juguler la sortie des capitaux ;

- dans le cas d'un marché boursier peu développé, quand la croissance dépend essentiellement de l'endettement, la volatilité des taux d'intérêt et de la production conduit à une mauvaise allocation des ressources et une croissance inférieure ;

- le marché des capitaux est très sensible aux déficits de budget, des Etats comme des entreprises, mais il reste foncièrement myope sur les raisons du déficits, si bien que des investissements rentables sur le long termes doivent être parfois liquidés pour couvrir le déficit sous la pression des marché. Cela s'appelle souvent la « *discipline des marchés* » et elle serait justifiée par le besoin d'encadrer des comportements trop laxistes, souvent attribués à la sphère politique. Il ne semble pourtant pas que les marchés aient été plus avertis dans l'allocation des ressources dans les crises à répétitions dans les dernières décennies.

- face à un afflux de capitaux de court terme, les pays avec une monnaie faibles doivent immobiliser des sommes assez importantes en monnaie de réserve, sommes qui pourraient être investie profitablement ailleurs.

Selon une étude de la Banque Mondiale[72], un afflux de capitaux privés étrangers amplifie la probabilité de crises financières, quand on mesure notamment les flux *bruts* qui soutiennent une importante croissance du crédit, et cela d'autant plus que l'expansion du crédit s'est faite rapidement. Evidemment l'expansion du crédit la plus rapide est celle des investissements de portefeuilles, où les capitaux restent très volatils et déstabilisants pour une économie qui n'a pas la structure bancaire et financière adaptée.

[71] Stiglitz (2004)
[72] Calderon, Kubota (2012), p.24, voir aussi G. Dell'Ariccia, et al. (2012).

L’expansion du crédit se fait généralement à cause d’une reforme du secteur financier dans le sens d’une plus grande libéralisation et déréglementation. L’ouverture du marché du crédit est souvent contemporaine d’une croissance économique soutenue, sans qu’on puisse déterminer dans cette corrélation une véritable causalité. Des facteurs internes sont sûrement importants, par exemple les caractéristiques institutionnelles et structurelles de l’économie et des marchés internes, comme un régime de change fixes, ou la qualité de la surveillance bancaire. Il résulte de cette étude empirique que le rapport entre le niveau de crédit du secteur privé et le PIB permette de prévoir, du moins approximativement, les probabilités d’une crise financière : plus ce ratio augmente rapidement et plus augmente la probabilité d’une crise financière

S’il y a un relatif consensus dans la littérature sur le fait que les flux de capitaux à court terme peuvent déstabiliser l'économie d'un pays, il ne faut pas oublier qu'il y a aussi des doutes sur l'intérêt de la libéralisation des capitaux de long terme, notamment en ce qui concerne les Investissements Directs à l’Etranger et les privatisations, qui appauvrissent le pays en le privant de ressources.

Si les revenus des privatisations sont dépensés dans la consommation, la richesse d’un pays diminue, par exemple dans les pays dépendants des exportations de matières premières, car les intérêts sur la dette sont généralement plus importants que le taux de croissance, ce qui fait que les Investissements Directs à l’Etranger finissent par diminuer la richesse globale du pays, et notamment des familles. Les entreprises payent les Investissements Directs à l’Etranger par l’exportation de profits, qui peuvent être alors largement au dessus des taux de croissance de l’entreprise même.

Les privatisations peuvent aussi déstabiliser une économie dans le cas où les banques d’un pays soient acquises par des banques internationales qui peuvent restreindre l’accès au crédit, en arbitrant sur des opportunités et des risques internationaux, et enclencher une contraction de l’économie. En termes de taille, le secteur financier a grandit considérablement surtout dans les pays industrialisés, pour s'étendre rapidement dans les pays émergents, aussi bien en termes de taille des dépôts bancaires, de produits financiers et dérivés, que de volume des échanges. Il y a des

raisons de penser que le secteur financier est devenu trop large[73] et son développement récent n'a pas été associé forcément avec la facilitation des investissements productifs. Au contraire, la finance a absorbé des ressources pour les engager essentiellement dans des activités purement spéculatives (*casino-like activities*). Une étude récente de la Bank of International Settlements (BIS) analyse les effets du développement financier :

> *« and come to two important conclusions. First, financial sector size has an inverted U-shaped effect on productivity growth. That is, there comes a point where further enlargement of the financial system can reduce real growth. Second, financial sector growth is found to be a drag on productivity growth. »*[74]

Sur un échantillon de 50 pays avancés et émergents sur trois décennies (1980-2009), les auteurs[75] examinent empiriquement l'impact de la taille du système financier sur la croissance économique. Leurs résultats indiquent que, à partir d'un certain niveau, la croissance du crédit et du secteur bancaire est associée avec une moindre croissance du PIB et une moindre croissance de la productivité. Ils mesurent la taille du secteur financier par rapport au PIB, et ils trouvent que quand le crédit *privé* dépasse le PIB, le pays montre une tendance à une croissance inférieure à celle des pays avec un taux de financiarisation moindre. Le mécanisme semble être lié à la résistance aux chocs exogènes, et à la difficulté d'y répondre quand la dette privée est déjà élevée.

Les relations entre la finance et la croissance économique ont fait l'objet de nombreuse études avec des résultats très différents, mais il semble acquis qu'un secteur financier trop développé ou bien en expansion trop rapide par rapport au PIB implique un excès de volatilité et un risque important pour l'économie, le problème semble surtout d'identifier les causes de cette hypertrophie et le seuil de tolérance d'un système économique particulier.

[73] Arestis P., Sawyer M. (2015)
[74] Cecchetti et Kharroubi (2012), p. 14
[75] Boyer et al.,(2004), p.48

2. INTEGRATION FINANCIERE DANS L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE

Le processus d'intégration dans la zone euro s'est développé à partir du marché unique, dans sa dimension de libéralisation des échanges commerciaux ; ensuite, la constitution de la zone euro a induit une forte impulsion au commerce à l'intérieur de la zone, mais surtout on a assisté à une rapide intégration financière portée par la libéralisation des mouvements des capitaux, la déréglementation du secteur et le développement de nouveaux types de valeurs mobilières.

L'intégration financière est considérée, dans l'Union Monétaire, comme indispensable à la transmission de la politique monétaire attribuée à la BCE, et elle est inscrite dans les traités comme mission de l'Eurosystème :

> *« notre objectif principal, en tant que membres de l'Eurosystème, est de maintenir la stabilité des prix pour le bien commun. L'Eurosystème agissant également en tant qu'autorité financière de premier plan, nous sommes déterminés à (…) promouvoir l'intégration financière européenne »*[76].

La politique monétaire de la BCE et de l'Eurosystème part du présupposé que l'intégration financière permet d'améliorer le fonctionnement des marchés en les rendant plus efficaces, comme on l'a vu dans le chapitre précédant. Il faut pourtant admettre qu'elle accentue aussi la fragilité et l'instabilité en cas de crise de liquidité ou de solvabilité.

La structure juridique et institutionnelle de la zone euro a favorisé, jusqu'en 2007, le flux de capitaux, aussi bien que la convergence des prix des actifs et des taux d'intérêt bancaires[77].

L'intégration financière présente deux aspects : *de jure* et *des facto*. L'union monétaire a adopté toutes les mesure *de jure* nécessaire, mais non suffisantes à une complète intégration, aussi bien à l'intérieur de la zone qu'en rapport aux autres

[76] BCE, site web

[77] Nombreux rapports sur l'intégration financière européenne montrent que si les marchés interbancaires étaient fortement intégrés, ce n'était pas le cas de la banque de détail : cf. Antonin et al. (2015).

économies mondiales[78]. L'intégration *de facto* a suivi la tendance mondiale à la libéralisation des capitaux et le développement de nouveaux outils financiers.

L'intégration financière est censée s'accompagner d'une plus forte croissance des investissements et de la consommation, mais les modèles théoriques et les analyses empiriques n'arrivent pas à des résultats univoques, et le sujet reste très débattu.

L'intégration financière a généralement été regardée comme bénéfique par les institutions internationales, notamment la BCE[79] et le FMI, du moins jusqu'à l'éclatement de la crise financière et encore plus depuis la crise de la dette européenne en 2010/2011. Elle est censée avoir un impact positif sur la stabilité financière, dans la mesure où l'intégration permet l'élargissement du marché des capitaux, la réduction du risque d'investissement, assure la liquidité du système dans sa globalité. En réalité les flux de capitaux sont plutôt utilisés pour la consommation ou dans les bulles immobilières. La mécanique d'une crise financière a été analysée déjà en 1985 par Diaz-Alejandro[80], dans le contexte des crises latino-américaines typiques, et notamment au Chili de Pinochet.

En résumé, Diaz-Alejandro pense que les pays en voie de développement partent d'une situation de répression financière, un système où le secteur bancaire est fortement contrôlé par l'État, lequel utilise le crédit pour financer la dépense publique et les investissements de long terme. Cela se passait pendant la période de Bretton Woods, quand les flux internationaux de capitaux étaient fortement contrôlés. Cela empêchait les Etats de recourir au crédit extérieur, mais empêchait aussi les endettements insoutenables. Avec la déréglementation du secteur financier, après les années 1970, naît aussi la nécessité d'assurer une monnaie stable pour attirer les capitaux étrangers. Le problème est aigu dans les pays en voie de développement, où les investisseurs craignent l'instabilité de la monnaie locale, mais dans les pays industrialisés aussi, la stabilité des changes devient une nécessité financière.

Et c'est justement dans l'optique de la recherche de la libéralisation du marché des capitaux et de la stabilisation des changes que la nécessité du Système Monétaire

[78] Cf : De Sola Perea M., Van Nieuwenhuyze (2014),
[79] Cf. BCE website
[80] cf. Diaz-Alejandro (1985)

Européen et ensuite de l'euro s'est fait sentir. Dans un environnement monétaire stable, les pays les plus riches auraient investi leurs capitaux en excès dans les pays plus pauvres, et donc soutenu leur croissance. Ainsi, Blanchard et Giavazzi en 2002, quand les déséquilibres de la zone euro commençaient déjà à se manifester, expliquaient que les divergences auraient été résorbées par des mécanismes physiologiques de rattrapage par l'investissement.

A l'intérieur de l'union monétaire, un système financier bien intégré aurait dû assurer, en plus, une transmission plus efficace des politiques monétaires à travers la zone, et ainsi faciliter la convergence des économies. Le marché aurait dû libérer les forces positives de la convergence économique et réprimer les comportements laxistes attribués aux gouvernements.

Les rapports officiels de la Banque Centrale Européenne ont toujours fait état d'une convergence progressive des économies en même temps que l'intégration financière s'approfondissait[81]. Entre 1990 et 2007, les indicateurs financiers et économiques semblaient converger vers un cycle unique pour tous les pays de la zone, et en ligne avec les indicateurs internationaux, notamment en ce qui concerne les indicateurs financiers. Il semblait alors que les politiques monétaires et les critères de convergence de Maastricht pouvaient favoriser l'intégration financière et la convergence économique des pays de la zone, sur la base d'un principe « *one size fit all* », le même modèle peut s'adapter à tous.

Ce qui a été largement sous-estimé, c'est l'augmentation parallèle des déséquilibres de balance des paiements, qui se sont manifestés dès le lancement de la monnaie unique, et n'ont fait qu'augmenter avec le temps. Leur analyse a été réduite à les considérer comme un phénomène temporaire ou, au pire, comme le résultat de politiques nationales non adaptées : les différentiels d'inflation, croissance et revenu seraient « *moderate and broadly in line with other large currency areas such as the United States* », et seraient le résultat de *« ongoing adjustements leading to a more efficient allocation of resources »*[82]. Mais ces considérations ne tiennent pas compte des différences profondes entre l'Union Èconomique et Monétaire et les Etats-Unis : en l'absence d'un budget fédéral et d'un Etat, les déséquilibres de la balance des

[81] de Sola Perea (2014), ibid..
[82] BCE (2011)

paiements deviennent chroniques et dangereux pour la stabilité de l'ensemble ; de plus l'euro n'a jamais eu l'importance du dollar comme monnaie de réserve internationale.

A l'intérieur de la zone euro, il a persisté un différentiel permanent de compétitivité entre les productions des pays périphériques et celle des pays du centre de la zone, dans un contexte de rigidité monétaire, de politiques déflationnistes adoptées par les pays du centre et de l'entière liberté de mouvement des capitaux. Cette dernière permet et organise l'érosion du pouvoir contractuel des travailleurs, par le chantage à la délocalisation, et favorise alors les politiques déflationnistes. La libéralisation des capitaux permet aussi le dumping fiscal, la réduction des dépenses pour le *welfare* et les coupes dans les taxes sur le capital. Les revenus du travail, directs et indirects, ont ainsi baissé constamment dans les dernières décennies, et encore plus depuis l'introduction de la monnaie unique, pleine expression de l'intégration financière de l'Union Européenne.

La déréglementation des marchés financiers a abouti à la dépolitisation des institutions qui gèrent l'économie, ainsi l'intervention de l'Etat s'est déplacée de la politique fiscale à la politique monétaire, suivant en cela l'agenda du Washington Consensus[83] : ce consensus indique un ensemble de recommandations économiques et financières qui prescrivent la réduction des contrôles sur les activités bancaires et sur le mouvements internationaux de capitaux, les politiques d'ouverture des marchés des biens et services, l'indépendance des banques centrale du pouvoir politique.

A l'intérieur de l'Eurozone le paradigme néolibéral a prescrit l'alignement de la zone à la structure économique de l'Allemagne, car celle-ci avait toujours eu une économie trainée par les exportations. Elle bénéficiait donc de l'ouverture des marchés, des biens et des capitaux, et craignait par dessus tout l'inflation, qui pouvait diminuer la compétitivité de ses exportations. C'est une structure économique foncièrement déflationniste, qui ne croît que si ses partenaires commerciaux s'endettent et/ou subissent une inflation majeure que la sienne.

L'Allemagne a réussi à remonter la pente de la faible croissance connue après l'unification en 1990 avec les réformes Hartz, entre 2003 et 2005, par lesquelles elle a mis en place une politique interne déflationniste qui, couplée à la faiblesse de l'euro,

[83] Toussaint E. (2009)

lui a permis une forte croissance des exportations. En synthèse, il s'agit de quatre paquets de réformes du marché du travail mis en place par le gouvernement Schröder, qui introduit une couverture universaliste du *welfare* comme contrepartie d'une déréglementation massive des contrats de travail. En pratique, ces réformes ont permis aux entreprises de se décharger d'une partie du coût du travail sur l'Etat, et de mettre en place les « *mini jobs* », des formes de contrat de travail très flexible, partiellement compensées par les allocations d'Etat. L'Allemagne aujourd'hui exporte environ 50 % de son PIB, et est le pays européens avec le plus grand nombre de travailleurs pauvres. Il s'agit de la plus ample déflation salariale connue en Europe avant la crise grecque.

L'Allemagne et les autres pays qui partagent son modèle économique, comme les Pays-Bas et l'Autriche, économies trainées par les exportations, craignent l'inflation et n'ont pas besoin de dévaluation de la monnaie, ils peuvent agir sur la délocalisation ou en misant sur la qualité de leur production, en plus des mécanismes de dévaluation interne du coût du travail.

Par contre, les pays périphériques, et notamment les pays du sud de l'Europe, ont un type de capitalisme différent : trainé par la demande interne et la dépense publique, ils ont besoin du taux d'inflation pour soutenir la demande et la croissance, dans le secteur public et dans le secteur privé. Ils ont besoin de dévaluations périodiques pour rattraper les pertes de compétitivité. Il s'agit de deux modèles différents de capitalisme[84], et leur coexistence dans la même monnaie pose un problème évident.

Les économies divergent d'autant plus que l'intégration financière s'approfondit. En même temps, ces divergences se manifestent par des déséquilibres des balances de paiements à l'intérieur de la zone[85]. Or, cela n'est pas dû qu'à l'inefficacité des politiques nationales dans les pays périphériques, mais aussi aux politiques déflationnistes des pays de l'Europe centrale[86].

La progression de l'intégration financière et du partage des risques, avant la crise, a permis le creusement des déséquilibres des balances courantes, parce que les

[84] W. Streeck (2015), cf. infra II, 2.1,
[85] Draghi M. (2013)
[86] cf. Moro B. (2013).

flux de capitaux se transformaient en offre de crédit intérieure excessive, et en grande partie dirigée vers des investissements non productifs, tel que l'immobilier et la consommation[87].

Dès que les premières tensions sur le marché des capitaux se sont manifestées, par le repli des investisseurs sur la préférence nationale, la première réaction des institutions européennes a été de substituer le financement privé par l'apport de liquidité de l'Euro-système, qui a donc fonctionné comme un intermédiaire financier entre les pays excédentaires et déficitaires. Les flux de monnaie de banque centrale ont été compensés par une offre de crédit variable par l'Euro-système à travers les soldes Target2[88]. Le système de paiements Target2 enregistre les flux transfrontaliers de capitaux, et face au tarissement du crédit, le Système Européen des Banques Centrales (SEBC) a décidé en premier lieu de refinancer le système en passant par le secteur bancaire.

Le financement par l'Euro-système est prévu par les traités[89], ainsi les banques peuvent se financer auprès de la Banque Centrale Européenne au taux de refinancement de base contre remise de garanties, mais cela n'est pas automatique, et le conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne a décidé au fur et à mesure l'apport de liquidités nécessaire pour chaque opération. Il s'agit d'un financement passant par le canal du secteur bancaire.

Puis, dans un second temps, il a fallu apporter des changement à l'architecture institutionnelle de la zone pour soutenir les besoins de financement des Etats en difficulté, à travers le Mécanisme européen de stabilité (MES) et le Fond européen de stabilité financière (FESF), qui assurent donc le financement par l'intermédiaire des pouvoirs publics. A ce titre, le financement est soumis à conditionnalités, c'est à dire à un programme de résorption des déficits et de la dette publique, en plus de la

[87] de Sola Perea (2014), p.118

[88] Ibid., 120. Pour le système Target2, cf. encart p.284-286, III, 2.4.

[89] art.18, ch. IV Fonctions monétaires et opérations assurées par le SEBC, Protocole sur les statuts du SECB et de la BCE, annexé au Traité sur Fonctionnement de l'Union Européenne (TFUE) :
« *18.1. Afin d'atteindre les objectifs du SEBC et d'accompli sa mission, la BCE et les banques centrales nationale peuvent :*

- *intervenir sur le marché des capitaux…*
- *- effectuer des opérations de crédit avec des établissements de crédit et d'autres intervenants du marché sur la base d'une sureté appropriée pour les prêts* »

correction des déséquilibres externes, conditions qui ne sont pas sans conséquences sur l'économie du pays demandeur, mais aussi de l'équilibre général de la zone euro[90].

Le but des programmes d'aides de la Banque Centrale Européenne était en principe de soutenir les pays en difficulté pour leur permettre de remplacer rapidement les flux de capitaux public par des flux privés disponibles. En réalité, les capitaux privés sont restés loin des pays en difficulté, qu'ils soient ou non sous programme d'aide de l'Union. Le risque de crédit et le risque de refinancement ne se sont pas atténués, ils se sont plutôt transformés en un risque de redénomination, au fur et à mesure que le prix à payer par les populations soumises aux conditionnalités devenait de plus en plus lourd.

L'effet le plus évident des programmes d'aides a été de transformer les créances privées, et risquées, des pays excédentaires en créances officielles, que les banques centrales nationales détiennent sur la Banque Centrale Européenne, via les soldes T2. Mais la stabilité financière est préservée, en attendant une reprise de l'intégration financière et le flux de capitaux privés.

L'intégration financière se mesure aussi par l'évolution des taux d'intérêt décidée par la banque centrale en tant que moyen de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Si les écarts dans les taux d'intérêt sont imputables à la localisation nationale, on peut y voir le signe d'une fragmentation et d'une distorsion dans la transmission de la politique monétaire.

Les taux interbancaires notamment étaient censés converger, car ils dépendent du taux fixé par la banque centrale, des taux de croissance et de la situation conjoncturelle. A partir de 1999 et jusqu'en 2007, les écarts type entre les taux des différents pays sont restés négligeables, parce que les risques de dévaluation, d'inflation et de change semblaient écartés par la monnaie commune.

Avec le début des turbulences sur les marchés financiers en 2007, les taux de financement pour les systèmes bancaires des pays plus fragiles ont augmenté, et les écarts se sont creusés, ce qui prouve que le risque de solvabilité à l'intérieur de la zone

[90] de Sola Perea (2014), figure 9 p. 124

euro n'avait pas disparu, mais était sous-évalué par une convergence définie « excessive »[91] des taux d'intérêt.

Définir excessive cette convergence implique alors la reconnaissance que l'Union Èconomique et Monétaire n'a jamais été une union véritable et que le marché interbancaire, comme celui de la dette souveraine, a toujours été modelé par des paramètres nationaux qu'on a voulu tenter de dépasser, et notamment les taux d'intérêt et les taux d'inflation.

Les taux d'inflation ont eu tendance à converger (sans pourtant jamais y arriver), les taux d'intérêt convergeaient sensiblement vers les objectifs fixés par les traités[92], et le risque de change semblait définitivement dépassé par l'adoption d'une monnaie unique. Il y a eu donc manifestement une sous-estimation du risque de la part des investisseurs et du secteur bancaire[93].

La libéralisation des capitaux aurait dû permettre aux pays plus pauvres d'accéder aux capitaux nécessaires à leur développement et provoquer une augmentation de la compétitivité, et ces capitaux étaient censés provenir de l'épargne des pays plus développés en cherche de rendements.

Mais il n'y a pas de capitaux épargnés qui se distinguent de l'investissement qui les a produits, comme semble le croire Bernanke dans son hypothèse du « *saving glut* »[94]. L'épargne ne se distingue pas des investissements qui l'ont permis : l'épargne des pays du nord a été produit par les investissements dans les pays du sud, qui n'en ont pas tiré bénéfice, dans la mesure où ces capitaux se sont reportés sur des actifs non productifs, comme l'immobilier ou la consommation, à cause de leur disponibilité à bas taux d'intérêt. Le flux de capitaux n'a fait alors que produire des bulles financières et des déséquilibres de la balance commerciale.

L'interprétation foncièrement différente du flux de capitaux vers les pays périphériques par l'économie néoclassique ou par l'école post-keynésienne, peut se résumer en deux citations, une de H.W. Sinn, et la seconde de Borio. Sinn considère

[91] de Sola Perea (2014), p.126

[92] Le critère de convergence concernant les taux d'intérêt à long terme entre Etats membres, qui ne doivent pas excéder de plus de 2 % ceux des trois Etats membres présentant la plus grande stabilité des prix.

[93] Banque Centrale Européenne (2014).

[94] Cf. Bernanke, B. (2005),

que la bulle financière naît d'un excès d'épargne en Allemagne, en reprenant donc l'hypothèse de Bernanke, provoqué par les surplus de la balance courante. Le problème serait alors que les banques ont démontré trop de confiance dans l'Union, laissant converger les taux d'intérêt :

> *« The credit bubble stemmed from the fact that investors did not charge appropriate risk premia. …The institutionally induced abandonment of interest rate spreads effectively acted as a subsidy for capital flows from the North to the South and West of the euro zone. … For a long time Germany had the lowest net investment rate and the lowest growth rate of all European countries. … Most of Germany's savings were invested abroad, after capital had paved its way via a corresponding current account surplus »*[95]

Par contre, dans l'interprétation de Bordo, il ne peut y avoir d'excès d'épargne car celui-ci dépend d'un financement antérieur : l'épargne est le stock qui se forme après que le financement de la production a eut lieu. Les surplus de balance courante d'un pays se forment en même temps que les déficits des autres, sans qu'on puisse préjuger du financement qui a précédé cette situation :

> *« At a deeper level, all this reflects the failure to make a sufficiently clear distinction between saving and financing. As a matter of identities, saving, a national-accounts concept, is simply income (output) not consumed; financing, a cash-flow concept, is access to purchasing power in the form of an accepted settlement medium (money), including through borrowing. Spending of any form, whether on pre-existing real or financial assets, or on goods and services for investment or consumption purposes, requires financing, not saving . In a closed economy, saving is not a pre-requisite for investment, but materialises only once investment takes place if the necessary financing is available. In an open economy, by construction, a current account deficit somewhere must be matched by a surplus elsewhere. But countries running current-account surpluses are not financing those running current-account deficits. The underlying consumption and investment expenditures that generate those positions may be financed in a myriad of ways, both domestically and externally »*[96]

Les deux interprétations convergent en considérant la crise des la zone euro comme une crise de balance des paiements et que l'éclatement de la bulle immobilière et financière a produit ensuite la crise bancaire. Cette dernière n'a pu être endiguée que

[95] Sinn, H.-W. (2013), p.4
[96] Borio C. (2014), p. 13

par l'intervention des gouvernements, en enclenchant ainsi la crise de la dette souveraine. Mais Sinn soutient que les différentiels d'inflation naissent quand le flux de capitaux affluent vers les pays périphériques et causent les déséquilibres de balance des paiements : l'Allemagne serait alors en train de financer les autres pays avec son épargne. Pour Borio la raison réside plutôt dans la mauvaise allocation du capital à cause des bas taux d'intérêt et donc dans l'insuffisante réglementation du secteur. En réalité les différentiels d'inflation étaient précédent à l'euro et se sont réduits à son introduction, restant toutefois toujours à faveur de l'Allemagne[97]. Le problème est plutôt de voir comment ces différentiels se sont accumulés, par des stratégies d'investissement et de financement qui ont créée des flux de capitaux qui ont ensuite constitué les surplus allemands.

Ces asymétries structurelles sont analysées aussi par le CERP[98], pour qui elles dépendent des flux de capitaux à l'intérieur de la zone et du manque de mécanismes institutionnels pour faire face aux déséquilibres. L'intégration financière a joué un rôle majeur dans la naissance et l'évolution de la crise en aggravant les problèmes. L'idée dominante dans les années 1980 et 1990 était que l'intégration financière engagée avant la monnaie unique devait contribuer à la convergence des économies et à la stabilité macro-économique. A l'inverse, avec la monnaie unique les flux de capitaux se sont dirigés vers les pays périphériques où les taux d'intérêt réels étaient plus intéressants et ont nourri essentiellement des secteurs non productifs. L'intégration financière n'a donc pas lissé les déséquilibres, mais au contraire les a fait exploser quand la crise a éclaté et les divergences économiques et financières se sont manifestées.

D'ailleurs la Commission Européenne l'admet elle même, déjà dans un rapport de 2009. Les taux d'intérêt nominaux tendant à converger, en présence d'inflation, les pays du sud ont vu leur taux réels baisser, entretenant les déficits de conte courants, alors que les pays du centre, avec une basse inflation et des taux réels plus élevés, ont vu baisser la demande interne et augmenter leur compétitivité :

> *« the booming economies of the euro area received further stimulus as their above-average inflation rate led to lower interest rates in the face of virtually*

[97] cf. infra II, 2.3.
[98] Baldwin R., Giavazzi F. (dir.) (2015b), p.34.

identical nominal interest rates across the euro area. The combination of further demand stimuli from falling real interest rates and the progressive appreciation of the real exchange rate fostered further increases inn the current account deficit. Conversely, countries with below-average inflation rates, in particularly Germany, faced relatively high interest rates. High real interest rates reduced domestic demand and imports while gains in competitiveness enhanced the export performance, with both effects driving the current account upwards »[99]

Ainsi il semble bien que les effets de rattrapage par la circulation des capitaux ne se soient pas réalisés, comme d'ailleurs l'histoire des pays en voie de développement nous a appris : la libéralisation financière n'a jamais été la voie pour l'industrialisation, mais plutôt elle a mis en crise des processus de développement bien engagés dans un contexte de répression financière[100]

Malgré son ambitieux projet d'union politique, l'Union Européenne n'est actuellement qu'un accord d'intégration économique. Cela apparait par la liste de ses compétences décrites par l'article 3 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne (TFUE) :

« L'Union établit un marché intérieur. Elle œuvre pour le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la stabilité des prix, une économie sociale de marché hautement compétitive, qui tend au plein emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement. Elle promeut le progrès scientifique et technique…

Elle promeut la cohésion économique, sociale et territoriale, et la solidarité entre les Etats membres. »[101]

On peut remarquer deux choses : la première est l'intention de promouvoir une économie « *hautement compétitive* », on peut alors se demander avec qui ; et ensuite le même article déclare que l'union « *promeut la cohésion …et la solidarité entre les Etats membres* », alors que l'histoire de la zone euro, surtout à partir de la crise financière globale, a montré un manque de solidarité patent. En fait, la solidarité aurait

[99] European Commission (2009)
[100] cf. Diaz-Alejandro (1985) ou Stiglitz (2002).
[101] Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne (2016).

dû se manifester par une intégration fiscale[102] qui n'a jamais été sérieusement envisagée, quand pourtant plusieurs économistes[103] en faisaient noter la nécessité pour pallier aux difficultés créées par le manque du taux de change. Cela parce que les pays membres sont *structurellement* différents, et tout transfert budgétaire se serait probablement réalisé toujours dans le même sens (des pays du centre aux pays périphériques)[104]. A la place d'une réelle intégration, on se contente des critères de convergence nominaux, les critères de Maastricht, qui ne servent qu'à discipliner la gestion de la finance publique. L'intégration véritable des économies aurait demandé le soutien à une action forte des Etats membres dans la gestion de l'économie et une véritable volonté politique[105].

Les critères de Maastricht furent plutôt conçu comme une « *contrainte extérieure* »[106] pour discipliner des Etats (notamment l'Italie) supposés avoir une gestion laxiste, voire corrompue. Pourtant comme la crise financière l'a démontré, le secteur privé ne se montre certes pas moins laxiste, et en plus, il doit être finalement sauvé par l'argent public. Mais cette logique de contrainte extérieure se heurte aussi aux paradoxes de la vulgate européiste : on nous a largement expliqué que l'avantage de la monnaie unique résidait principalement dans la baisse importante des taux d'intérêt. Or, il s'agissait de taux moyens, définis par la banque centrale et tirés vers le bas par les économies de pays plus forts économiquement[107]. Cela a produit la mauvaise allocation des capitaux distribués trop facilement au secteur privé, et ensuite a produit la crise financière. Le libéralisme foncier des traités de l'Union, qui devrait inciter à interférer le moins possible avec les marchés, est ensuite, en pratique, contredit par la volonté de fixer des taux uniques qui altèrent systématiquement les forces de l'offre et de la demande :

> *« Here we face again the Europeanist market schizophrenia. In principle, the market fundamentalism of European Treaties would suggest that it would be unwise to interfere with the 'natural' mechanism of interest rate determination*

[102] C'est-à-dire un mécanisme de compensation automatique des différences économiques structurelles ou conjoncturelles.
[103] Kaldor (1971), Mundell (1961), Stiglitz (2002).
[104] Bagnai A. (2015) p. 117
[105] ibid.., p. 118
[106] traduction de l'italien « *vincolo esterno* » qui a été le noyau de fortes polémiques aussi bien au niveau des médias que de la recherche en économie et politique.
[107] Il y a eu aussi un mouvement mondial de baisse des taux d'intérêt, engagé par les taux artificiellement bas de la *Federal Reserve* de l'époque Greenspan.

(no matter what it is). A less fundamentalist view would suggest that markets need to be regulated. Progressive thinking would probaly agree with the latter view. However, as was already pointed out, it is one thing to regulate markets, and another, completely different, thing to systematically alter their functioning to possibly benefit the stronger. By bringing financial integration without market regulation, 'Europe' fostered financial indiscipline… »[108]

En fait la politique européenne a plutôt entretenu l'indiscipline des marchés par trois mécanismes : le crédit trop facile pour les pays de la périphérie les a incité à des dépenses non productives en consommation et en immobilier et un endettement excessif; l'abolition du risque de change a amené les marchés à sous-estimer la perception du risque de crédit ; l'intégration financière rend les transferts de fonds très faciles d'un pays à l'autre, donc les fuites de capitaux aussi.

Ainsi, les critères de convergence se sont montré inefficaces, voire dommageables pour l'intégration économique et ont exacerbé les problèmes largement prévus par les économistes et dus aux différences structurelles profondes existantes entre les pays de la zone.

D'un point de vue économique, l'Union Européenne n'est pas une Zone Monétaire Optimale (ZMO)[109], les systèmes économiques ne sont pas homogènes, et, étant donnée la rigidité extrême du change avec la monnaie unique, tout ajustement macro-économique doit se faire par la dévaluation interne, c'est-à-dire essentiellement par les réformes structurelle du marché du travail.

D'un point de vue institutionnel, quand l'Eurozone fut mise en place la souveraineté monétaire fut soustraite aux Etats membres et transférée à l'Union, mais une des principales institutions à garantie de la stabilité monétaire manquait : le prêteur de dernier ressort, fonction nécessaire d'une banque centrale. Ni les banques centrales nationales ni la Banque Centrale Européenne ne peuvent financer les gouvernements[110]. Les Etats membres se trouvaient donc à émettre leur dette dans une

[108] Bagnai A. (2015) p. 118-119
[109] cf. infra II, 2.1.
[110] Le problème a été partiellement résolu par les programmes OMT et QE de la Banque Centrale Européenne, qui outrepasse probablement, sous la poussé de la nécessité, les pouvoirs octroyés par les traités,(cf. infra III, 2.4.) Mais même les politique de QE récemment mises en place par la Banque Centrale Européenne n'ont pas la même efficacité que dans le pays avec une véritable banque centrale, parce que la Banque Centrale Européenne achète les titres sur le marché secondaire, et donc ne monétise pas tout à fait la dette.

monnaie sur laquelle ils n'avaient aucun contrôle, d'autre part l'euro n'avait pas le support de l'autorité étatique. C'est ainsi, entre autres choses, qu'une crise de liquidité dégénère en une crise de solvabilité.

Le problème réside dans la double séparation, à l'intérieur de la zone euro, entre la sphère monétaire et la sphère économique, puis aussi entre l'autorité monétaire et la responsabilité politique. Ainsi l'espace monétaire reste indépendant aussi bien de la sphère économique que de la responsabilité politique, et cela est formalisé par l'indépendance de la Banque Centrale Européenne inscrite dans les traités sur la base de la conviction néolibérale de la nécessité de soustraire le pouvoir monétaire au pouvoir discrétionnaire politique.

C'est donc la démocratie qui semble être destinée à être sacrifiée par cette structure rigide, mais cela ne peut se faire sans des remous sociaux importants.

Les tensions et les déséquilibres ont été largement remarqués dans la littérature scientifique depuis des décennies[111] et la seule manière de résoudre ces problèmes serait d'avancer vers la construction d'un véritable Etat unitaire comme par exemple les Etats-Unis. Mais les conditions politiques pour renoncer à d'autres larges parts de souveraineté se font de plus en plus difficiles. L'Eurozone stagne dans un processus de sortie de crise qui n'aboutit pas vraiment, sans avoir les instruments pour agir efficacement, et ni les Etats membres ni l'Union n'ont assez de pouvoir pour cela. Les peuples se montrent de plus en plus déçus et hostiles à cette construction imparfaite et impuissante, qu'on perçoit trop lointaine et détachée du territoire.

Les économistes américains surtout ont toujours été très sceptiques face à ce projet. Comme l'explique R. Dornbusch, les observateurs de la construction européenne peuvent se classer selon trois arguments : «*It can't happen. It's a bad idea. It won't last* »[112].

Leur principale critique vient de la théorie des Zones Monétaires Optimales[113] : une zone qui se donne une monnaie unique sans en avoir les caractères

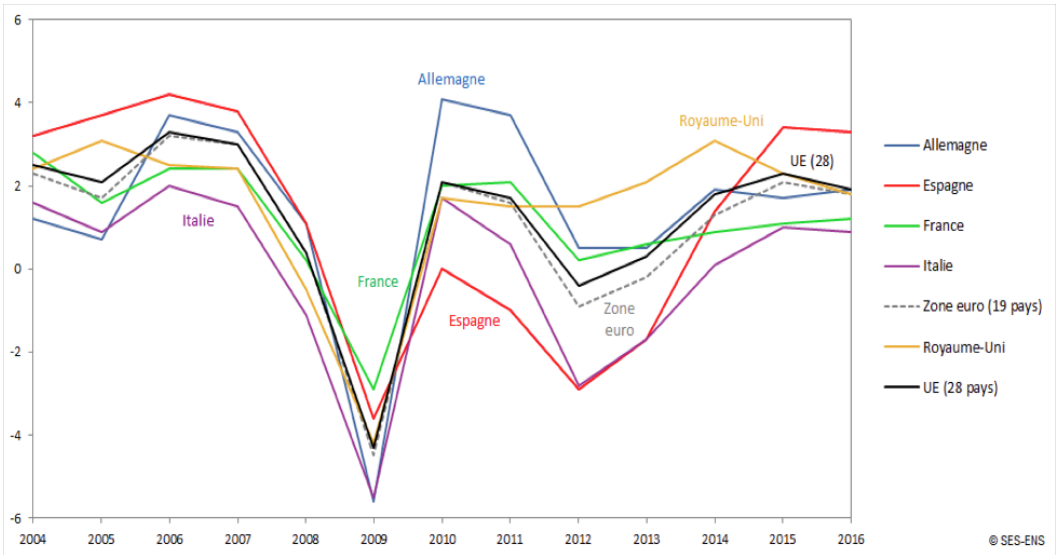
[111] Cf. Jonung L. , Drea E. (2009),
[112] Cité par Jonug et Drea (2009), p. 4
[113] cf. infra II, 2.1.

requis, c'est-à-dire sans être une zone monétaire optimale, se brisera au premiers choc, à cause des divergences internes croissantes.

Les économies des pays de la zone euro n'ont fait que diverger de plus en plus, notamment depuis le début de la crise, qui a rendu évidentes les asymétries qui se creusaient déjà depuis le début. Les politiques d'ajustement structurel prévues par les traités, qui auraient dû permettre la convergence des économies de la zone vers une zone monétaire optimale n'ont fait que réduire les taux de croissance et enfermer les économies dans un carcan potentiellement (et puis effectivement) déflationniste. La réduction du projet européen à l'unification monétaire a aussi éloigné le population de la possibilité de s'identifier à ce projet, dans la mesure où il se révèle de plus en plus adapté à la conservation des intérêts d'une élite économique sur laquelle les populations et les Etats n'ont pas de pouvoir effectif.

La cohésion sociale de la zone euro est menacée par la divergence économique qui apparaît dans la comparaison entre les évolutions du PIB des divers pays à travers la crise. Certains pays, comme l'Allemagne ont aujourd'hui largement dépassé leurs niveaux d'avant crise, d'autres, par exemple l'Italie, n'arriveront pas à rattraper ce niveau avant la moitié des années 2020, probablement.

Taux de croissance du PIB en volume de 2004 à 2016 dans l'Union Européenne, la zone euro et quelques pays de l'Union Européenne (%)[114]



Source : Eurostat[115]

[114] ENS Lyon, Ressources en Sciences Economiques et sociales

Quelques premières réserves ont été exprimées par la BCE seulement après le début de la crise et son développement. Dans des rapports de 2011[116] , la BCE admet que l'intégration financière peut augmenter le risque de volatilité et de transmission des chocs financiers, notamment une fois atteint un dégrée de « sur-intégration »[117] au-delà duquel il n'y a plus de diversification optimale de l'allocation de capitaux. Ce niveau de « sur-intégration » n'est pourtant pas bien défini, et cela permet les interprétations les plus floues, et laisse intacte la conviction que l'intégration financière est globalement avantageuse économiquement et financièrement.

Etant donné le mandat de la BCE visant la stabilité financière (et surtout des prix) inscrite dans les traités, l'intégration financière a toujours été considérée comme nécessaire pour assurer l'accomplissement des missions de l'institution. En fait, le lien entre l'intégration et la stabilité financière en zone euro se fait à travers trois facteurs : 1) le degré de pénétration des banques étrangères, 2) le degré d'intégration du marché interbancaire, 3) l'intégration des marchés financiers intra zone.

Dès le début de la crise, il est apparu que la présence importante de banques étrangères pouvait déstabiliser l'économie par un rapatriement soudain de capitaux, et que le marché interbancaire tout comme le marché des capitaux pouvait se bloquer tout aussi soudainement. La difficulté de l'Union Européenne de faire face à un choc initialement exogène est alors mise en question, et demande des analyse approfondie, quant à la responsabilité d'une intégration financière trop profonde ou pas assez, selon les points de vue et l'interprétation des données.

L'interprétation *mainstream* de l'intégration financière, qui a été adoptée par les institutions financières internationales, a été la vision simpliste que la convergence de certains indicateurs nominaux devait réfléchir l'intégration financière et la convergence économique. Ainsi la stabilité des prix et une baisse des variations de prix entre les Etats membres auraient dû être les préconditions à cette convergence, qui donc serait guidée de manière exogène par la politique monétaire vers un équilibre de la croissance.

[115] Comptes nationaux annuels (série tec 00115, dernière mise à jour 11/12/2017)
[116] Cité par Passarella Veronese (2014), p. 9, Forster et al. (2011)
[117] BCE (2010)

Mais cette interprétation néglige le fait que le marchés financiers sont fortement dépendant de la structure politique qui en est le substrat, des asymétries d'ordre politique, social et géographique, qui organisent hiérarchiquement la discontinuité économique et financière: la forme et l'impact de l'intégration financière dans chaque pays est due à sa place spécifique à l'intérieur d'un monde financier globalisé, où la libre circulation de capitaux est, en elle-même, la source de cette hiérarchie financière globale.

Par exemple si l'on examine les flux d'investissements directs à l'étranger (*Foreign Direct Investement,* FDI), comme le fait Eurostat[118], on réalise que ces flux ont été discontinus et volatils entre les différent pays de l'Union Européenne. Les flux de capitaux ne semblent pas sensibles aux structures propres de la zone euro, mais plutôt sensibles aux conditions spécifiques du pays d'origine et aux tendances globales de la finance internationale : une tendance à l'intégration avec toutefois une préférence nationale s'est transformé soudainement dans un choc asymétrique suite à des comportements des investisseurs plus ou moins enclins à la prise de risque pour des raisons d'ordre politique autant que financier ou économique. Il faut aussi remarquer que le FDI ne sont qu'une partie des capitaux investis : la plus grande partie est composée d'investissements de portfolio à court terme, et sont donc bien plus volatils. Les investissements de portfolio après le début de la crise se sont portés des actions vers les obligations, et des valeurs privées à celles publiques, en cherche de sécurité[119].

Les déséquilibres dans les mouvements de capitaux entre les pays de la zone euro et de l'enseble l'Union Européenne furent regardé, au début comme une preuve d'une plus forte intégration financière mutuellement bénéfique, mais, avec la crise de la dette, ils ont révélé la croissante asymétrie structurelle entre les pays du centre et de la périphérie européenne. Les capitaux se sont concentrés et centralisés dans les pays plus forts, et ainsi ils ont fragmenté les marchés.

Or, il s'agissait essentiellement de capitaux *privés*, et non pas de dette publique : les premiers pays touchés par la crise étaient en effet des pays, comme l'Irlande ou l'Espagne, qui avaient une dette publique très basse par rapport au PIB,

[118] BCE (2010), ch. III, p. 83-97.
[119] Passarella Veronese (2014), p. 23

largement dans les critères de Maastricht, mais une dette privées, des ménages et des entreprises, très élevée.

Durant les années qui ont précédé la crise financière, les déficits du secteur privé se sont accumulés dans certains pays de la zone euro, tandis que un excédent se créait dans d'autres :

> *« During the years prior to financial crisis, sectorial imbalances were building across the private sector of some of the countries in the euro area, creating a dichotomy between those countries that were generating surpluses in their private sector and those generating deficits. During this period many governments failed to build up a surplus positions substantial enough to cushion the effect of the eventual downturn in the cycle ; at th same time, in the contexte of a growing economy, private sector imbalances rose. »*[120]

Déjà en 2011 la BCE reconnaissait que les problèmes de la zone euro provenaient d'une accumulation de la dette du secteur privé. Mais elle identifiait la responsabilité des gouvernements dans le fait de n'avoir pas su anticiper un changement dans le cycle économique. Le problème, comme tous les gouvernements et les banques centrales savent dans les périodes de croissance, est que tenter de prévoir les changements de cycle et se prémunir, signifie brider la croissance *actuelle*, voir déprimes l'économie. Ainsi, il est bien rare que la politique économique en phase de croissance anticipe des temps plus durs.

Or, le secteur privé a bénéficié d'une hausse importante du levier d'endettement. Les institutions financières en particuliers ont réduit leurs activités d'intermédiation pour la confier à des institutions ayant des contraintes de fonds propres moins exigeantes, notamment par des pratiques de titrisation. Les chaînes d'intermédiation se sont allongées, masquant les niveaux élevés du levier d'endettement, mais l'inversion des prix qui s'est manifestée avec la crise financière a rendu visible la pénurie de capitaux et donc rendu nécessaire le processus de désendettement avec des effets récessif sur l'économie mondiale[121].

La hausse du levier d'endettement a aussi une origine plus lointaine, dans la baisse structurelle des taux d'intérêt directeurs à partir des années 1990, suite à la

[120] BCE (2011), p. 119
[121] ibid.., p. 120

baisse de l'inflation et à l'afflux massif de capitaux provenant des pays émergents. L'endettement bon marché a contribué à l'augmentation des ratios d'endettement des investisseurs et leur dépendance des marchés financiers et des institutions financières.

En même temps la stagnation des revenus et la concentration des richesses ont soutenu une demande de crédit croissante, se substituant à l'augmentation des revenus. La fin des années 1980 marque la fin de la « répression financière », c'est-à-dire le contrôle des mouvements internationaux de capitaux et le contrôle aussi de l'État sur les circuits de l'épargne[122]. Commence la période de l'indépendance des banques centrales, mais aussi la stagnation des revenus du travail. Comme l'expliquent Furceri et Lungani, la libéralisation des mouvements de capitaux augmente les inégalités et diminue la part du travail dans la distribution des revenus :

> *« we find that, on average, capital account liberalization reforms increase inequality and reduce the labor share of income in the short and medium terme. We also find that the level of development and the occurrence of crisis play a key role in shaping the response of inequality to capital account liberalization reforms. »*[123]

Or, si la stagnation, voire la baisse des salaires, ne peuvent pas soutenir la demande, celle-ci est soutenue alors par l'endettement, public et privé. La dette alors nécessite la garantie d'une monnaie stable, pour pouvoir attirer les capitaux étrangers. Cette garantie est généralement donnée par un régime de changes fixes, ou, dans le cas de l'Union Européenne, par la monnaie unique[124].

La discipline des marchés est censée s'exercer sur les Etats trop endettés et/ou trop dépensiers en les obligeant à suivre une politique d'austérité pour garantir le remboursement de la dette. La structure de l'Union Européenne a pleinement accepté cette logique des marchés, jusque dans sa structure juridique[125]. Le pouvoir de la discipline des marchés contraint les Etats membres de l'Union à limiter les dettes et les déficits, ensemble aux règles de Maastricht et au *Fiscal Compact.*

[122] cf. Reinhardt, Sbrancia (2011), description de la libéralisation des marchés des capitaux. Le plus grand nombre de privatisations semble se concentrer entrer 1975 et 1985, globalement.
[123] Furceri D., Prakash L. (2015), p. 2.
[124] Cf. K. Featherstone, (2001),
[125] Schepel H. (2017),

Ensuite, l'intégration financière a été promue par la volonté de constituer une véritable union bancaire, un cadre institutionnel qui devrait garantir une « *allocation libre et efficace des capitaux au sein de l'union monétaire* »[126]. L'Union bancaire vise à éviter l'implication des Etats dans les crises bancaires et à éviter tout mécanisme de sauvetage automatique (*bail-out*), en brisant le cercle vicieux formé par la récente re-fragmentation européenne du marché des capitaux.

La crise financière a frappé avant tout des pays qui avaient une dette publique très basse, l'Espagne et l'Irlande, alors que la dette privée explosait. Face aux difficultés du système bancaire, les Etats on dû intervenir, et cela dans presque tous les pays européens, pour financer le sauvetage des banques par les ressources fiscales nationales. La dette publique finit alors par exploser et augmenter les déséquilibres financiers dans la zone. Au début de 2016, l'Union Bancaire Européenne, dans ses deux premiers volets est entrée en vigueur, mais le troisième volet, la mutualisation de l'assurance sur les dépôts, a pratiquement été abandonné par la réticence de l'Allemagne. Celle-ci se refuse à toute mutualisation de la dette et craint de devoir payer pour la faillite de banques étrangères. En cas de difficulté, il ne faut surtout pas compter sur la solidarité de l'Union Monétaire :

> *« Within a year, Germany and its allies had obtained:*
>
> *1. the exclusion from the banking union of any common deposit insurance scheme;*
>
> *2. the retention of an effective national veto over the use of common financial resources;*
>
> 3. *the likely exclusion of so-called 'legacy assets' – that is, debts incurred prior to the effective establishment of the banking union – from any recapitalisation scheme, on the basis that this would amount to an ex post facto mutualisation of the costs from past national supervisory failures (though the issue remains open);*
>
> *4. most importantly, a very strict and inflexible burden-sharing hierarchy aimed at ensuring that (a) the use of public funds in bank resolution would be avoided under all but the most pressing circumstances, and even then kept to a minimum, through an application of a strict bail-in approach; and that (b) the primary fiscal responsibility for resolution would remain at the national level, with the mutualised fiscal backstop serving as an absolutely last resort. »* [127]

[126] de Sola Perea (2014), p. 135
[127] Fazi T. (2016).

En cas de difficulté, les créditeurs, les détenteurs d'action et d'obligations et même les déposants doivent participer aux pertes d'une banque et à sa recapitalisation. Si ces contributions ne sont pas suffisantes, l'Etat national peut intervenir par ses propres ressources, ou en empruntant sur les marchés financiers, ou, en dernier recours, et avec des conditions très rigides, faire appel au mécanisme unique de résolution et le fonds unique de résolution. Mais, comme le reconnais le FMI, le fonds ne sera pas suffisant en cas de crise :

> *« There has been substantial progress towards a more complete banking union. The transition to a single supervisor—the Single Supervisory Mechanism (SSM)—will facilitate cross-border liquidity provision, thereby reducing fragmentation. Single Resolution Mechanism (SRM) decision-making procedures have been simplified. And, the timetable for mutualization of the Single Resolution Fund (SRF) has been shortened. »*[128]

En tout cas, l'Etat qui fait demande d'aide au système bancaire sera soumis aux mêmes conditionnalités imposées aux pays qui ont demandé l'aide financière de l'Europe dans les dernières années : austérité et réformes structurelles.

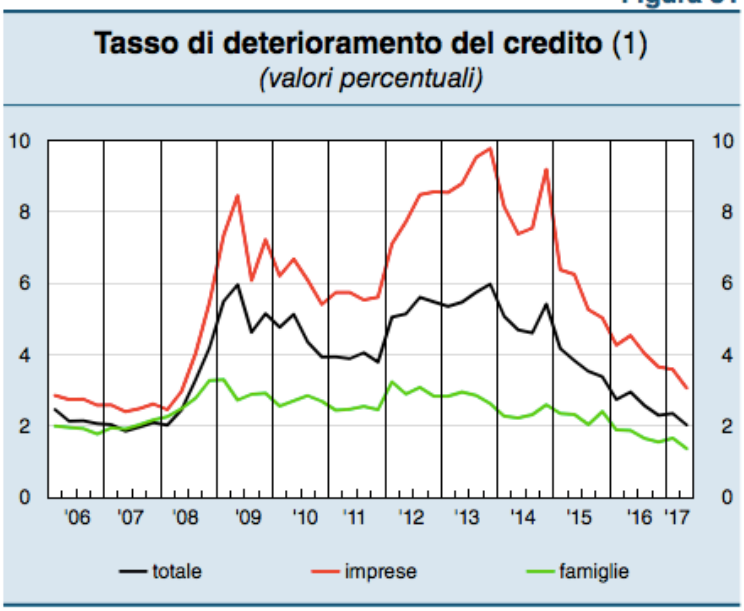
A l'heure actuelle il semble que les problèmes du système bancaire italien et allemand éloignent définitivement toute espoir d'une quelconque efficacité de ce cadre.

En Italie, les *non performing loans* (NPL) détenus par les banques en 2013, ont atteint presque 10% des prêts totaux. Ces crédits détériorés ne peuvent plus être remboursé partiellement ou entièrement, à cause de la crise que frappe le pays et rends les petites entreprises et les ménages incapables de rembourser leurs dettes.

[128] IMF (2014)

Taux de crédit détériorés en pourcentage des crédits totaux dans les banques italiennes :

Figura 31



Fonte: Centrale dei rischi.
(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati in rapporto alle consistenze dei prestiti, al netto dei prestiti deteriorati rettificati alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, ove presente.

source : Banque d'Italie[129]

Les banques italiennes, généralement de petite taille, travaillent essentiellement dans le secteur traditionnel du crédit à l'économie réelle, et n'ont jamais été très présentes sur les marchés des capitaux internationaux, sauf pour les deux plus grandes entre elles, Unicredit et Banco San Paolo. Plusieurs petites banques ont déjà fait faillite quand l'Italie a appliqué la règle du *bail-in*, contraignant les épargnants à absorber les pertes, ce qui a mis en difficulté le gouvernement. L'Italie a tenté de négocier avec la Commission et la BCE la possibilité d'aider son système bancaire, mais aucun accord n'a été trouvé. Actuellement, les crédits détériorés ont été vendus en partie avec des plans de redressement mis en place par les banques, parfois avec l'aide de la garantie de l'Etat. La situation s'améliore progressivement, même si les pertes restent importantes. Il est aujourd'hui improbable que, en cas d'autres difficultés, le gouvernement puisse encore appliquer les règles de l'Union bancaire.

[129] *Banca d'Italia* (2017), p. 36

En Allemagne aussi, le secteur bancaire se trouve en difficulté, notamment la banque plus importante, Deutsch Bank, mais aussi les banques régionales, qui sont toutefois exclues du contrôle européen. Le système bancaire allemand est très fragmenté, et souffre de taux d'intérêt négatifs dus à la politique de la BCE[130], qui mine la rentabilité du secteur et dépend de l'aide des *Länder* ou de l'Etat :

> *« while private retail lenders have merged to cut costs and cooperative lenders have restructured to fit times, Germany's savingx banks still rely on archaic, inefficient structures. The branches are owned by municipalities or, in some cases, states. They are linked by stabilizing cross-garantees as well as a top-heavy network superstructure that includes 6 wholesale banks, 8 mortgage providers and 11 separate insurance companies »*[131]

Deutsch Bank est considérée comme une banque systémique, dont les difficultés pourraient affecter le système international, et surtout le gouvernement allemand, qui a déjà dû renflouer cette banque au début de la crise financière, à cause de ses investissements sur les marchés des capitaux. Cette banque possède un effet un portefeuille de produits dérivés d'une valeur théorique de 52,000 milliards d'euro, dont on ne connaît pas la valeur réelle. Dans les dernières années elle a eu besoin de recapitaliser plusieurs fois, a dû payer des amendes pour mauvaise gestion, et a aussi changé plusieurs fois sa direction.

Ces deux pays illustrent bien les tensions à l'intérieur de la zone euro quant à gestion des crises bancaires : si l'Allemagne tente de sauver la rentabilité de ses banques et veut garder la possibilité d'échapper au contrôle européen sur une grand part de son système, les autres pays ne sont pourtant pas prêt à se soumettre aux ajustements sans un effort commune vers un budget fédéral.

2.1. La théorie des zones monétaire optimales de R. Mundell

R. Mundell en 1961 élabora une théorie de la monnaie unique dans un ensemble de pays pour répondre aux défis de la libéralisation du commerce et des

[130] Comfort N. (2016)
[131] Bulkeley A. (2017),

mouvements de capitaux. Dans ce but une monnaie unique présentait deux avantages : l'un est d'éliminer les coûts de transaction et les incertitudes du marché des changes, l'autre est la possibilité de mener une politique monétaire unique.

Il faut pourtant noter que les coûts de transactions et les incertitudes du change sont importantes seulement en cas d'un régime de changes flottants sous la pression de marchés des capitaux pleinement libéralisés. Si les mouvements de capitaux notamment de court terme sont contrôlés et les changes ajustables, le problème cité est largement réduit. L'avantage de mener une politique monétaire unique est aussi très discutable, notamment à l'intérieur de la théorie des zones monétaires optimales.

La théorie de Mundell vise à contrer l'argument de Friedman[132] selon laquelle la flexibilité du change peut compenser une insuffisante flexibilité des prix internes. Nous sommes dans la période de Bretton Woods, avec des changes rigides, ajustables par décisions collective. Comme Friedmann, Mundell aussi identifie trois principaux facteurs dans les crises de balance des paiements : le taux d'échange, la rigidité des prix et la rigidité des salaires. Mais il conteste que la flexibilité du change soit une solution, comme l'analysait Friedman. Il essaie de comprendre quels sont les critères économiques qui feraient qu'une région pourrait décider d'adopter une monnaie commune.

Mundell admet que la flexibilité des changes peut résoudre un problème de déséquilibre dans la balance des paiements, mais il reconnaît aussi qu'elle ne peut pas résoudre les problèmes de déséquilibres internes, entre différentes parties d'un même pays. Il en déduit que le régime de change n'est pas forcément pertinent :

> *« The flexible exchange rate system does not serve to correct the balance-of-payments situation between the two regions (which is the essential problem) although it will do so between two countries ; it is therefore non necessarily preferable to a commun currency or national currencies connected by fixed exchange rates »*[133]

Il faut dire qu'il ne considère pas la possibilité d'une politique de compensation des déséquilibres par les transferts budgétaires, ce qui va devenir un des problèmes principaux de l'Union Européenne. Dans une zone monétaire, soit un pays,

[132] Friedman M. (1953).
[133] Mundell (1961), p. 660

soit un ensemble de pays, la contrepartie de la rigidité des changes doit se trouver dans la solidarité fiscale et budgétaire, pour rééquilibrer les hétérogénéités internes, surtout face à un choc exogène. Cela est particulièrement évident dans le cas des pays avec une structure fédérale, où la dépense de l'Etat fédéral dépasse généralement 50 % du budget pour que le système fonctionne, avec une forte autonomie fiscale des Etats fédérés.

Cette théorie de R. Mundell de 1961 dit que les pays appartenant à une zone monétaire optimale doivent avoir des systèmes économiques homogènes, et en particulier des cycles économiques corrélés, de manière à réagir symétriquement aux chocs exogènes. La monnaie unique en fait, empêche l'économie nationale de répondre à ces chocs par une politique monétaire indépendante ou par une dévaluation, et les politiques communes ne peuvent pas d'adapter à tous les pays, à cause d'une hétérogénéité précédente. Or, les pays de l'Eurozone n'ont pas des cycles économiques synchrones. Ils ont subi un choc asymétrique après la crise des *subprime*s, sans avoir les caractéristiques qui leur auraient permis de faire face à la crise, car leurs cycles économiques n'étaient pas synchronisés et il n'y avait pas de véritables mécanismes d'ajustement. On supposait que la monnaie unique aurait provoqué la synchronisation des cycles et que la zone euro serait devenue une zone monétaire optimale de manière endogène :

> *« Economic theory focuses attention on cyclical convergence as a critical factor for a successful monetary union. Economies are said to display cyclical convergence is when they are in the same phase of the business cycle at the same time and move in synch. As put forward in the Optimum Currency Area theory, if business cycles are not synchronized, the optimal monetary policy will diverge across countries, making countries worse off wigh a common monetary policy than outside the monetary union. In the absence of adjustement mechanisms, idiosyncratic business cycles leave a tough burden for national fiscal policy to offser asymmetric shocks. The euro area was not generally considered an OCA at the outset. First, cyclical synchonization was limited. Second, the adjustement mechanisms were weak, including labor mobility and fiscal transfers. However, some, notably Frankel and Rose (1997, 1998), expected trade-creation effects would boost business cycle synchronization, and the EMU would endogenously became an OCA »*[134]

[134] J. Franks (2018), p.7.

Dornbusch écrit dans *Foreign Affairs* en 1996[135] que les ajustements reposaient sur les pressions sur le marché du travail et sur la déflation interne :

> *« The most serious criticism of EMU is that by abandoning exchange rate adjustements it transfers to the labor market the task of adjusting for competitiveness and relatives prices...losses in output and employment (and the pressure on the European central bank to inflate) will predominate »*

Dominik Salvatore en 1997 dans l' *American Economic Review* confirme ces prévisions, en mettant en relief l'hétérogénéité de la zone et la politique monétaire restrictive que la BCE aurait mis en place (du moins jusqu'à l'arrivé de Draghi) :

> *« Moving to a full monetary union in Europe is like putting the cart before the horse. A major shock would result in unbearable pressure wihin the Union because of limited labour mobility, inadequate fiscal redistribution, and a ECB that will probably want to keep monetary conditions tight in order to make the euro strong as the dollar. This is surely the prescription for major future problems »*[136]

La rigidité produite par la monnaie unique devait être compensée par d'autres mesures possibles de flexibilisation et diversification des économies[137], qui ne se sont jamais appliquée véritablement :

- une plus grande mobilité des facteurs de production, par laquelle les travailleurs au chômage des pays en déficits peuvent chercher un emploi dans les pays en surplus ;
- une plus grande flexibilité des salaires, qui permet un e récupération rapide de la compétitivité perdue ;
- une grande diversification de la production, étant donné que tous les secteurs ne sont pas frappés par la crise de la même manière ;
- une plus grande ouverture au commerce internationale, pour rééquilibrer les échanges ;
- la convergence des taux d'inflation, autrement les différences creuseront un fossé entre les pays en surplus et ceux en déficits ;

[135] Dornbusch (1996), p. 120
[136] Salvatore D. (1997), p. 224-226.
[137] BagnaiA. (2012), p. 118.

- l'intégration fiscale, car en cas de déséquilibres, une autorité centrale doit pouvoir transférer des ressources des pays en expansion vers les pays en récession.

Les critères de convergence élaborés à Maastricht sont largement insuffisants pour garantir une réelle convergence des économies, ce sont des critères purement nominaux, qui définissent un toit maximal pour les déficits et la dette sans se donner les moyens de les atteindre. De fait, ces critères ont été largement violés par tous les pays. En pratique aucune des mesures listées ci-dessus ne s'applique vraiment à l'Eurozone :

- la mobilité des facteurs de production est très limitée à cause des différences de langue, culture, de systèmes éducatifs et de régimes de sécurité sociale; la crise a sûrement poussé beaucoup d'européens à se déplacer, mais cela reste marginal face à l'ampleur du chômage ;
- la flexibilité des salaires n'est comprise que comme coupe dans les salaires des pays en déficit, sans contrepartie dans les pays en surplus, et trouve une forte opposition dans la population ;
- la diversification de la production est difficile, voire impossible dans les petits pays, qui tendent plutôt vers la spécialisation ;
- l'ouverture au commerce extérieur n'évite pas le choc, comme par exemple en Italie, pays exportateur très ouvert, mais fortement frappé par la crise ;
- les taux d'inflation en zone euro n'ont jamais convergé, au contraire ils ont été la principale raison des flux de capitaux internes avant la crise ;
- l'intégration fiscale, dont on parle beaucoup, reste globalement ignorée par les autorités nationales et supranationales ; ce problème a été occulté dès le début de la construction, pour les problèmes politique qu'il présente.

La théorie des zones monétaires optimales était connue des économistes des deux côtés de l'Atlantique, mais en Europe on avait considéré qu'il s'agissait d'une théorie dépassée, parce qu'après la complète libéralisation des mouvements de capitaux, les pays n'avaient plus vraiment une politique monétaire autonome.

On a voulu alors soutenir la théorie *endogène* des zone monétaire optimales, c'est-à-dire que la création de la monnaie unique aurait crée elle-même les conditions de son optimisation[138] : le pays en expansion, en achetant plus de marchandises auprès des partenaires auraient traîné la croissance de toute la zone, y compris les pays en récession. L'histoire nous a ensuite raconté une réalité différente.

Déjà dans l'article de Mundell en 1961 il est fait état de cette différence entre deux manières de concevoir la théorie des zones optimales, exogène ou endogène :

> *« In Western Europe the creation of the Common Market is regardes by many as an important step toward eventual political union, and the subject of a common currency for the six countries has been much discussed. One can cite the well-known position of J.E Meade who argues that the conditions for a common currency in Western Europe do not exist, and that, expecially because of the lack of labor mobility, a system of flexible exchange rates would be more effective in promoting balance-of-payments equilibrium and internal stability ; and the apparently opposite view of Tibor Scitovsky who favors a common currency because he believes that it would induce a greater degree of capital mobility, but further adds that steps must be taken to make labor more mobile and to facilitate supranational employment policies »*[139]

Il était déjà énoncé que selon Meade[140] les conditions exogènes ne sont par réunies pour le Marché Commun et que un régime de changes flexibles serait plus adapté. Par contre, selon Scitovsky la monnaie unique conduirait à une plus grande intégration des marchés financiers et de l'économie.

C. Goodhart a été un critique des théories basée sur la zone monétaire optimale, soutenant plutôt que le problème réside dans la souveraineté politique. Il voit les théories sur la zone monétaire optimale comme une extension du « *métallisme* »[141], dans la mesure où la monnaie garde une valeur intrinsèque, et elle est introduite dans l'économie pour son efficacité, en tant qu'instrument pour faciliter les échanges, mais qu'elle n'a pas d'effets réels sur le long terme. Ce point de vue a en effet été adopté dans la construction de la monnaie unique, fondée sur la séparation de la sphère monétaire et de la souveraineté politique.

[138] Rose A.K. (2002)
[139] Mundell (1961), p. 661.
[140] Cité par Bagnai (2012), p. 119
[141] Cesaratto S. (2015), p. 2

En réalité, l'unification de la monnaie n'a pas porté à l'unification des prix, ni d'ailleurs à une augmentation importante des échanges intra-zone[142] : l'euro n'a pas effacé les divergences, mais a fortement érodé le modèle social européen. L'impact sur le commerce interne a été estimé de 4,7 % à 6,3 % du PIB de la zone, qui est très loin des estimations les plus pessimistes, qui donnaient le pourcentage de 20 %[143] (et jusqu'à 300%)[144] au moment de l'introduction de l'euro.

En réalité, la théorie des zones monétaires optimales revient à une recherche sur les régimes de change et leur pertinence par rapport aux économies régionales. Il ne peut pas exister un régime de change adapté à toutes les situations et à tous les pays, et la discussion technique sur les avantages d'un système ou d'un autre renvoie à la décision politique de l'opportunité de la certitude du change fixe, ou monnaie unique, dans une situation déterminée. D'ailleurs le choix de l'unification monétaire européenne a été essentiellement un processus de choix politiques.

Dans l'analyse de la théorie des zones monétaires on arrive à un paradoxe : l'unification monétaire est possible et souhaitable si les économies nationales sont homogènes et les cycles s'accordent ; or, dans ce cas on n'a plus vraiment besoin de l'union monétaire, car les changes s'accordent naturellement, et n'aurait pas besoin d'intervention d'ajustement. Si les économies ne sont pas alignées, leur taux de change est excessivement volatile, la monnaie unique peut alors stabiliser ce marché, mais aux prix de creuser les divergences économiques internes, comme le coût du travail, la production, l'inflation.

Paradoxalement on pourrait exprimer cette idée en disant que

> *« …l'unification monétaire se rend nécessaire seulement là où est nocive, c'est-à-dire seulement là où elle implique l'abandon d'un élément de flexibilité (celle du change) utile pour absorber les chocs ou compenser des divergences structurelles »*[145]

En réalité, il faudrait considérer la théorie des zones monétaires optimales de manière plus constructive, comme une sorte d'indication du parcours à suivre pour

[142] cf. Aglietta M. (2004)
[143] cf. Bun M., Klaasen F. (2007)
[144] Bagnai (2012), p. 121.
[145] Bagnai (2012), p. 128, traduction du rédacteur

que la monnaie unique, en tant que choix politique, soit économiquement soutenable. L'unification devrait alors partir des éléments sociaux et culturels : harmoniser les systèmes éducatifs, les divers marchés du travail et les régimes de protection sociale, en somme créer un standard européen de citoyenneté européenne assurant droits et devoirs égaux partout. La politique macro-économique devrait assurer la convergence des taux d'inflation et l'équilibre des soldes extérieurs à travers la coordination des politiques économiques.

Une fois unifié le tissu productif, on pourrait alors envisager une intégration fiscale progressive couplée à un contrôle démocratique des citoyens sur les institutions communautaires[146]. Bref, une identité commune aurait dû précéder l'unification politique, suivie ensuite par l'unification monétaire.

Le fait d'avoir procédé de manière tout à fait contraire a exacerbé les tensions internes à la zone : les ressentiments nationalistes resurgissent, les divergences économiques s'accumulent, les soldes commerciaux interne explosent dans les comptes Target2.

2.2. Les triangles d'incompatibilité

Par « mondialisation » (*globalization* en anglais) on entend la libéralisation des échanges à travers les frontières nationales, c'est-à-dire la libre circulation des marchandises, des capitaux, des services, des personnes, des techniques de l'information. Ce terme désigne le processus d'intégration des marchés et l'interdépendance croissante des économies, mais implique aussi que les marchés des capitaux libéralisés exercent une sorte de pouvoir de veto sur la politique économique. Les possesseurs d'obligations d'Etat et gestionnaires de portefeuille, collectivement, peuvent en effet, contraindre le comportement des Etats, en agissant sur sa dette et ses réserves en devise en achetant ou en vendant des obligations ou des devises. Ce pouvoir donné aux marchés financiers dépend de la libéralisation des capitaux et de

[146] Bagnai (2012), p.130

l'indépendance des banques centrale, donc de l'interdiction faite aux gouvernements de se financer par l'émission monétaire.

Les flux de capitaux traversant librement les frontières nationales produisent une série d'effets sur la stabilité financière, économique et politique d'un pays, et pour pouvoir décrire cet ensemble de problème on a utilisé la forme du triangle. L'analyse de la politique économique en terme de triangle a été développée au début pour les problèmes de taux d'échange, mais Bordo et James[147] l'élargissent en individuant quatre possibles triangles pour décrire les tensions entre l'économie d'un pays et l'ordre international. Comme dans les dilemmes, il s'agit d'étudier la possibilité de choix dans une situation donnée, mais, dans le cas du triangle, les possibilités, et les difficultés de choisir, sont triples.

Le premier et le plus connu des triangle est celui de Mundell, qui en 1963 formalisa la difficulté à concilier le libre mouvement des capitaux avec un taux de change fixe et avec une politique monétaire nationale indépendante : il fallait renoncer à un des trois, et pour Mundell, qui soutenait l'unification européenne, l'indépendance de la politique monétaire n'était pas nécessaire, alors qu'un taux de change fixe et la liberté des mouvements de capitaux restaient nécessaires. L'analyse de Mundell conduit à la nécessité d'une plus forte coordination et coopération entre les politiques économiques nationales, car le contrôle des capitaux s'avère globalement difficile à mettre en pratique, et l'action gouvernementale sur les taux de change est considérée inutile.

En fait l'analyse de Mundell se fondait sur une vision idéalisée de l'ordre monétaire et financier du XIX^{e} siècle : le *gold standard* et la libre circulation des capitaux étaient alors considérées comme données, et la liberté de la politique économique n'était que le réflexe presque mécanique des banque centrales à l'entrée ou la sortie de l'or dans le pays. En réalité, ce système ne concerne que les dernières décennies du XIX^{e} siècle, quand le *gold standard* devint une norme presque universelle[148].

[147] Bordo M., James H. (2015)
[148] J.K.Galbraith (1975)

Le *gold standard* semblait à ce moment la garantie de la stabilité monétaire et de la confiance généralisée dans la monnaie, mais des institutions financières peu développées, face à des flux de capitaux incontrôlables, n'a fait qu'accroître l'instabilité financière. D'ailleurs, des institutions monétaires faibles étaient un corollaire nécessaire dans le *gold standard*, dans la mesure où celui-ci ne permettait pas une autonomie suffisante. Les flux de capitaux entrant dans un pays devenaient alors rapidement déstabilisants et provoquaient des crises monétaires et/ou la banqueroute des Etats[149].

Or, si le problème est la fragilité des institutions financières, peu développées, il peut sembler logique de penser que la liberté de mouvement des capitaux doive être réservée aux systèmes déjà matures. Le problème réside dans le fait que les institutions ne se développent pas toutes seules, elles ont besoin de capitaux étrangers, et, en fait, l'instabilité financière est plus importante pendant les périodes de développement.

Ainsi, on arrive à la deuxième forme de triangle : la difficulté de concilier la liberté des capitaux avec un taux de change fixe et la stabilité financière. En fait, la stabilité financière et l'autonomie de la politique monétaire sont étroitement liées quand un pays maîtrise sa propre monnaie : dans le cas des pays périphériques du *gold standard* ou de l'Union Européenne, ou dans beaucoup de pays émergents, l'absence d'autonomie monétaire se traduit directement dans l'instabilité financière. Pour les pays *core* du *gold standard* ou de l'Union Européenne, l'autonomie monétaire garantit aussi la stabilité financière.

L'ouverture au capital financier peut être initialement favorable au développement d'un pays, mais les déséquilibres de balance des paiements finissent rapidement pour aboutir à un troisième triangle, celui de la politique économique : l'incompatibilité entre les flux de capitaux, une politique monétaire indépendante et la démocratie.

Les capitaux entrant dans un pays ont des effets favorables sur le court terme, mais, à plus longue échéance, le retournement de la conjoncture et la fin, voire l'arrêt

[149] Bordo et James prennent l'exemple de la crise des USA en 1830, de la banqueroute de l'Argentine en 1890, des banques de l'Europe centrale après la Première Guerre Mondiale, de la crise asiatique en 1997, de la crise de la dette des pays périphériques de l'Union Européenne dans les années 2000

soudain, des flux de capitaux peuvent avoir des effets négatifs très importants sur l'économie nationale. Les gouvernements démocratiques sont responsables devant leurs électeurs sur une période relativement brève, quelques années, et ils peuvent ne pas se soucier des conséquences à plus long terme. La politique monétaire peut alors s'orienter sur les échéances électorales en laissant la gestion des conséquences à un gouvernement successif. Face à une situation économique qui se dégrade rapidement, suite à l'instabilité provoquée par les flux de capitaux entrants, les partis politiques au pouvoir sont sévèrement jugés par les électeurs, qui peuvent se tourner vers des partis dits *populistes*, des droite comme de gauche. Le cas le plus éclatant de ce triangle est certainement la grande dépression dans la République de Weimar dans les années 1930, mais on en trouve plusieurs exemples, jusqu'à la récente crise de la dette des pays périphériques de l'Union Européenne.

La grande dépression en Allemagne est décrite par I. Fisher dans un article de 1933 comme une « *déflation par la dette* », avec des effets dévastateurs sur l'économie et, ensuite, sur le système politique, qui pourtant avait été élaboré pour refléter au plus près les opinions du pays, avec un système électoral à la proportionnelle pur. Mais ce type de loi électorale fragmente les forces politiques, et il devient difficile de construire une majorité parlementaire :

> *« the parties committed to democracy progressively lost voting share ; and parties associated with governement lost expecially badly. By the time of the Great Depression, both the center-left (the Social Democratic Party) and the center-right (the Democratic Party and the German People's Party) had lost significantly, and were no longer capable of commanding a parliamentary majority. In term of policy, the gouvernement could do little, and their policy options were profoundly limited »*[150]

Ainsi, les difficultés économiques ne sont pas résolues par une politique adéquate, et le mécontentent affaibli la démocratie. Dans une situation de détresse économique il est alors plus simple pour un gouvernement de s'expliquer face à ses électeurs en arguant qu'il n'est pas libre de sa politique monétaire : l'autonomie de la politique nationale devient alors un poids dont il faut se débarrasser. Cela nous ramène aux difficultés typiques du triangle de Mundell, entre la mobilité des capitaux,

[150] Bordo M., James H. (2015), p. 13

le change fixe et l'autonomie monétaire. La responsabilité d'un gouvernement est affaiblie par l'argument des mains liées, par lequel il tend à se défausser sur une instance supranationale, ou un système mondialisé : la stabilité financière sur le long terme est assurée en déplaçant le pouvoir de décision de la politique vers un mécanisme automatique, comme le *gold standard*, ou un traité ou un accord de change.

Or, si le change fixe, qui assure la stabilité financière, ne peut être concilié avec l'indépendance de la politique économique, il ne peut pas, non plus être concilié avec la démocratie en tant que forme de souveraineté. Si l'on cherche à préserver la mobilité des capitaux avec un régime de changes fixes, on ne peut que se tourner vers un abandon de l'autonomie, monétaire et politique, soit vers un régime autoritaire, comme dans les années 1930, soit vers une forme de supranationalité libérale comme celle décrite par Hayek[151].

Une autre forme de ce triangle d'ordre politique a été énoncée par D. Rodrik (2007 et 2011)[152] à propos de la mondialisation, ou « *hyper-globalization* »: « *democracy, national sovereignity and global economic integration are mutually incompatibles* »[153]

Cela nous ramène au quatrième triangle, qui stipule l'incompatibilité entre la libéralisation des mouvements de capitaux, la démocratie et la stabilité politique internationale. Dans une situation de crise économique et financière, l'intérêt pour un ordre international stable s'affaiblit, et chaque pays peut envisager de faire peser les politiques d'ajustement sur d'autres pays. Ce genre de politiques, auxquelles on se réfère souvent comme des « *beggar thy neighborough policy*»[154], sont normalement évitées par des traités et accords internationaux, mais en période de crise les engagements internationaux n'ont plus le même intérêt, et les accords internationaux rompus ou contournés. Mis à part le cas des régimes italien et allemand dans les années 1930, qui avaient rompus tous leurs engagements internationaux pour une politique d'expansion, récemment, après la crise de 2008 les pays européens ont

[151] cf. infra II, 2.3.
[152] cf. Rodrick D. (2011)
[153] cité par Bordo M., James H. (2015), p. 16.
[154] littéralement « appauvris ton voisin », indique une politique qui résout ses problèmes au dépens de ses voisins

commencé à faire face à un scepticisme grandissant par rapport aux idéaux européens et l'intégration européenne, si bien que les politiques commerciales tendent à glisser de la concurrence à la rivalité.

Les triangles examinés proposent une grille de lecture des difficultés des choix économiques et politiques qui se posent dans un pays, mais en pratique ils mettent en évidence la recherche d'une médiation entre exigences différemment modulables : il y a toujours des positions intermédiaires qui laissent la place aux ajustements politiques.

Dans tous les triangles, la mobilité des flux de capitaux est centrale et elle semble incompatible avec la stabilité financière. La mondialisation apporte son lot d'instabilité, qu'on tente de dépasser par la coopération internationale. Mais cette dernière aussi est menacée par la mondialisation, car chaque pays, et notamment les plus développés d'où partent les flux de capitaux, est tenté d'imposer ses exigences. Il reste difficile pour la politique nationale de renoncer à des avantages au nom de la stabilité internationale, surtout en période de crise, et la mobilité des capitaux semble être nécessaire au développement, surtout des pays qui en profitent :

> *« the historical experience shows that such a turning away from capital mobility is not that easy, and that it carries an economic and political cost. Capital mobility is constitutive of modern globalisation. It is the apple in the Garden of Eden : irresistibly attractive but causing constant problems and misery »*[155]

Après 1945, dans le système de Bretton Woods, avec la limitation internationale des mouvements de capitaux les démocraties avaient une plus large marge de manœuvre, la stabilité financière allait de pair avec la coopération internationale. Cependant, il faut tenir compte du fait qu'il s'agissait d'un équilibre contingent dû à une situation internationale particulière, qui n'a d'ailleurs pas pu durer : l'ordre international était fondé sur l'équilibre de la guerre froide et des la rivalité entre deux blocs rivaux, tandis que le fonctionnement du système monétaire international était fondé sur le dollar-or, qui, en tant que monnaie de réserve convertible, ne pouvait pas éternellement jouer ce rôle.

[155] Bordo M., James H. (2015), p.23

Tout nouvel équilibre international doit trouver alors une position intermédiaire entre les différentes tensions décrites par les triangles, à l'intérieur d'une situation internationale politique et économique déjà donnée. Mais ce genre de solution ne se trouvent souvent qu'au paroxysme d'une crise globale, telle que, par exemple, la Seconde Guerre Mondiale. Il n'y aurait donc qu'une situation extrême pour pousser les classes dirigeantes à envisager des solutions pragmatiques et solidaires :

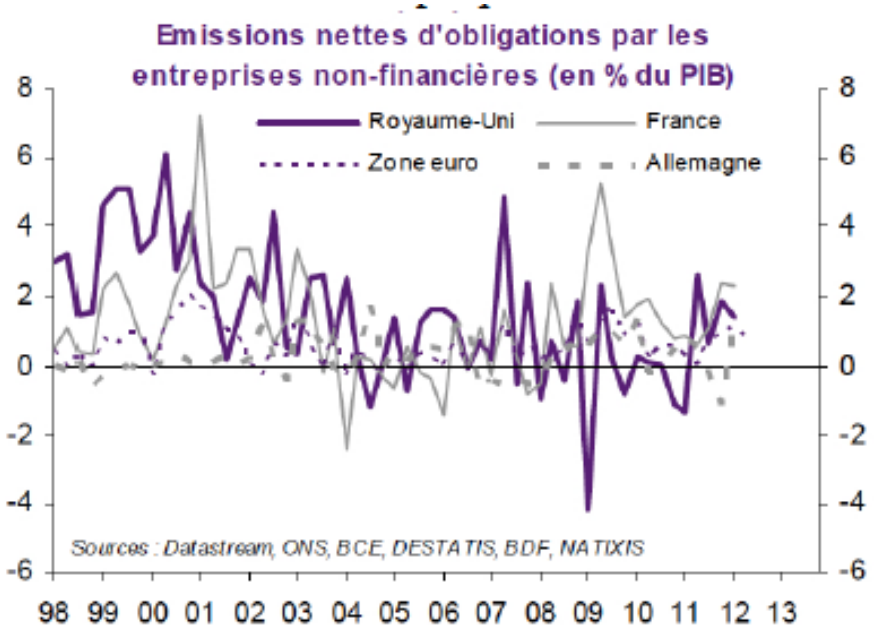
> *« The equivalent today of the time pressure that existed at the end of the Second World War is an urgent but also uncontrollably global crisis. The sad lesson of Bretton Woods is that things need to be extremely dangerous before a politic dynamic of reforms develops. It may be that today's world, for all its anxieties, is simply not obviously dangerous enough and that policy-makers are too secure about the permanence of the globalization phenomenon. »*[156]

Si la stabilité financière se révèle être incompatible avec la parfaite mobilité des capitaux, elle demande aussi la nécessité d'une coordination internationale très approfondie, et donc des institutions internationales efficaces de coopération et coordination. La globalisation financière se révèle incapable de soutenir la stabilité du système financier, car les marchés concurrentiels ne sont ni efficaces, ni autorégulés.

Si la finance est censée servir à financer l'économie non financière, on peut se demander si elle est efficace, c'est-à-dire si elle accompli cette tâche.

En réalité, il semble que les entreprises se financent essentiellement par autofinancement aux USA ou par le crédit bancaire en Europe, alors que les marchés boursiers servent surtout à évaluer la valeur et les actifs des entreprises : ainsi la pratique du rachat de ses propres actions fait que depuis le début des années 2000 aux US, les émissions nettes d'actions ont été de plus en plus négatives[157].

[156] Ibid., p. 25
[157] Théret (2014), p.12-13 ; graphique p. 38.



Source : Natixis, 2012 : 3

La finance internationale semble aussi inefficace au regard du financement du commerce internationale : en 2010 seulement 1,6 % des échanges interbancaires concernaient le commerce internationale et l'économie réelle, et depuis les années 1980 ce ratio n'a jamais dépassé le 3 %. L'endettement global n'a donc plus de rapport particulier avec la production et le commerce.

De plus, les marchés financiers altèrent le fonctionnement du crédit bancaire : celui-ci finance de plus en plus des activités spéculatives. Le système bancaire se réoriente de sa fonction traditionnelle de financement du secteur productif vers les activités purement financières[158].

Or, si les marchés financiers n'assurent plus vraiment leur fonction originelle de financement de l'économie, s'ils font courir trop de risques à l'économie et à la société, il faudrait alors envisager de limiter leur importance par une décision politique[159]. Plutôt que renoncer à la démocratie, alors, on pourrait choisir de limiter le pouvoir des marchés financiers dans n'importe quelle forme de triangle d'impossibilité.

[158] Théret (2014), p.14.
[159] Théret (2014), p.34.

Une autre manière de résoudre les triangles décrits par Bordo et James serait d'éliminer toute autonomie de la politique monétaire, réduire le périmètre de la politique budgétaire, et, du même coup réduire le pouvoir démocratique de la souveraineté nationale. Dans un pays où la politique économique et monétaire est largement contrainte, le vote démocratique n'exprime plus la souveraineté, comme d'ailleurs l'avait déclaré J.C. Junker en 2015, face à la crise de la dette grecque : « *Il ne peut pas y avoir de choix démocratique contre les traités européens* »[160]. Il entendait mettre en relief le fait que les traités internationaux ne sont pas soumis à la volonté populaire, une fois qu'il sont signés par les Etats, car ils dépendent du droit international, dont les sujets sont les Etas, non des peuples. Pourtant, la phrase de Junker exprime en creux la fracture entre les peuples et les institutions européennes et mesure la distance entre les traités et un éventuel Etat fédéral européen, qui ne pourrait pas être démocratique.

Un modèle d'institution interétatique de ce type se retrouve dans les écrits de F.A. von Hayek, philosophe et économiste du courant autrichien de la pensée libérale.

2.3. *Un modèle d'union monétaire avec ouverture du marché des capitaux : F.A. Hayek*

A partir de 2001, l'Union Européenne fait face au défi qui consiste dans l'intégration envisagée de treize nouveaux pays. Il s'agissait de réformer les institutions pour qu'elles s'adaptent à la nouvelle taille de l'Union, d'autant plus que les nouveaux entrants provenaient en grande partie des pays ex communistes. Il fut donné mandat à une commission présidée par l'ex-président français Giscard d'Estaing d'élaborer une nouvelle structure institutionnelle. Sa tâche était donc de réformer l'union dans la perspective d'une plus grande intégration indiquée par les précédents traités. Les travaux se concrétisèrent dans l'élaboration d'un projet de « Traité établissant une constitution pour l'Europe » en 2004, connu aussi comme

[160] Juncker 28 janvier 2015, en réaction à la victoire du parti anti-austérité Syriza en Grèce.

Traité de Rome. Il a été ensuite remplacé par le Traité de Lisbonne en 2007 car il n'avait pas pu être ratifié par les Etats signataires.

Or, le traité de Lisbonne met en place une structure économique, qui évite de s'engager sur la question de l'intégration fiscale, beaucoup plus difficile d'un point de vue politique. Il en résulte une « constitution *a minima* », où les règles définissent essentiellement les limites de l'action des pouvoirs nationaux. Une structure interétatique d'intégration *a minima* était, dès 1939, le projet de F.A. Hayek[161], figure de proue de l'école autrichienne d'économie politique, où une union fédérale était surtout une union économique, un grand marché commun à l'intérieur duquel les agents, les biens et les services peuvent circuler librement et ainsi garantir l'efficience économique du marche.

Pour Hayek, comme pour tous les économistes néolibéraux, le fonctionnement du marché se résume à l'ajustement, considéré automatique et efficient, entre l'offre et la demande opéré par le mécanisme des prix. L'agent rationnel qui opère sur le marché n'est qu'un individu calculateur, plongé dans un univers concurrentiel. Le droit et les institutions ne sont que les garants du libre jeu des marchés.

L'influence de Hayek sur la pensée des hommes qui, à partir des années 1980, ont construit la structure actuelle des l'Union Européenne est plus que probable, compte tenu de l'importance prise par les doctrines libérales dans le monde politique et académique à partir des années 1980, lorsque la stagflation de l'économie occidentale a poussé l'économie à chercher des solutions alternatives aux politiques keynésiennes qui ne semblaient plus adaptées aux problèmes de ces années-là.

La pensée de Hayek est centrée sur l'individu ; il veut dépasser l'horizon national de ces doctrines, pour les insérer dans une vision de l'individu comme limite au pouvoir de l'Etat et seul véritable sujet du droit. En cela, il se distingue de la pensée libérale du XIX^{e} siècle.

Durant la période d'entre les deux guerres mondiales et jusqu'au début de la guerre froide, Hayek élabora sa propre théorie des relations internationales, en opposition au libéralisme du siècle précédent. Il reprochait à ce dernier de n'avoir pas su séparer le nationalisme et l'individualisme, qui est, à son avis, le noyau de toute

[161] Hayek F.A. (1939),

véritable pensée libérale. Sur la base de cet individualisme, Hayek élabore sa propre théorie du fédéralisme international, fondée sur l'exigence de limiter l'intervention de l'Etat et toute distorsion dérivante de l'action publique dans l'économie. Il envisage donc la création d'un gouvernement supranational fédéral dans la perspective de limiter le pouvoir de l'Etat.

C'est dans cet article de 1939 que la théorie internationaliste de Hayek s'exprime plus clairement, « *Les conditions économiques du fédéralisme interétatique* », publié dans la revue *New Commonwealth Quarter*, et ensuite inséré dans le recueil « *Individualisme et ordre économique* »[162]. Bien que cet essai soit largement précédent au processus d'intégration européenne, commencé par le plan Schumann en 1950, il aide à comprendre les débats sur l'intégration économique et politique dans l'Union Européenne, surtout depuis l'affirmation du néolibéralisme comme doctrine *mainstream*.

Hayek dans cet essai discute les conditions d'un ordre international visant la paix et la prospérité des Etats membres, et il démontre qu'une telle confédération[163] entre Etats foncièrement différents implique nécessairement l'impossibilité d'une intervention étatique dans l'économie.

La construction de l'intégration européenne en tant que fédération interétatique capable de régler les conflits internes et garantir la sécurité extérieure nécessite un ordre économique commun, et cet ordre ne peut qu'être un ordre libéral où l'action de l'Etat est réduite au minimum. Cette conception d'une union monétaire interétatique, notamment européenne, analysée du point de vue libéral, résume également l'aboutissement d'un processus d'unification commencé dans l'après Seconde Guerre Mondiale. En fait, les idées libérales sont implicites dans les traités européens.

Hayek considère qu'un régime économique commun en Europe apporterait une plus grande prospérité due aux importantes économies d'échelle, rendant de fait la

[162] Hayek F.A. (1948),

[163] Différence entre fédération et confédération : Redslob R.,(1959), : la confédération, ou chez Hayek fédération interétatique, est un phénomène contractuel, soumis au droit international, qui peut éventuellement lier les Etas de manière très contraignante, alors que la fédération est une forme juridique de l'Etat, dépend du droit public de cet Etat, est souveraine, alors que les Etats qui la composent sont dépendant de l'Etat central. Ainsi Les Etats-Unis ou l'Allemagne sont des fédération, et le Benelux une confédération. La Confédération Suisse garde son nom pour des raisons historique, mais il s'agit d'un Etat fédéral.

communauté moins vulnérable aux attaques extérieures, économiques ou politiques voire militaires. Mais le but principal de l'article est de démontrer que le caractère multinational d'une confédération entre Etats conduirait *nécessairement* à une structure libérale et à l'affaiblissement des Etats nationaux.

Dans cet article, Hayek soutient qu'une confédération, pour être stable a besoin d'un système économique commune et partagé, c'est-à-dire de la libre circulation de marchandises, personnes et capitaux. L'objectif principal du fédéralisme est la paix entre les Etats membres, l'organisation de rapports harmonieux entre les Etats et l'autorité fédérale. Mais une simple union politique ne lui semble pas suffisante pour assurer la durée de cette fédération. L'union économique et une politique étrangère commune, avec un système de défense fédéral, lui semblent indispensables :

> *« ..one of the great advantages of interstate federation that it would do away with the impediments as to the movement of men, goods, and capital between the states and that it would render possible the creation of common rules of law, a uniform monetary system, and common control of communications. »*[164]

Or, cela implique une perte de contrôle de l'Etat national sur son économie[165], ce qui est le but propre aux politiques libérales. Le système fédéral doit empêcher que le gouvernement intervienne dans l'économie, notamment avec toute politique protectionniste, source de distorsions du marché. Et le manque de cohésion interne devient un atout dans la perspective de l'affaiblissement du gouvernement central, national ou supranational.

L'hétérogénéité à l'intérieur d'un l'Etat, par exemple entre régions, entre ville et campagne, entre producteurs ou classes sociales, peut être dépassée par le « *mythe de la nation* » autour duquel un gouvernement peut espérer créer le consensus à ses politiques d'intervention publique. Mais dans une confédération, certain pouvoirs ne pourront être exercés ni au niveau national, ni au niveau supranational, ce qui signifie qu'ils ne seront pas exercés tout court, en réduisant les prérogative de l'Etat :

> *« in a federation, certain economic powers, which are now generally wielded by the national states, could be exercised neither by the federation nor by the individual states, implies that there would have to be less gouvernement all*

[164] Hayek F.A., (1939), p. 255
[165] Morgan G. (2003), p. 3

round, if federation is to be praticable. Certains forms of economic policy will have to be conducted by the federation or by nobody at all. »[166]

Une politique monétaire commune et une monnaie commune sont aussi un autre aspect de la limitation de l'Etat national, car cela implique des contraintes supérieures même au *gold standard* :

« with a commun monetary unit, the latitude givent to the national central bank will be restricted at least as much as it was under a rigid gold standar – and possibly rather more since, even under the traditional gold standard, the fluctuations in exchanges between countries were greater than those between differents parts of a single state, or than would be desirable to allow within the union »[167]

La politique monétaire est en elle-même une distorsion du marché, et Hayek souhaite un système encore plus rigide que le *gold standard,* par exemple une monnaie unique, comme dans un Etat national. Il ne semble pas s'apercevoir qu'une monnaie unique ne peut convenir qu'à un pays régi par une autorité reconnue et légitime, alors qu'il nie à cette union fédérale toute autorité. Il ignore en fait la dimension politique et sociale de la monnaie, qu'il regarde comme un simple moyen d'échange.

Hayek énumère tous les pouvoirs étatiques que la fédération rendrait impossible d'exercer : la politique monétaire, les contrôles de production et de qualité, la législation du travail, les impôts et les taxes. Il en conclue que l'Etat national n'en serait que plus limité dans son action :

« It is in fact likely that, in order to prevent evasion of the fundamental provisions securing free mouvements of men, goods and capital, the restrictions it would be desirables for the constitution of the federation to impose on the freedon of the individual states would have been even greater than we have hitherto assumed and that their power of indipendent action would have be limited still further. »[168]

Toute mesure régulatrice, y compris la taxation, se transformerait en la pénalisation d'un secteur économique : il serait nécessaire d' «*éviter toute sorte de*

[166] Hayek F.A., (1939), p. 266
[167] Hayek F.A. (1939), p. 259
[168] Hayek F.A.,(1939), 260-261

taxation, qui conduirait ailleurs le capital et le travail »[169]. Les impôts directs seraient refusés par les personnes et les capitaux libres de leurs mouvements, et l'ouverture des frontières empêcherait l'imposition indirecte.

Dans cet article, Hayek distingue nettement libéralisme et nationalisme : ils seraient incompatibles parce que le libéralisme est au service de l'homme en tant qu'individu, alors que le nationalisme veut asservir la liberté de l'individu à un intérêt collectif supposé. La position autrichienne, comme celle néoclassique d'ailleurs, considère que l'individu est le seul agent économique, et la liberté de son jugement l'origine de l'efficience des marchés. Or, la confédération serait la forme la plus adaptée à garantir la liberté individuelle contre toute volonté étatique de mettre en place des politiques interventionnistes ou, pire, protectionnistes.

On pourrait penser que les compétences perdues par l'Etat national pourraient se reconstituer au niveau de l'Etat fédéral. Hayek répond que l'Etat fédéral ne dispose pas de la possibilité d'agir en tant que médiateur entre intérêts en conflit, comme le fait l'Etat national, car il est composé d'Etats aux intérêts hétérogènes. Ces intérêts ne se recoupent pas selon les frontières et ne sont pas soutenus, au niveau de la fédération, par le sentiment d'une identité et solidarité commune. Comme l'explique Streeck en résumant la position de Hayek :

> *« ...dans une fédération d'Etats-nations, le sentiment d'une identité commune surmonterait les conflits d'intérêt et les diversités plus difficilement que dans les frontière d'un État-nation… une homogénéité structurelle, due à une superficie modeste, et des traditions et identités nationales communes permettent des interventions en profondeur dans les vies sociales et économiques, qui ne seraient pas acceptées dans des unités politiques de plus grande envergure et – pour cette raison même - plus hétérogènes... »*[170]

Il faudrait par ailleurs que les communautés d'intérêt ne s'établissent pas de manière constante et identifiable[171], en tant que lobby, groupe de pression ou syndicat, par exemple :

> *« Once frontiers ceased to be close and free mouvement is secured, all these national organisations, whether trade-unions, cartels, or professional*

[169] Hayek F.A. (1939), , p. 460, traduction du rédacteur.
[170] Streeck W. (2014), p. 144-145
[171] F. A Hayek (1939) p. 258

associations, will lose their monopolistic position and thus, their national organisations, their power to control the supply of their services or products »[172]

Les instruments de politique économique dévolus normalement à l'Etat national ne peuvent plus être exercés au niveau fédéral, car celui-ci n'aurait plus aucun contrôle sur la formation des prix et les réglementations qui les influencent. Même les règles sur le travail des enfants deviendrait difficiles à imposer[173], parce que toute forme de direction centrale de l'économie présuppose l'existence d'idéaux et valeurs communs, si bien que dans une fédération d'Etats hétérogènes culturellement on ne pourrait que se baser sur des valeurs minimales communes, forcément conservatrices et défensives de l'ordre déjà établi.

Au niveau fédéral il manque l'homogénéité structurelle fondée sur l'identité commune, sur la langue et la culture commune qui tient ensemble les Etats-nation. Sans le sentiment d'une communauté nationale, il est peu probable qu'une partie de la population consente à payer des transferts à d'autres parties en difficulté, et dans une union d'Etats hétérogènes, ce sentiment ne peut pas exister :

« In the national state current ideology make it comparatively easy to persuade the rest of the community that it is in their interest to protect « their » iron industry or « their » wheat production or whatever it be. An element of national pride in « their » industry and considerations of national strenght in case of war generally induce people to consent the sacrifice. The decisive consideration is that their sacrifice benefits compatriots whose position is familiar to them. Will the same motives operate in favour of other members of the Union ? Is that likely thet a French peasant will be willing to pay more for his fertilizer to help the British chemical industry ?... »[174]

Il n'existe pas, en effet, un peuple européen qui pourrait être le fondement d'un « Etat social européen »

Ainsi, dans la mesure où un certain nombre de pouvoirs ne sont plus assurés ni par l'Etat national, ni par la fédération, il en découle que cette dernière ne peut survivre qu'en limitant au strict minimum les attributions de l'Etat central. Il s'agit en

[172] Ibid., p.261
[173] Hayek (1939)
[174] Ibid., p. 262-263

fait d'une « *dispersion de la souveraineté* »[175], ou, plutôt d'une dispersion des pouvoirs, étant donné que la fédération n'est pas elle-même souveraine, elle n'aurait même pas une personnalité juridique[176].

Une fédération est alors synonyme d'une profonde libéralisation des marchés du travail, des biens et des capitaux, dans la mesure où il serait impossible à un gouvernement centralisé d'exercer ses prérogatives sur une population non homogène et récalcitrante :

> « *...central direction of economic activity, presuppose the existence of commun ideals and commun values ; and the degree to which planning can be carried is limited to the extent to which agreement on such a commun scale of values can be obtained or enforced. It is clear that such an agreement will be limited in inverse proportion to the homogeneity and similarity in outlook and tradition possessed by the inhabitants of an area. Although, in the national state, the submission to the will of a majority will be facilitated by the myth of nationality, it must be clear that people will be reluctant to submit to any interference in their daily affairs when the majority which directs the gouvernement is composed of people of different nationality and différent traditions.* »[177]

La seule démocratie possible est une démocratie libérale, dans le sens propre de liberté des marchés, et toute fédération doit être conçue dès le départ comme un ordre libéral, ce qui implique la neutralisation économique des institutions démocratiques et un transfert des décisions sur l'allocation des ressources aux marchés libres, en excluant tout projet de justice sociale.

Mais si la politique est exclue des décisions économiques, qu'en est-il alors de la démocratie ? Selon Hayek la majorité ne doit pas abuser de son pouvoir en interférant avec la liberté individuelle. Dans son esprit, l'Etat est associé aux politiques de redistribution, à une sorte d'oppression de la minorité par une majorité envahissante. La restriction de ces pouvoirs de la majorité incarnée par le gouvernement ne serait donc pas un bien lourd prix à payer pour la liberté économique :

---

[175] Barra Caracciolo L. (2013), p. 100

[176] Le traité de Maastricht, par exemple, ne confère pas la personnalité juridique à l'Union Européenne, qui reste une confédération basée sur des Etats souverains dotés de personnalité juridique. La personnalité juridique est ensuite attribuée à L'Union Européenne par le traité de Nice (2009).

[177] Hayek (1939), p.264.

> « *If, in the international sphere, democratic gouvernement should only prove to be possible if the tasks of the international governement are limited to an essentially liberal program, it would no more than confirm the experience in the national sphere in which it is daily becoming more obvious that democraty will work only if we do not overload it and if the majorities do not abuse their power of interfering with individual freedom. Yet, if the price we have to pay for an international democratic governement is the restriction of the power and scope of governement, it is surely not too high a price, and all of those who genuinely believe in democraty ought to be prepared to pay it* »[178]

Hayek propose dans cet article un modèle, il cherche à fixer des fins et des instruments pour y parvenir, sans préjuger du contexte contingent dans lequel ce modèle pourrait être appliqué. Il s'agit de l'analyse d'un processus, dynamique en son essence, qui doit s'adapter aux conditions historiques particulières au moment de l'application.

On peut parler d'un fédéralisme « fonctionnel », car il est conçu en fonction d'un but ultime, la limitation de l'Etat national, et toute structure supranationale, dans la mesure où elle érode le pouvoir étatique, est souhaitable.

Le dernier chapitre de « *La route de la servitude* » en 1944 reprend le thème du fédéralisme, et son utilité dans la limitation du pouvoir étatique. Dans ce chapitre « *Perspectives pour l'ordre international* » Hayek analyse les stratégies d'érosion de ce pouvoir en partant aussi bien d'un niveau supranational que du niveau des collectivités locales. Les deux stratégies doivent fonctionner ensemble, pour converger vers un ordre libéral fondé sur l'individu.

Son discours est ici plus politique que dans l'article de 1939, car le contexte de 1944 rend populaires les idées de Keynes, et l'interprétation d'Hayek est que l'intervention excessive de l'Etat dans l'économie conduit à la planification socialiste, voire à la dictature d'une minorité sur le peuple. L'horizon devient mondial dans ce livre, porté par la volonté de contrer toute tentative de politique économique, notamment *New Deal,* porté par le parti démocrate. Pour Hayek, ce genre de politiques ne peut que favoriser une partie minoritaire de la population, et créer des privilèges que seul le marché libre peut éviter. En réalité, il étiquette de « *planisme* »,

[178] ibid.., p. 271

d'idéologie de la planification, tout forme d'organisation non purement libérale, du socialisme soviétique au *New Deal*.

Le dernier chapitre du livre commence par la critique de l'interventionnisme économique de l'Etat, et notamment de la politique industrielle. Il affirme à propos de la planification économique :

> *« toute variante du planisme, conçues séparément ou sur une échelle nationale, produisent nécessairement, dans leur ensemble, des effets désastreux même sur le plan purement économique, outre les conflits internationaux qu'elle provoquent »*[179] ».

Le *New Deal* lui semble un début de politique économique planificatrice, car provoque des distorsions des marchés, et ne peut être appliqué que par une autorité forte et capable de contrôler toutes les influences exogènes qui pourraient réduire l'efficacité de la politique économique décidée :

> *« De nombreuses espèces de planisme économique ne sont viables que si l'autorité dirigeante peut écarter résolument toute influence extérieure ; le résultat en est évidemment l'accumulation des restrictions de tout ordre entravant la circulation des hommes et des biens »*[180]

Le danger consiste alors dans le fait que, même avec les meilleures intentions, et dans un régime démocratique, la planification, voire toute politique économique, risque de se transformer en quelques formes de tyrannie. Le glissement conceptuel entre des mots aux significations proches, planification et intervention, mais non identiques, semble ici être utilisé comme une forme de sophisme visant la à rendre illégitime toute politique économique. Celle-ci est identifiée à la planification, qui a sont tour, renvoie au socialisme et aux pires moments du stalinisme : toute intervention étatique devient tyrannique par essence. La confusion vient de l'amalgame entre l'interventionnisme économique démocratique et totalitaire (nazi ou soviétique).

Au niveau fédéral, comme au niveau national, toute intervention ne peut être que néfaste, d'autant plus dans un Etat fédéral, qui ne peut pas compter sur

[179] Hayek (1944), p. 158
[180] Hayek (1944), p. 158

l'homogénéité de l'identité national. Un tel Etat est obligé, s'il se veut interventionniste dans la politique économique, d'être plus autoritaire voire tyrannique. Un Etat fédéral est pourtant souhaitable pour Hayek, dans la mesure où seulement une autorité supranationale forte peut mettre en place une loi commune capable de s'autolimiter et limiter aussi les pouvoirs de chaque Etat membre, afin de libérer le plus grand espace pour chaque individu :

> *« nous n'aurons après cette guerre ni ordre ni paix durable si les Etats, petits ou grands, reprennent leur souveraineté illimitée dans le domaine économique. Mais cela ne veut pas dire qu'on doive accorder à un nouveau super-Etat les pouvoir que nous n'avons pas su utiliser judicieusement même à l'échelle nationale, ni qu'une autorité internationale doive disposer de pouvoir lui permettant de prescrire aux nations l'emploi de leurs ressources. Il s'agit simplement ce créer un pouvoir capable d'empêcher les différentes nations de faire du tort à leurs voisins, d'établir un système de règles définissant ce qu'un Etat peut faire, et une autorité capable de faire respecter ces règles. Le pouvoir de cette autorité serait essentiellement d'un caractère négatif : elle doit surtout pouvoir dire 'non' à toute sorte de mesure restrictives. »*[181]

En cela le fédéralisme assure bien plus que l'Etat une dimension globale libérale exempte de tout nationalisme et de toute « raison d'Etat ». Ainsi

> *« L'autorité supranationale doit être extrêmement puissante pour imposer la loi commune, mais sa constitution doit être conçue de façon à empêcher les autorité nationale et internationales de devenir tyranniques. Si à la fin de cette guerre les grandes puissances victorieuses se plient d'abord elles-mêmes à un système de règles qu'elle pourront faire respecter et acquièrent ainsi le droit moral de les imposer aux autres, un grand pas sera fait.*
>
> *Notre but ne doit pas être ni un super-Etat tout puissant ni une association lâche de* nations libres*, mais une véritable communauté de nations composées d'hommes libres. »*[182]

En 1970, Hayek tient une conférence[183] sur les questions monétaires, notamment en rapport avec la menace de stagflation qui commence à peser sur l'économie occidentale après les années de la reconstruction. Son discours est en ouverte polémique avec les politiques keynésiennes, qu'il accuse d'avoir provoqué l'inflation par des politiques de dépenses publique inconsidérées. L'analyse de Hayek

[181] Hayek (1944), p.165
[182] Hayek (1944), p. 168
[183] Hayek F.A. (1970),

part toujours de la considération de la nécessité de combattre avant tout l'inflation, et, dans la contingence historique des années 1970, sa pensée sera réévaluée, et il obtiendra le prix de la Banque de Suède en mémoire de A. Nobel en 1974.

Sa vison reste quantitative et monétariste, mais un certain nombre de ses propositions seront reprises dans la constitution de la monnaie unique, notamment l'indépendance de la banque centrale, la nécessité de diminuer la pouvoir discrétionnaire des banquiers centraux (et par là favoriser les mécanismes de marché), l'abolition des contrôles sur les devises, la baisse des taux d'imposition, et, plus généralement, une forme de déréglementation générale de l'économie.

Dans cette conférence de 1970, « *Can We Still Avoid Inflation?* »[184] pour la *Foundation for Economic Education*, Hayek insiste particulièrement sur le thème de l'inflation. L'économie occidentale se trouve dans une situation particulière : après la croissance des années de l'après-guerre, la situation économique commençait à stagner et l'inflation à monter. Nous ne sommes pas encore dans les années des chocs pétroliers, mais la tendance de fond commence à apparaître. En même temps la pénétration des idées socialistes, l'affirmation du *welfare*, et les conflits sociaux qui s'aiguisent, ne laissaient pas trop d'espace aux idées libériste.

Cette conférence reste assez pessimiste sur la capacité ou plutôt la volonté des Etats de combattre l'inflation, tant ils sont engagés dans des politiques démagogiques keynésiennes aux conséquences néfastes. Il est convaincu qu'une politique monétaire restrictive, mise en place par une autorité décidée à lutter véritablement contre l'inflation, résoudrait le problème d'un jour à l'autre[185] :

> *« If the monetary authorities really want to and are prepared to accept the consequences, they can always do so practically overnight. They fully control the base of the pyramid of credit, and a credible announcement that they will not increase the quantity of banknotes in circulation and bank deposits, and, if necessary, even decrease them, will do the trick. About this there is no doubt among economists. »*[186]

[184] Hayek F.A. (1970),
[185] En effet, l'inflation fut jugulée en 1981 par la politique monétaire très restrictive de P. Volcker.
[186] Hayek F.A. (1970), p. 93

Pour Hayek le contrôle de la quantité de monnaie passe par le contrôle de l'augmentation des salaires : seulement en éliminant toute rigidité vers le bas des salaires et des dépenses publiques on pourra maitriser l'inflation. L'inflation devient un mal incurable uniquement en présence de rigidités empêchant la baisse des salaires :

> *« This is the political fact which for the present makes continued inflation inevitable and which can be altered not by any changes in monetary but only by changes in wage policy. Nobody should have any illusion about the fact that so long as the present position on the labor market lasts we are bound to have continued inflation »*[187]

La rigidité des salaires est imposée par les syndicats de travailleurs, qui, de cette façon, portent aussi la responsabilité du chômage, une conséquence nécessaire de la coexistence d'inflation et de salaires trop élevés.

Mais il n'y a pas que l'augmentation des salaires qui empêche de résoudre le problème de l'inflation, mais aussi la fin du *gold standard* et la mise en place du système monétaire international de Bretton Woods.

Le système international qu'il souhaite est fondé sur le *gold standard*, car celui-ci est un obstacle aux politique expansives et donc inflationnistes. Démanteler le *gold standard*, comme l'avait voulu Keynes à Bretton Woods, signifie laisser courir l'inflation et faire peser les ajustements de la balance des paiements sur les pays en surplus. Cela ne serait qu'une incitation pour des gouvernements dépensiers à continuer des politiques dispendieuses et inutiles pour maintenir la pleine occupation, alors que le marché pourrait résoudre ces problèmes par une baisse des salaires. Il est évident aussi, de son point de vue que les syndicats de travailleurs font obstacle à la stabilisation des prix et de l'économie en générale en empêchant les ajustements nécessaires.

Sur la question du meilleur régime monétaire, Hayek écrit en 1976 un essai « *Denationalisation of Money : the argument refined* »[188]. Il reprend une des thèses fondamentales de l'école autrichienne : l'inflation comme mal absolu, qu'il faut éviter à tout prix, car elle empêche un calcul économique correct et provoque des distorsions

[187] Hayek F.A. (1970), p. 108
[188] Hayek F.A. (1990*),*

du marché qui mènent aux crises. Or, l'inflation est le résultat d'une création excessive de monnaie et les Etats sont à l'origine de cette création. Les corollaires de ce présupposé sont que :

- celui qui a le monopole de la monnaie, l'Etat, a intérêt à en produire le maximum possible
- la monnaie est un bien comme les autres
- les biens non soumis à monopole sont régulés par la concurrence qui module la production sur les besoins.

Selon Hayek il faudrait donc ôter à l'Etat le monopole de la monnaie et le remplacer par une compétition entre banques privées qui fourniraient la monnaie comme toute entreprise fournit des biens ou des services sur le marché concurrentiel. Cette organisation rendrait aussi inutile la banque centrale. En fait, dénationalisation signifie aussi privatisation.

Hayek décrit les qualités d'une monnaie non inflationniste. Elle serait émise par plusieurs agents soucieux de garder son pouvoir d'achat, tenant compte de la concurrence pour réguler les flux de monnaie :

> *« a) a money generally expected to preserve its purchaising power approximatively constant would be in continous demand so long as the people were free to use it ;*
> *b) with such a continuing demand depending on success in keeping the value of the currency constant one could trust the issuing banks to make every effort to achieve this better than would any monopolist who runs no risks by depreciating his money ;*
> *c) the issuing institution could achieve this results by regulating the quantity of isuue ; and*
> *d) such a regulation of the quantity of each currency would constitute the best practicable methods of regulating the quantity of media of exchange for all possible purposes. »*[189]

Sur la base du présupposé que l'inflation est provoquée par une mauvaise gestion de l'offre de monnaie, Hayek soutient que seulement la concurrence de monnaies privées pourrait garantir une inflation stable (et proche de zéro %) et empêcher toute manipulation de l'offre. :

> *« No authority can beforehand ascertain, and only the market can discover the 'optimal quantity of money'. It can be provides only by selling and buying at à*

[189] Hayek F.A. (1990*),* p. 22

fixed price the collection of commodities the aggregate price of which we wish to keep stable. »[190]

Sa vision a donc évolué, en passant d'une conception qui recherchait les causes de l'inflation dans un phénomène économique, comme le niveaux des salaires, pour se porter sur la contestation du système monétaire dans son ensemble, car « *the source and root of all monetary evil, (is) the gouvernement monopoly of the issue and control of money* »[191]

Dans cet ouvrage, Hayek intervient aussi sur la question d'une possible monnaie unique européenne, idée qu'il trouve aussi difficile à proposer que dommageable à l'unification de l'Europe. Une monnaie unique signifierait une autorité centrale d'émission et gestion, qui ne pourrait certainement pas faire mieux que chaque Etat, en plus d'être difficilement acceptée par chaque membre :

« Though I strongly sympathise with the desire to complete the economic unification of Western Europe by completely freeing the flow of money between them, I have grave doubts about the desirability of doing so by creating a new European currency managed by any sort of supra-national authority. Quite apart from the extreme unlikelihood that the member countries would agree on the policy to be pursued in practice by a common monetary authority (and the practical inevitability of some countries getting a worse currency than they have now), it seems highly unlikely, even in the most favourable circumstances, that it would be administrated better than the present national currencies »[192]

Si la monnaie unique n'était pas souhaitable pour Hayek, c'était toujours dans l'optique qu'un Etat, national ou supranational, ne pouvait pas gérer correctement la monnaie dans le but de lutter contre l'inflation, le mal absolu à combattre à tout prix.

L'Union européenne semble avoir repris à son compte cette conception monétariste, et se préoccupe essentiellement de réguler la quantité de monnaie en circulation. Ainsi, face à la crise de la zone, la BCE a réagit en mettant en place des programmes d'assouplissement monétaire censés produire demande agrégée et inflation.

---

[190] Hayek F.A. (1990*),* p. 81
[191] ibid.., p. 23
[192] ibid.., p. 24

Hayek soutenait passionnément le processus d'intégration européenne, qu'il voyait comme la possibilité d'expérimenter une nouvelle forme de gouvernance économique, mais il craignait que la communauté européenne ne devienne une autre forme d'Etat national centralisé, notamment en ce qui concerne la souveraineté monétaire.

Pour éviter ce danger, Hayek pense que la fonction de l'intellectuel est d'éduquer l'opinion publique, et que cela serait même l'essence de la démocratie. Il a donc une conception de la démocratie en tant que *méthode*, non pas comme une fin en elle-même : *« La démocratie est essentiellement un moyen, un procédé utilitaire pour sauvegarder la paix intérieure et la liberté individuelle »*[193]et cette méthode consiste essentiellement à créer le consensus autour d'opinions éclairées. Il s'agit d'une vision stratégique, qui dans le moyen ou long terme peux parvenir à dépasser les résistances aux changement des structures politiques et économiques existantes.

Hayek est parfaitement conscient de la distinction entre les modèles théoriques et les stratégies visant leur réalisation, mais son attention se porte essentiellement sur la fonction de formation de l'opinion sur le long terme, laissant la stratégie politique de coté. Il se voit essentiellement comme intellectuel formant et informant la pensée des masses et modelant leur système de valeurs. Sa mission est d'agir sur le long terme, de proposer ce qui peut sembler utopique à un instant, mais qui peut se réaliser en éduquant l'opinion publique[194].

Ainsi Hayek propose un modèle normatif de structure générale socio-économique, un modèle théorique de référence qui nécessite des ajustements stratégiques pour s'adapter à une réalité politique existante, déjà en place. Proposer un modèle théorique générale signifie nécessairement vouloir changer l'ordre existant en établissant les moyens qui donnent accès aux fins désirés dans une période plus ou moins longue. Ces moyens, politiques dans leur essence, sont censés s'adapter à la situation en réduisant les résistances du système actuel aux changements.

---

[193] Hayek F.A. (1944*),* p. 56-57, dans tout le chapitre V la conception de la démocratie de Hayek est plutôt confuse : il conteste les capacités décisionnelles du parlement, alors que le parlement n'est que l'organe législatif : « on peut conserver le débat parlementaire comme soupape de sûreté…mais il ne saurait diriger », p. 56

[194] Hayek (1949)

C'est dans cette dialectique entre les moyens et les fins, entre la politique économique et le modèle normatif, que l'on peut probablement saisir les liens entre l'idéologie de Hayek et la construction européenne dans son évolution.

La matrice culturelle hayékienne se retrouve dans les exigences fondamentales de la construction européenne telles qu'elles ont été exprimées par le traité de Maastricht et le traité de Lisbonne. Ce qui ressort de ces traités et de l'histoire de la construction européenne sont des points fondamentalement proches du modèle hayékien :

a) une économie sociale de marché fondée sur la compétition socio-économique et la libre fixation des prix par le marché ; la stabilité des prix et le contrôle strict de l'inflation posés comme principe incontournable par l'art. 3 TU, mais aussi la l'application stricte que l'on a voulu imposer de ce principe dans l'évolution historique.

b) la politique monétariste et la structure de la BCE comme banque centrale indépendante : celle-ci se veut la cingle de transmission d'une politique monétaire structurellement porteuse de déflation salariale.

Le modèle de Hayek et la construction européenne peuvent être comparés à partir de plusieurs points pour déterminer une éventuelle influence du premier sur la seconde. Un des premiers points à analyser est la fonction de la monnaie.

Hayek, en 1939, prône le retour au *gold standard* comme solution optimale, dans une optique monétariste pour laquelle la création excessive de monnaie est la seule responsable de l'inflation. La libre circulation de monnaies privées en concurrence assurerait au mieux la stabilité monétaire et économique, mais un régime de changes fixes, notamment à l'intérieur du marché commun, strictement réglementé par un institut d'émission, pourrait efficacement garantir le but prioritaire de la stabilité monétaire.

Ce qu'il faut remarquer dans la comparaison entre le système monétaire proposé par Hayek et la monnaie unique est leur but commun, la stabilité, et les effets des politiques sur l'économie de la zone : le taux de chômage (dit « *naturel* ») et la déflation salariale.

La construction européenne reprend à son compte cette vision monétariste et ce but ultime de stabilité de la valeur monétaire. En fait, l'euro, à l'intérieur de la zone fonctionne comme un régime de *gold standard*[195] tel qu'il est pratiqué dans la période entre les deux guerres mondiales. Comme l'analysent Bordo et James, l'euro comme le *gold standard,* couplés avec la libre circulation des capitaux, rendent impossible non seulement le contrôle des taux d'intérêt, mais aussi la stabilité financière, économique, voire politique. Si le *gold standard* laissait au moins la possibilité d'agir sur les taux de change, l'euro empêche cette possibilité, et limite toute action à la seule réduction de la dette par une politique budgétaire stricte, de plus en plus mal supportée par les populations car destinée à se poursuivre et à empirer :

> *« In the absence of an exchange rate option, there is consequently a need for greater debt reduction, but that raises a politically awkward question of the sistribution of losses between the private and public sector...what made the interwar slump so intractable was that it was not just a financial issue, but also a crisis of democracy, of social stability, and of the international political system. »*[196]

Dans la pensée de Hayek une nouvelle monnaie internationale ou une quelconque forme de souveraineté, politique ou monétaire, ne sont que des limitations à la liberté individuelle, et sa pensée, qui est toujours restée fortement fédéraliste, évolue entre l'article de 1939 et celui de 1978, « La dénationalisation de la monnaie », à travers le dernier chapitre de « *La route de la servitude* » en 1944. D'un horizon européen à un horizon mondial, d'une position utopique à des positions plus pragmatiques il propose une des voies libérales à la construction européenne.

La banque centrale européenne naît déjà comme banque centrale *sui generis*, car elle n'a pas de lien de dépendance avec la souveraineté politique, et son rapport avec le système productif passe par la médiation des banques centrales nationales, qui sont en charge du refinancement et du contrôle des systèmes bancaires nationaux. Le rôle spécifique des banques centrales nationales semble en fait se réduire à une entité administrative proche de celle envisagé par Hayek.

[195] Bordo, James, (2013)
[196] Ibid., p. 25

L'union bancaire semble confirmer cette tendance, dans la mesure où elle vise essentiellement à rompre toute lien entre le financement de la dette publique et la couverture nationale du risque de faillite. La logique que sous-tend l'union bancaire est en fait la même qui a présidé à l'élaboration des traités : empêcher la garantie de la banque centrale sur la dette des pays, et ainsi livrer l'Etat à la discipline des marchés.

Malgré les diverses politiques d'assouplissement monétaire menées par la BCE le dogme fondamental de la construction européenne réside dans son monétarisme rigide, exprimé par l'art. 123 TU qui interdit l'acquisition de titres de dettes publique par la banque centrale : l'assouplissement monétaire est considéré comme une mesure d'urgence pratiqué en cas de nécessité. Le déficit public est vu comme l'origine de tous les maux, et notamment de l'inflation, et toute politique de plein emploi ne peut qu'empêcher les nécessaires reformes structurelles et discipline salariale.

La stabilité monétaire et la lutte contre l'inflation sont chez Hayek et ensuite dans l'Union Européenne un moyen ouvertement assumé pour parvenir à la discipline salariale à travers la déflation et le chômage[197]

Les racines profondes de l'Union Européenne dans la pensée de Hayek sont témoignées dans un discours de Ottmar Issing[198], membre du Conseil de la BCE en 1999, où le but de « *dénationaliser la monnaie* » est clairement exposé, mais dans un sens plus restreint que celui souhaité par Hayek. Pour Issing, la dénationalisation se réalise dans l'Independence du pouvoir politique :

> *« Therefore, although the path taken to achieve denationalisation of money has been very different than that advocated by Hayek, the ultimate objective being sought by Hayek, i.e., monetary independence from political interference and price stability, have, to all intents and purposes, already been achieved. »*[199].

Le projet de Hayek dans le long terme est celui de dénationaliser et privatiser l'émission monétaire, mais la réalisation de ce projet passe nécessairement par des étapes qui doivent permettre de familiariser les intellectuels et les peuples à la

[197] Mario Monti, président du Conseil italien, déclare qu'on avait voulu écraser la demande interne in Italie, Monti M., (2012)

[198] Il est, de 1990 à 1998, membre du conseil d'administration de la Deutsche Bundesbank et, de 1998 à 2006, membre du Comité exécutif de la Banque centrale européenne

[199] Issing O. (1999),

nouvelle organisation. Le but principal, celui de préserver la valeur de la monnaie et empêcher toute inflation, a été pleinement reçu dans les traités européens, et notamment dans l'art. 3, par. 3 du TFU (ex art. 104 et 104a). Issing cite Hayek :

> *« ...as early as the 1960s, he concluded that, in light of the high level of government debt, that "...an effective monetary policy can be conducted only in co-ordination with the financial policy of the government. Co-ordination in this respect, however, inevitably means that whatever nominally independent monetary authorities still exist have in fact to adjust their policy to that of the government" (see Hayek 1960, page 327). I think it is now clear that it was ideas along these lines that were the inspiration behind the rules and procedures in the EU Treaty, and I refer in particular to Articles 104 and 104a »*[200]

Issing, en commentant la naissance de l'euro, cite en particulier deux textes de Hayek : « *The constitution of liberty* » (1960) et « *Denationalisation of money* » (1978) et retrace en fait le cheminement de la pensée de l'auteur entre les deux textes. En 1978, sa pensée se radicalise et il invoque la nécessité d'abolir le monopole du gouvernement sur l'émission de monnaie. Mais, dans le texte de 1960, ses idées sont bien plus proches de la réalisation effective dans les institutions communautaires, car il croit que l'indépendance de la banque centrale est un premier pas vers la complète privatisation de la monnaie. En effet, pour Issing la dénationalisation de la monnaie indiquerait seulement l'indépendance de la banque centrale :

> *« the Eurosystem is supranational and does not therefore have any natural political counterpart in the form of a supranational government with full executive powers. This further underpins the independence of the Eurosystem and enables it to pursue its mandated ultimate objective, that is price stability, without interference from government. Thus, monetary policy in the Euro countries has been denationalised and is being conducted by a supranational central bank, which is politically independent of the governments of the Member States. Furthermore, any monetary financing of the public sector or privileged access to financial institutions are prohibited. The separation between public finance and monetary policy is thereby ensured. »*[201]

La politique de l'intégration européenne dans l'après-guerre était conçue comme l'instauration d'une économie mixte transnationale[202], mais dans le long terme,

[200] Issing O. (1999),
[201] Issing O. (1999),
[202] Streeck W. (2014), p. 148

et pour les raisons décrites par Hayek dans son essai de 1939, le projet européen a œuvré à une profonde transformation libérale des économies nationale et communautaire. Le tournant néolibéral des années 1970 se manifeste dans l'Union Européenne comme une variante d'un processus de libéralisation de l'économie et de la finance qui est à l'œuvre à l'échelle de la planète.

Le processus de création de la monnaie unique commence d'ailleurs en 1970 avec le rapport Werner, se poursuit ensuite à travers les vicissitudes du système monétaire européen, puis le rapport Delors de 1989, pour arriver au traité de Maastricht en 1992, qui sous-entend un paradigme anti-keynésien et, partant, hayékien[203].

Le projet de constitution matérialise du moins en partie, les idées de Hayek à travers deux mécanismes principaux. Le premier est que l'Union est dotée de la compétence exclusive dans le domaine des « *règles de concurrence régissant le fonctionnement du marche intérieur* ». Ce domaine réservé est un espace qui permet aux institutions européennes d'imposer un marché libre aux entreprises européennes, dans lequel les firmes peuvent opérer dans toute l'Union sur la base des législations de leur pays d'origine. Le second mécanisme est celui qui confère à la Banque centrale européenne un pouvoir exclusif et incontrôlable sur la politique monétaire de toute l'Union, ce qui implique qu'il n'y ait plus de véritable gouvernement économique capable de combiner politique monétaire et politique fiscale. La politique fiscale reste de la compétence des pays membres, mais elle est limitée par les engagements pris dans le Pacte de stabilité et croissance (PSC).

En ce qui concerne le second point, l'indépendance de la banque centrale est la garantie que toute autorité supranationale ne pourra pas exercer d'influence sur la banque centrale et déterminer une politique monétaire. Dans le traité européen, en fait, il est explicitement interdite toute fonction de gestion commune de la dépense publique sur tout le territoire de l'union monétaire, art. 123, 124, 125 TFUE. Or, ces normes sont l'application concrète d'un modèle qui rend l'Etat national impuissant

[203] Une grande partie de la pensée de Hayek se constitue comme réponse aux idées de Keynes.

face aux besoins différenciés de chaque territoire, et le condamne à l'impuissance, ou, tout au moins, à un rôle de simple exécuteur de règles collectives (ordolibéralisme[204])

Ces mécanismes sont soutenus par un système politique qui fait de la Commission Européenne l'organe principal de la formulation des politiques européennes communes, mais la Commission n'est pas élue, ses membres sont nommés par les exécutifs nationaux. Le Parlement européen, qui est élu au suffrage universel, par contre, n'a aucun pouvoir décisionnel ni d'initiative politique. La structure institutionnelle implique donc une réduction importante de l'emprise du politique sur l'économique. C'est encore une position clés de l'école autrichienne, alors que le seul instrument d'action politique, à savoir les élections, n'est utilisable qu'à l'échelle nationale, la où les moyens monétaires font défaut.

Cependant, la construction de l'Union Européenne ne calque pas tout à fait le modèle de Hayek, même si ce dernier est bien visible en arrière-plan. Notamment en ce qui concerne la différence la plus évidente avec la construction effective de l'Union : le libéralisme extrême prôné par Hayek se transforme dans un ordolibéralisme fondé sur l'application tendanciellement automatique de règles fixées d'avance et censées permettre la meilleure expression d'une concurrence libre et non faussée, et d'une vague « *économie sociale de marché* ». Cet aspect peut-on dire légaliste de la construction monétaire européenne répond à la nécessité d'encadrer fermement des constitutions démocratiques préexistantes écrites et rigides, montrant une forte inertie des droits acquis face aux bouleversements demandés.

Dans le traité de Maastricht on a voulu essentiellement fixer des fins et des instruments, qui sont tout à fait cohérents avec la vision de Hayek : son but est la stabilité des prix comme pivot d'un système de forte compétitivité et fondé sur l'efficience des marchés, et son instrument est la politique monétaire en tant que corroie de transmission d'une politique économique visant essentiellement la discipline salariale.

Or, que la politique monétaire soit gérée par une banque centrale indépendante est un de ces imprévus de la contingence historique qu'Hayek n'aurait pas approuvé,

[204] Pourtant, l'ordolibéralisme reste étranger à la pensée de Hayek, car celui-ce assure la prédominance de l'Etat pour élaborer les règles qui encadrent la liberté économique.

étant contraire à toute forme d'autorité centralisée et étant plutôt favorable à un système monétaire privé à base métallique. Il croit que la stabilité monétaire serait mieux assurée par un régime de libre concurrence entre les monnaies, sans intervention étatique[205]. Mais si les moyens sont différents, le but est le même, pour Hayek et pour le traité de Maastricht : la stabilité des prix et le maintien d'une valeur constante de la monnaie. Ainsi pour Hayek, le *gold standard* est le régime qui garantit cette stabilité et éloigne le mal absolu représenté par l'inflation, bien que le but visé soit finalement l'instauration d'un régime de monnaies privées en concurrence entre elles selon les lois de marché.

[205] Hayek (1976/1990*),* Barra Caracciolo, p. 110

Le débat sur les avantages et les désavantages du néolibéralisme a mis en relief qu'il s'agit d'un concept « *fourre-tout qualifiant tout ce qui touche à la dérégulation, la libéralisation, la privatisation ou encore à l'austérité fiscale*»[206]. Il a été souvent décrié surtout dans les dernières années, quand il à été considéré responsable de tous les maux, de la perte des valeurs, aux inégalités, à la précarité, aux populismes.

Toutes les difficultés économiques, politiques, sociales qui se sont manifestées à partir de la dernière crise financière semblent provenir du néolibéralisme. Il était, dès lors, intéressant d'analyser l'origine des crises financières et les théories qui s'attachent à les expliquer, afin de comprendre comment elles naissent et se déploient, avec un regard particulier sur la dernière crise. Il fallait aussi examiner les relations entre la finance et l'économie, pour comprendre les relations entre les deux, mais surtout les pathologies de cette relation.

Dans l'Union Economique et Monétaire, la crise financière a assumé des caractères spécifiques, dus à la structure particulière de la zone. Celle-ci, en fait, n'est pas une zone monétaire optimale, selon les critères définis par Mundell en 1961, mais elle se rapproche plutôt de l'union monétaire libérale décrite par Hayek, notamment dans un article de 1939. Dès lors, la structure de l'Union Monétaire fait apparaître toutes les tensions relatives au triangle d'incompatibilité théorisé en premier par Mundell, et repris ensuite sous différentes formes, entre un régime de change fixe, une politique monétaire indépendante et la liberté de circulation des capitaux.

Dans la troisième partie, nous allons analyser la mise en question de la mondialisation financière et les possibilités de la régulation des flux de capitaux. Ce problème est particulièrement sensible dans l'Union Monétaire, dans la mesure où les traités fondateurs ont été rédigés dans une période où le libéralisme dominait. Toute la structure de l'Union est informée de ses principes, et souffre aujourd'hui de l'aveuglement de ses fondateurs.

[206] Rodrick D. (2018)

TROISIEME PARTIE : LES REVIREMENTS DE LA MONDIALISATION ET LA CRISE DE L'UNION MONETAIRE

La crise financière globale de 2007-2008 a provoqué un ralentissement de la mondialisation, notamment du flux international de capitaux. Il y a eu une contraction des prêts bancaires internationaux, des emprunts obligataires internationaux, des placements boursiers. La baisse des flux internationaux de capitaux était observable partout, et surtout dans l'Union Economique et Monétaire, mais elle concernait aussi les investissements dans les pays émergents, dont la part dans les échanges mondiaux a baissé particulièrement. La crise a provoqué aussi la fragmentation du système bancaire européen, jusqu'alors largement intégré, à cause de la tendance des banques à renationaliser leurs investissements, surtout dans le secteur de la dette publique. Depuis les flux de capitaux internationaux ne sont jamais retournés à leur situation d'avant crise.

Le commerce international aussi enregistre un reflux : on observe une croissance de 3% par an depuis 2012, alors qu'elle était de 8,5% sur la période de 2002-2007[1]. D'ailleurs, la croissance mondiale est restée dans cette période nettement plus faible qu'avant : elle était de 5% entre 2003 et 2007 et depuis 2011 elle est de 3,4% par an. Le commerce international connaît une crise due à l'échec des négociations multilatérales de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) et à la montée d'obstacles non tarifaires aux échanges, comme l'instauration de quotas ou de normes socio-sanitaires plus strictes[2]. Globalement, la persistance d'une croissance faible génère des réflexes protectionnistes et bloque les intégrations interrégionales, soulève les murs et ferme les frontières.

En même temps, depuis la crise, s'est affirmé un processus de révision critique de la mondialisation à partir souvent de positions politiques et idéologiques revendiquant la spécificité des cultures nationales ou régionales. La critique économique ne s'est révélée qu'après la crise financière, dans la mesure où

[1] Adda J. (2017)).
[2] ibid..

l'intégration des marchés économiques et financiers mondiaux n'a fait qu'aggraver les conséquences de la crise, alors que les solutions ne venaient que de l'Etat national. De plus en plus de voix mettent en discussion la globalisation, du moins dans sa forme non régulée.

D'un point de vue économique, la première conséquence négative observée et contestée est la politique de libre échange, et en fait, de plus en plus de pays, même sans modifier formellement les accords de libre échange, introduisent des formes de subsides aux industries nationales pour les protéger de la concurrence internationale. C'est la raison de l'échec des négociations de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) en 2006[3], censée promouvoir le libre échange mondial.

Mais à partir de la crise financière, les critiques se tournent de plus en plus vers l'intégration des marchés financiers et leur libéralisation. Depuis le début de la crise financière on remarque un changement dans la volonté de réglementer le système bancaire, qui va dans le sens de la limitation des dérives mondialistes, et cela même au sein d'une institution comme le FMI[4]. On commence, avec la crise, à mesurer les effets destructeurs de la déréglementation financière

En particulier l'Union Européenne, tente de mettre en place une réglementation macroprudentielle et des taxes sur les transactions financières, parce que c'est dans la zone euro que la fragmentation des marchés financiers est la plus avancée.

Aux Etats-Unis, le revirement vers un contrôle accru du marché des capitaux passe par l'acquisition très importante de titres négociables par la *Federal Reserve* et les banques centrales étrangères, notamment asiatiques, alors que les titres du gouvernement sont détenus par les institutions financières non bancaire

[3] Cycle de Doha
[4] Ostry J. *et al.* (2010),.

1. LA GLOBALISATION REMISE EN QUESTION

La conséquence, peut-être plus inattendue, de la crise financière de 2008 est la baisse importante du commerce et des mouvements de capitaux à l'échelle mondiale.

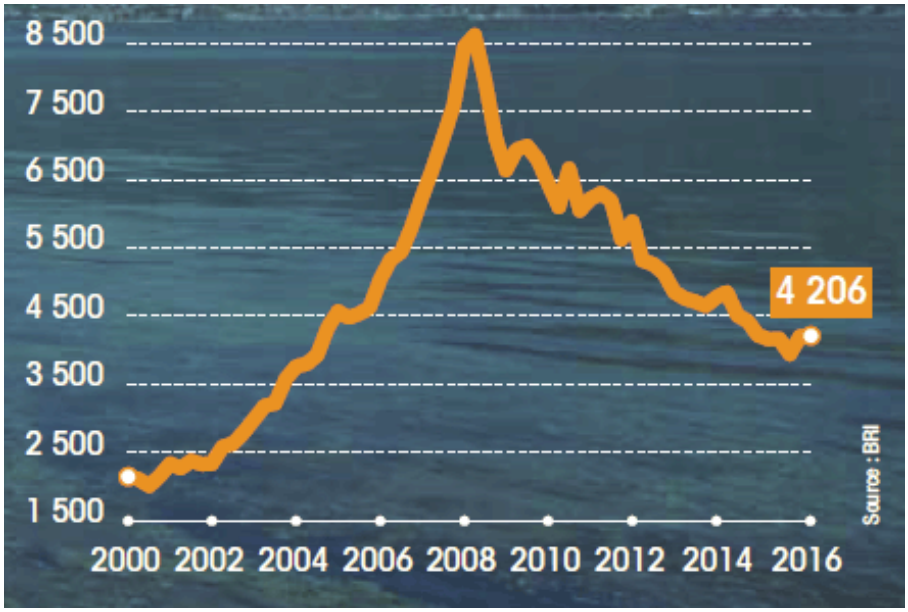
Le ralentissement des flux de capitaux dépend surtout de la diminution des activités bancaires internationales : la crise a provoqué un *credit crunch*, un blocage des prêts interbancaires, mais aussi des prêts destinés au public, qui ne sont jamais revenus au niveau précédant la crise.

Depuis le début de la crise financière le poids des mouvements de capitaux mondiaux a été divisé par dix depuis leur pic de 2006, car ces flux n'ont augmenté que légèrement après la chute importante de 2008 :

Investissements, dettes et activités bancaires internationaux, en % du PIB mondial[5] :

[5] C. Chavagneux (2017). Cf. Lund et al., (2013).

Prêts interbancaires internationaux des banques de la zone euro en milliards de dollars[6] :

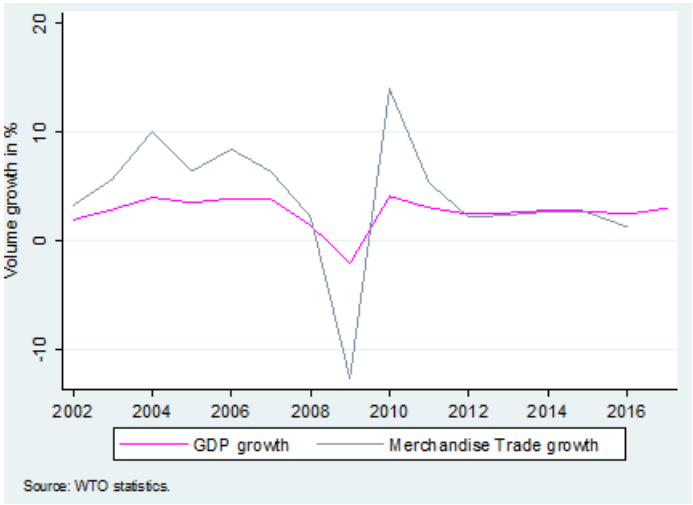


L'analyse de ces courbes permet de se rendre compte de la baisse soudaine de l'endettement international après la crise financière, alors que les montants restent élevés. Le ralentissement de l'économie globale explique en partie la baisse des flux internationaux de capitaux, étant donné que les échanges commerciaux enregistrent des taux de croissance très faibles, stagnant depuis la crise. Selon l'Organisation Mondiale du commerce (OMC), en 2016 cette progression se limitait à 1,7% du PIB mondial[7]. Si le commerce international croît bien plus lentement qu'avant la crise, la demande de crédits pour lie financer est évidemment bien moins importante.

Dans la mesure où la baisse du flux de capitaux se couple à une baisse importante du commerce mondial[8], on peut se demander si ces changements ne sont les symptômes d'une tendance de fond au fractionnement et à l'inversion de la tendance à la mondialisation. En fait, depuis la crise financière le commerce mondial n'a jamais retrouvé les taux de croissance précédents, surtout par rapport à la croissance de PIB mondial :

[6] Chavagneux (2017) ibid..
[7] ibid..
[8] Natixis (2018).

Evolution du volume de production mondiale et du commerce international[9] :



Alors que la croissance du commerce mondial était durablement supérieure au taux de croissance du PIB mondiale, depuis la crise, le volume des échanges commerciaux a été plus faible que le niveau de croissance de la production mondiale. Plusieurs facteurs sont en jeu, comme les taux de change ou les prix des matières premières, mais la baisse et/ou la stagnation de la production mondiale est incontestable. Dans les pays en voie de développement, les importations de biens et de services ont stagné, parfois à cause de crises localisées, mais se manifestent aussi des facteurs sous-jacents, durables, comme la baisse des investissements due à la réduction des capitaux entrants et sortants.

En tout cas, le commerce international représente une petite partie des flux de capitaux. Ainsi, les raisons de la baisse des flux financiers doivent être recherchées dans le secteur financier lui-même. Avant la crise, l'activité internationale des banques était corrélée à une forte propension à la prise de risques, mais face aux difficultés globales, les banques ont préféré se retirer vers leurs marchés intérieurs[10]. Le manque de demande de financement ne peut pas expliquer la baisse importante, il faut aussi considérer les faiblesse propres au système bancaire : face à la crise, les banques ont

[9] Bouattour F. (2017),
[10] *The Economist*,(2016).

subi une baisse des sources de financement, et ont été forcées de renforcer leurs bilans et diminuer leur exposition aux marchés spéculatifs, notamment le marché monétaire.

Dans une étude de 2016, Bussières, Schmidt et Valla[11], déjà citée[12], les auteurs constatent une baisse importante des flux de capitaux bruts d'environs la moitié, en moyenne, entre la période avant et après la crise financière.

Les auteurs ont aussi remarqué des différences importantes dans la composition des flux de capitaux transfrontaliers entre les périodes précédant et suivant la crise de 2008 : les investissements directs à l'étranger se sont rétablis rapidement après la crise, alors que les investissements de portefeuille, et notamment les obligations, sont restés très bas. Leur analyse fait apparaître quatre facteurs clés dans les flux de capitaux internationaux :

- la faiblesse de ces flux depuis la crise financière[13] suivi de leur arrêt brutal (*sudden stop*) ; depuis, ces flux n'ont jamais retrouvé les niveaux d'avant crise.
- cette faiblesse concerne tous les pays, mais elle semble affecter particulièrement les pays avancés, notamment en Europe; les flux de capitaux se sont révélés bien plus résilients dans les pays émergents.
- les flux de capitaux internationaux nets ont aussi enregistré une chute significative, en accord d'ailleurs avec les modifications dans les balances courantes au niveau global[14] ; des pays comme le Japon ou le Canada sont passés d'une position nette positive à une négative, alors que l'Allemagne, par exemple, accumule les surplus de balance courante.
- si la baisse concerne tous les types de capitaux, la composition des flux a changé : les investissements directs à l'étranger ont presque doublé leur part dans la composition globale des flux de capitaux, passant globalement de 24 à 45%, alors que les « autres investissements », principalement bancaires, ont chuté de 44 à 12%[15].

[11] Bussières, Schmidt et Valla (2016).
[12] cf. Infra II, ch. 1.3., p.146.
[13] Bussières et al. (2016) graphiques, p. 5, 7, 8.
[14] ibid..
[15] ibid.., graphique p. 11

Ces constats, sont confirmés par une analyse de la BCE[16], qui compare la période 2005-06, avant crise et la période 2013-2014, post crise, mais met en évidence une chute encore plus importante : 50 % du flux de capitaux (en pourcentage du PIB), avec un maximum de 80 % pour les économies émergentes. Dans l'Union Européenne, les flux financiers entrants dans la période post crise sont de 25 % inférieurs à ceux de la période avant crise. Les auteurs remarquent aussi la même différence perçue par l'étude de Bussières, Schmidt et Valla entre la composition de ces flux.

Les deux articles cités remarquent une amélioration de la stabilité financière due à l'importance croissante des investissements directs à l'étranger dans la composition globale, ainsi que la diminution du crédit bancaire, probablement due à des changements dans la réglementation bancaire. Les flux financiers bancaires sont en baisse, ainsi que ceux dirigés vers les pays avancés, alors que les capitaux se dirigent plutôt vers les pays émergents, sous la forme d'investissements directs :

> *« …the composition of global flows has changed substantially both in terms of the types of instruments as well as geographic composition. Compared to the pre-crisis period, global capital flows are now characterised by a persistently subdued level of crossborder banking flows and by a smaller share of flows to advanced economies, while capital now appears to exhibit a greater tendency to flow 'downhill' to lower income economies and foreign direct investment flows have gained in importance. »*[17]

La crise semble alors avoir rendu les marchés financiers plus sains dans la mesure où la composition des flux financier et leur direction ont changé. Ces flux se sont redirigés vers des économies émergentes, avec des revenus inférieurs et des perspectives de croissance supérieures. Les flux financiers considérés sont bruts, et comprennent tous les capitaux étrangers entrants et sortants, car ils sont plus significatifs par rapport à la stabilité financière et les conditions de crédit, ce s'autant qu'ils sont procycliques : les flux de capitaux bruts s'effondrent pendant la crise à cause des sorties de capitaux étrangers et des rapatriements vers les pays d'origine.

Au delà de l'analyse empirique des données, les deux études considèrent qu'un rôle plus important des investissements directs à l'étranger dans les flux de capitaux devraient apporter une stabilité financière accrue. On peut penser que des changements

[16] McQuade P., Schmitz M. (2016),
[17] Ibid., p. 2.

dans la régulation bancaire ont contribué à donner un rôle moins important au crédit bancaire, ont diminué les performances économiques des économies avancées, et provoqué une croissance anémique. Plusieurs facteurs peuvent expliquer ces changements dans les flux de capitaux, mais on peut remarquer que les flux vers l'Union européenne ont subi la plus forte contraction et une plus faible reprise, et ont contribué ainsi à prolonger la crise et la stagnation de la croissance dans la zone euro.

Le secteur le plus affecté par la baisse des flux de capitaux est le secteur bancaire des pays développés surtout dans la zone euro. Les banques européennes ont réagi à la crise globale par un fort désendettement (*deleveraging*) pour renforcer leurs bilans. Leur stratégie a consisté à restreindre les investissements à l'étranger et se replier sur les financements domestiques. Une des raisons a sûrement été le fait que les politiques de sauvetage des banques par les gouvernements tendaient à favoriser les crédits nationaux, surtout les titres d'Etat[18]. Une autre raison a été leur nécessité de consolider leur capitalisation à cause de la réglementation internationale[19]. En tout cas, le désendettement était nécessaire et souhaitable après les pertes subies pendant la crise financière, et il n'est que la conséquence d'un excès d'investissements risqués dans la période précédente.

Les banques européennes ont adopté une stratégie unique de désendettement : réduire les actifs, alors que les grandes banques non européennes ont réussi à lever d'autres capitaux, afin de renforcer leur bilan après la crise financière. Et cette réduction des actifs s'est faite globalement en protégeant le marché domestique. La préférence pour les titres nationaux (*home bias*) est présente dans tous les pays européens, en différents degrés, y compris au Royaume-Uni et en Suisse, en tant que symptôme de l'aversion au risque qui a suivi les pertes subies pendant la crise.

Une autre raison, probablement plus importante, est politique, car les aides d'Etat au système bancaire en Europe ont été soumises à des incitations à l'augmentation du crédit national[20]. Etant donné l'importance du marché européen des capitaux, les effets de cette réduction du recours aux actifs internationaux ont été

[18] McCauley R. et al. (2017). p. 11.
[19] La Banque des Règlements Internationaux (BRI) élabore les critères pour renforcer la sécurité du secteur bancaire à travers les recommandations du Comité de Bâle.
[20] McCauley R. et al. (2017). p. 11.

ressentis comme un aspect de la démondialisation. Ce n'est que sur un plus long terme qu'on pourra juger si le désendettement et la préférence nationale s'installent dans la durée.

Selon une étude du FMI de 2016[21], il faudrait considérer que la période des années 2000 a été celle d'une augmentation extraordinairement rapide de la globalisation, et que donc la période actuelle, post crise, ne serait que le retour à une nouvelle normalité. Cette nouvelle normalité serait définie par la théorie de la « *stagnation séculaire* »[22], selon laquelle la croissance globale serait destinée à rester durablement faible à cause du vieillissement de la population et d'un moindre progrès technologique. Ces causes produiraient une asymétrie structurelle entre un taux d'épargne trop élevé et des occasions d'investissement productif trop rares :

> *« Le scénario suppose que les forces de la stagnation séculaire conduisent à une insuffisance persistante de la production, avec un élargissement de l'écart de la production négatif, mais aussi à une baisse de la production potentielle du fait que la demande globale reste déficiente[23] »*

Dans ce cas, toute croissance globale de moyen terme ne peut être que le fait des pays émergents ou en voie de développement, qui devraient combler progressivement les écarts de productivité[24]. Mais un environnement de crise ou de croissance faible dans les pays émergents empêche le développement des flux de capitaux.

Le fait que les pays émergents sont aujourd'hui bien plus intégrés aux marchés financiers internationaux, pourrait expliquer cette diminution de flux de capitaux et la diversification du portefeuille[25], parce que le différentiel de croissance par rapport aux pays développés se réduit ainsi que leurs besoins de capitaux étrangers. Selon cette interprétation, les moindres flux financiers auraient un effet stabilisateur sur le système monétaire international, parce qu'ils diminueraient la probabilité de mouvements de capitaux importants et rapides qui peuvent déstabiliser les économies :

---

[21] IMF (2016.),

[22] cette théorie, déjà présentée par Hansen après la Grande Dépression, a été reprise par L. Summer (2014).

[23] IMF (2016.), , p. 33.

[24] Ibid.., p. 18

[25] Le commerce international décline aussi, mais il représente une petite partie des flux de capitaux : Appelbaum B. (2016), New York Times.

« … les pays émergents sont passés par des modifications structurelles et des évolutions de politique économique considérables depuis la fin des années 90. Les pays émergents sont maintenant bien plus intégrés sur les marchés financiers mondiaux et l'inadéquation des taux de change (notamment dans les emprunts du secteur public) a été réduite. Comme les résidents des pays émergents sont maintenant confrontés à moins de contrôles des capitaux que pendant les années 80 et 90 et qu'ils sont plus fortunés — surtout après les années de forte croissance qui ont précédé la crise financière mondiale de 2008–09 — ils cherchent à diversifier leurs portefeuilles mondialement. De ce fait, les sorties de capitaux sont une composante de plus en plus importante de la dynamique globale des flux de capitaux. »[26]

Cette interprétation repose sur l'hypothèse d'une stagnation séculaire qui affecterait les économies matures par un excès d'épargne, qui ne peut être investi dans la production. Mais cette interprétation a été largement contestée par les économistes keynésiens et post-keynésiens. Comme l'explique Keynes dans le septième chapitre de la *Théorie générale*, les décisions de production dépendent de la demande effective, et les biens effectivement produits coïncident avec la quantité de biens demandés : la production coïncide avec la demande effective, car s'il y avait des biens supérieurs à la demande, ils seraient considérés comme des stocks et comptabilisés dans l'épargne. Or, l'épargne et l'investissement coïncident aussi[27] et sont définis comme la part de revenu qui n'est pas consommée : épargne, investissements et stocks. Ainsi il ne peut pas y avoir de conditions de surproduction, mais plutôt un excès de capacité productive ou une capacité de production sous-utilisée[28], capable de provoquer une situation de sous-occupation et sous-investissement durable.

Il est donc difficile, d'un point de vue keynésien de soutenir une interprétation de la crise selon l'hypothèse de la stagnation séculaire, comme le fait le FMI dans l'article cité, et la remise en question de la globalisation reste posée.

On assiste aussi à une résurgence de mesures protectionnistes dans le commerce international, tandis que les politiques qui se déclarent anti-globalistes deviennent de plus en plus populaires dans beaucoup de pays. Des mouvements politiques de droite comme de gauche dans les pays développés s'érigent contre la

[26] IMF (2016.), , p.86.

[27] « *Saving and Investment have been so defined that they are necessarily equal in amount, being, for the community as a whole, merely different aspects of the same thing"* » (Keynes 1939, Livre II, ch. 6, II)

[28] A. Pannone (2018).

globalisation, alors que dans les pays émergents on assiste à la naissance de mouvements autocratiques et nationalistes.

La globalisation semble remise en question économiquement, financièrement et politiquement

1.1. Le contrôle des capitaux

En novembre 2012, le FMI[29]publie une étude qui présente un « *point de vue institutionnel* » à propos de la gestion des flux financiers transfrontaliers. Il reconnaît toujours l'importance de la libéralisation, mais il reconnaît que celle-ci repose sur des fondements bien plus fragiles que la libéralisation du commerce, et il reconnaît les risques liés à cette pratique. En renommant les contrôles sur les capitaux « *mesures de gestion des flux de capitaux* », le FMI en fait une partie d'une politique plus vaste, comprenant diverses mesures de politique fiscale, monétaires et de régulation macroprudentielle.

Ainsi, la libéralisation devient un but de long terme, et chaque pays doit l'atteindre à sa propre vitesse, et en tout cas, après un certain degré de développement des marchés financiers. Le contrôle de capitaux devient alors une étape sur la route de la libéralisation, route que le FMI trace, d'ailleurs, dans ses grandes lignes, aussi bien pour les capitaux entrants que sortants. En fait, le changement de point de vue de l'institution reste modéré, dans la mesure où la question de la libéralisation reste le cadre général de la politique économique conseillée par le FMI. Pourtant dans un livre de 2012, deux ex-économistes du FMI, Jeanne et Subramanian concluaient après une étude de la littérature sur le sujet qu'il n'était pas souhaitable de promouvoir la mobilité des capitaux, même sur le long terme. Cette mobilité apporte peu de bénéfices à la croissance alors qu'un contrôle prudentiel sur les capitaux peut être utile :

[29] IMF (2012a).

« the international community should not seek to promote totally free trade in assets – even over the long run – because (as we show in this book) free capital mobility seems to have little benefits in term of long run growth and because there is a good case to be made for prudential and non-distorsive capital controls »[30]

Dans le point de vue du FMI, le contrôle des capitaux doit venir seulement après, et en ultime recours, d'une politique de libéralisation des échanges, de stabilisation du taux de change, d'une politique monétaire restrictive et le contrôle des dépenses publiques. En fait, la doctrine officielle du FMI ne change pas, elle s'assouplit face aux difficultés mises en exergue par la crise financière, d'autant plus que les pays qui ont mieux résisté à la crise semblent être ceux qui avaient un contrôle sur les mouvements de capitaux.

Dans son étude, le FMI introduit le terme de « *capital flow management measures* (CFMs) » pour remplacer « contrôle des mouvements des capitaux » pour éviter le coté négatif sous-entendu par le mot « *contrôle* »[31], et pour indiquer toute mesure visant à limiter les flux de capitaux entrants ou sortants d'un pays. Ce terme sera ensuite toujours utilisé dans les publications du FMI. Ces mesures sont confrontées à l'utilisation de « *macroprudential measures* (MPMs) » définies comme les instruments prudentiels pour limiter les risques d'instabilité financière.

La gestion de flux de capitaux, selon cette étude comprend deux tipes de mesures : 1) celles basée sur la discrimination par la résidence, comme les taxes et les régulations sur les mouvements transfrontaliers, auxquelles on se réfère généralement en parlant de contrôle de capitaux ; 2) autres mesures non lié à la résidence, comme les règles macroprudentielles[32] :

« which do not discriminate on the basis of residency, but are nonetheless designed to limit capital flows. These other CFMs typically include measures, such as some prudential measures, that differentiate transactions on the basis of currency as well as other measures (for example, minimum holding periods) that typically are applied to the non-financial sector.»

[30] Jeanne, Subramanian (2012), cité par Gallagher K.P. (2012), p.3.
[31] Fritz, Prates (2014), p. 215.
[32] IMF (2012a), Annexe II, p. 40.

L'analyse du FMI établit une hiérarchie claire entre les contrôles des capitaux, définis comme mesures restrictives du mouvement des capitaux entre résidents en non résidents, et la réglementation prudentielle du système bancaire intérieur, où les premiers sont considérés comme ayant un plus lourd effet de distorsion des marchés. Ainsi, l'usage des contrôles des mouvements de capitaux doit se limiter à des brefs périodes, alors que la réglementation macroprudentielle peut être utilisée indéfiniment.

Or, la distinction n'est pas toujours aisée entre les deux types de mesures, et elle semble ne porter essentiellement que sur la volonté d'assurer un traitement égal des acteurs de nationalités différentes. De plus, ces deux types de mesures établissent une asymétrie dans un contexte global, car la charge de leur application revient aux pays qui reçoivent les capitaux, qui sont aussi, souvent, les plus fragiles d'un point de vue financier, alors qu'il n'y a pas de mesures prévues pour les pays d'où partent ces flux.

Les contrôles sur les capitaux entrants et sortants sont généralement considérés comme liés inexorablement, d'autant plus que les contrôles sur les capitaux sortants sont généralement associés aux régimes autocratiques et répressifs, voulant empêcher les fuites de capitaux. Pourtant, les contrôles sur les capitaux entrants ont un rôle macroprudentiel efficace. Souvent aussi le contrôle sur le mouvement de capitaux est associé aux contrôles sur les taux d'échange et au protectionnisme, pour des raisons historiques, car les restrictions sur les changes s'appliquaient aux capitaux aussi bien qu'aux marchandises :

> *« This is because, historically, the most commun form of capital controls was exchange restrictions that impeded the mouvement of both goods and capital. As countries embraced greater trade liberalization, in contrast to the Keynes-White thesis, they viewed capital controls as* incompatibles *with free trade rather than as* aiding *free trade… Capital account restrictions were thus abolished along with current account restrictions*[33]*… »*

Pour les architectes du système de Bretton Woods, Keynes et White, la leçon à tirer de la période de l'entre-deux-guerres était plutôt que la liberté de mouvement des capitaux et la liberté du commerce étaient incompatibles : les mouvements de capitaux auraient déstabilisé les économies, et ainsi provoqué des appels aux protectionnisme.

[33] Gosh A.R., Qureshi M.S., (2016), p. 35

Leur intention originelle était de rendre permanents les contrôles sur les capitaux, même si ces intentions ne furent ensuite pas respectées dans la rédaction finale du traité du FMI[34].

Les restrictions sur les capitaux entrants, telles que les taxes sur les capitaux plus risqués, retenues à la source, ou un niveau plus élevé de réserves pour les investissements étrangers, sont de nature macroprudentielle, elles sont facilement réversibles et n'entachent pas la confiance des marchés sur le long terme[35].

Le contrôle des capitaux pourrait consister dans la limitation stricte des la possibilité de spéculation à court terme et des produits dérivés, surtout quand ils proviennent de secteurs non bancaires très opaques[36] et des positions « *nues* » sur les marchés des *swaps* ou à terme : il s'agirait en fait de briser le lien qui existe entre le taux de change et le taux d'intérêt, car si le premier dépend des marchés monétaires (encore qu'ils pourraient être régulés), le second dépend des choix de politique monétaires normalement attachés à la souveraineté.

En présence d'une forte interconnexion entre les marchés des capitaux et de mouvements de capitaux internationaux importants, multipliant les risques de crises financières, il devient prioritaire de chercher les moyens permettant d'assurer la stabilité économique et financière par un cadre réglementaire adéquat. Il faudrait revoir et adapter les règles existantes à la nouvelle architecture des systèmes financiers et aux risques spécifiques. Mais la réglementation et la surveillance risquent d'être insuffisantes face à la répétition des crises, car elles sont généralement prévues dans un cadre national ou de coordination des systèmes bancaires nationaux, sans un véritable impact sur l'architecture globale du système financier. La crise de 2008 a démontré que la discipline des marchés, la réglementation et la supervision des institutions financières n'étaient pas du tout suffisantes pour écarter le risque systémique global généré par la mondialisation et la financiarisation de l'économie.

Le contrôle des mouvement des capitaux par l'autorité publique peut prendre diverses formes, des contrôles directs ou indirects, sur les capitaux entrants ou sortants,

[34] Gosh A.R., Qureshi M.S. (2016), p. 4.
[35] Ibid..
[36] Le FMI indique ainsi : « *[…] certains produits complexes ont peu apporté au système financier. En outre, ils ont probablement aggravé la profondeur et la durée de la crise* ». IMF (2008), p. 54.

se matérialiser par différentes mesures, outre le contrôle des changes, par exemple les quotas sur le montant des emprunts ou les prêts extérieurs, des mesures fiscales qui encouragent ou réduisent les entrées ou les sorties de capitaux[37], des mesures qui régulent les investissements directs à l'étranger ou les investissements de portefeuille, ou encore toutes les mesures de limitations prudentielles aux risques internationaux, etc.

L'exigence de stabilité du marché financier peut entraîner des mesures de contrôle des capitaux ou des règles macroprudentielles sur les transactions. La différence est que les contrôles des capitaux s'appliquent exclusivement aux les transactions entre résidents et non résidents, ce qui peut préjuger d'une discrimination sur la base de la résidence. Les politiques macroprudentielles, par contre, règlent le marché du crédit national indépendamment de l'origine nationale ou internationale du crédit. La différence principale entre un crédit domestique et un crédit provenant de l'étranger se matérialise quand l'emprunteur en difficulté est obligé de se désendetter : les remboursements à un créditeur national restent dans l'économie et s'ajoutent à la demande agrégée, alors que les remboursements à l'étranger constituent une perte nette de pouvoir d'achat, ce qui peut aggraver une crise en acte.

Les deux types de régulation peuvent être utilisés ensemble ou alternativement, selon la structure de l'économie sous-jacente. Les économies émergentes et dépendantes des capitaux étrangers sont vulnérables aux chocs exogènes (*sudden stop*) et auront intérêt à utiliser les deux sets d'outils : la régulation macroprudentielle réduit les risques de surendettement d'un agent, tandis que les contrôles sur les capitaux entrants créent un différentiel de taux d'intérêts entre le marché des capitaux interne et international, ce qui augmente l'épargne interne et diminue le risque de dévaluation importante du taux de change[38].

Dans le cas des économies avancées et où la dette est émise en monnaie nationale, les fluctuations du taux de change sont moins sévères, il pourrais donc suffire la réglementation macroprudentielle pour limiter les risques d'excès de dette. Les contrôles de capitaux seraient alors moins nécessaires à la stabilité financière.

[37] Par exemple la taxe Tobin
[38] Korinek A., Sandri D. (2015), p. 5.

Le contrôle des mouvements de capitaux a toujours été une des premières armes mises en place face à une crise financière, notamment dans les pays en voie de développement face à un *sudden stop* dans l'afflux de capitaux. Le contrôle des capitaux peut se définir comme une politique qui vise à agir sur le volume, la composition ou l'allocation des flux de capitaux privés et se présente comme la volonté d'endiguer la libéralisation du mouvement des capitaux internationaux[39]. Dans la mesure où le contrôle des capitaux est utilisé comme instrument pour prévenir ou maîtriser une crise financière, on pourrait le considérer comme un instrument de politique macroprudentielle, apte à assurer la stabilité financière.

Dans les dernières années, beaucoup d'études[40] ont démontré que le contrôle des capitaux peut être une manière de corriger les défauts de fonctionnement des marchés et non comme une distorsion à éviter. Comme pour les règles macroprudentielles dans la politique interne à un pays, le contrôle des flux de capitaux internationaux peut aider à stabiliser le système financier.

Il serait plus opportun que ce contrôle se fasse au niveau international, car au niveau national, il peut impliquer une politique de sous-évaluation de la monnaie et donc un soutien aux exportations dommageable pour les partenaires commerciaux. L'approche multilatérale permettrait de régler les problèmes des flux de capitaux aussi bien que celui des taux de changes internationaux.

On pourrait envisager des mesures semblables à celle reconnues pour la libéralisation des échanges commerciaux [41]: le World Trade Organization (WTO) permet aux Etats des protections contingentes pour un certains nombre de raisons. Ces protections de certains secteurs, pour un certain temps, prennent la forme de taxes sur les importations, et de cette façon on pourrait envisager une taxe sur les capitaux à certaines conditions, dans le but de corriger les dysfonctionnements du marché des capitaux. Il faudrait alors les établir sur la base des types de flux (obligations ou action, marchés monétaires, etc.) et par rapport à des politique contre cycliques stabilisatrices. Le FMI serait le lieu où ces accords pourraient être négociés.

---

[39] O. Jeanne (2014)

[40] Korinek 2009 ; Jeanne and Korinek 2010 ; Bianchi 2010, cités par Gallagher K. P., Griffith-Jones S., Ocampo J. A., et al. (2012) p.118.

[41] Gallagher K. P., Griffith-Jones S., Ocampo J. A., et al. (2012) p.120

1.2. Flux nets et bruts : contrôler l'élasticité financière

L'analyse des flux de capitaux internationaux se fait généralement par l'analyse des comptes courants, si bien que souvent les termes « *flux de capitaux* » et « *balance courante* » sont utilisés comme synonymes:

> *« In fact, sometimes, the terms «* current account *» and «* capital flows *» are used interchaneably ». Current accounts, for instance, are used to identify the sources and destinations of cross-border finance, and hence the global pattern of capital flows, to gauge the degree of financial market integration, and to assess a country's vulnerability to "sudden stops" (Calvo (1998)) in external funding. This centrality runs so deep that in policy circles "global imbalances" are often treated as synonymous with "current account imbalances"*[42]

En fait, le marché des capitaux n'est pas directement et immédiatement relié aux marchés des biens et services, c'est à dire la balance courante, et suit des règles propres[43]. La balance courante représente les transferts de ressources nets entre les résidents d'un pays et le reste du monde : un surplus indique des flux sortants et un déficit indique des flux entrants, en correspondance avec les échanges de biens et services[44]. Ce qui est plus important dans l'analyse des crises financières, notamment la dernière, est l'analyse des flux financiers et monétaires, des règles d'intermédiation et de l'interaction entre les deux. La formation de déséquilibres financiers internationaux, les bulles de crédits et l'éclatement de ces bulles, dépendent de la capacité du système financier à endiguer et contrôler les flux financiers, mais aussi de la possibilité du système national de financer ses propres investissements.

L'essor des flux de capitaux dans les dernières décennies est en grande partie signalé par la libéralisation du compte de capital de la balance de paiements, où sont enregistrés les investissements directs étrangers (IDE), les investissements de portefeuilles (FDI) et les emprunts bancaires de chaque pays. La libéralisation du compte capital signifie en général l'assouplissement des restrictions qui peuvent s'appliquer aux capitaux entrants ou sortants d'un pays donné ; cette libéralisation

[42] Borio C., Disyatat P. (2015), p. 1.
[43] Borio et Disyatat (2011)
[44] en faisant abstraction des transferts de revenus, aussi comptabilisé dans la balance courante.

implique alors une plus grande intégration des marchés internationaux de capitaux. Pourtant, les opérations en compte capital et les éventuelles restrictions légales ne donnent qu'une idée approximative des mouvements réels de capitaux. Cela parce que les règles appliquées peuvent ne pas refléter la situation réelle, et que, d'autre part, le compte capital n'enregistre que les flux *nets* entre un pays et ses partenaires, alors que les flux *bruts* échappent à cet instrument.

Dans une étude de 2011[45], Borio et Disyatat considèrent le cycle économique séparé du cycle financier, notamment dans une économe ouverte qui utilise de nouvelles formes de financement et change la nature des risques. La Banque des Règlements Internationaux (BIS) définit ainsi le cycle financier :

> *« Les cycles financiers se distinguent des cycles économiques. Ils rendent compte des interactions entre perceptions de la valeur et du risque, prise de risque et contraintes de financement, qui se renforcent mutuellement et entraînent des phases d'expansion et de contraction financières »*[46]

Le cycle financier se manifeste comme l'interaction entre les contraintes financières et la perception de la valeur et des risques par les acteurs. Les deux se renforcent mutuellement et peuvent aboutir aux crises financières et bancaires les plus graves. La sous-estimation du risque associée à la disponibilité du crédit conduit à l'accumulation de la dette privée et publique et à l'augmentation du prix des *assets*. Mais, dès qu'un choc frappe l'économie, la destruction de la valeur des *assets* et l'endettement excessif des opérateurs enclenchent la crise financière et/ou bancaire.

L'internationalisation des mouvements des capitaux, avec la mondialisation et l'intégration financière, fait que les conditions de liquidité sont corrélées sur les divers marchés :

> *« la mobilité des capitaux a tendance à égaliser les primes de risque et les conditions de financement pour toutes les monnaies et dans tous les pays, et agit comme source de financement déterminant les prix (coût marginal). Les capitaux externes jouent donc souvent un rôle prépondérant dans les booms insoutenables de crédit, car ils amplifient les variations des agrégats de crédit, et peuvent également entrainer une appréciation excessive des taux de change »*[47]

[45] complété par Borio, Disyatat (2015)
[46] Bank of International Settelements (BISa), (2014), p.71
[47] Ibid., p.72

Et il est difficile de lutter contre les flux de capitaux entrants par les politiques nationales, parce que ils sont généralement libellés en devises et ne sont pas concernés par la politique monétaire du pays. Et les modifications du taux d'intérêt entraînent des conséquences pour le crédit interne et le taux de change.

Le fait est que nous sommes dans une économie *monétaire*, dans laquelle la création de crédit joue un rôle fondamental : le système financier peut générer de nouveaux moyens de financement indépendamment des ressources réelles qui le soutiennent. Comme le disent Borio et Disyatat, le système est « *hautement élastique* » et

> *« this elasticity can also result in the volume of financing expanding in ways that are disconnected from the underlying productive capacity of economy »*[48]

Les deux auteurs introduisent ce concept d'*élasticité* du système financier pour démontrer que le système financier globalement, en tant que système d'intermédiation, a besoin de s'ancrer dans les politiques macroéconomiques. L'élasticité définit le degré auquel le régime financier et monétaire limite le processus de création de crédit et, en général, la disponibilité de capital[49]. L'élasticité des financements internationaux dépend de la mobilité des capitaux et de la faiblesse de la réglementation internationale en tant que structures du régime financier en place.

Les flux de capitaux internationaux, reportés dans les comptes courants se limitent à enregistrer les flux de capitaux dérivant des échanges de biens et services, mais n'enregistrent pas les transactions purement financières, le poids de l'intermédiation et le financement des investissements. Les déséquilibres des balances courantes dépendent des flux *nets* de capitaux, mais ne tiennent pas compte des flux *bruts* et de leur contribution aux stocks existants. Les comptes courants ne disent pas grand-chose sur le rôle qu'un pays joue en tant qu'emprunteur ou prêteur international et en tant qu'intermédiaire financier, n'indiquent pas si les investissements sont financés par des capitaux étrangers et ne renseignent pas sur l'impact de ces derniers

[48] Borio Disyatat (2011), p. 28
[49] Ibid., p.24

sur les conditions financières internes. L'activité bancaire internationale est mieux saisie par les flux internationaux *bruts*.

La balance courante présente les flux nets de ressources dans un pays donné par rapport au reste du monde, mais chaque flux, entrant ou sortant (*gross inflow* et *gross outflow*), est lui même calculé comme résultat net entre des achats et ventes entre résidents et non résidents. C'est à dire que les flux de capitaux réels sont largement supérieurs aux flux considérés dans les balances courantes, et même les sommes considérées dans le compte financier sont comptées au *net* des échanges entre résidents et non résidents.

Les auteurs cités précisent qu'il ne faut pas confondre l'épargne nette et le financement externe : le premier ne traduit que la part du PIB qui n'est pas consommée, et elle relève de l'économie réelle ; tandis que le financement relève du crédit, d'un phénomène monétaire, d'un *flux* financier :

> *« And financing is a gross, not a net, concept : financing is necessary for all sort of purchases, well beyond those associates with income flows, including those of existing financial and real assets. Put differently, there is a corresponding distinction between a* resource *and a* financing *constraint. Saving alleviates an economy's* resource constraint *: if people did not abstain from consuming, they would not release real resources that could be used to invest ; cash flows alleviate an economy's* financing constraint *: in their abence, no spending could take place. This applies both domestically – to a closed economy – and across borders.»*[50]

Or, quelle que soit la situation de la balance courante, elle ne dit rien sur le mode de financement de l'investissement : un pays peut avoir une balance courante à l'équilibre, alors qu'il se finance à l'étranger, parce que la balance courante dit simplement que la production intérieure est égale à l'investissement, mais ne dit rien sur le mode de financement de cet investissement. En réalité, on ne peut pas dire que l'épargne permet de financer l'investissement, le financement doit intervenir *avant* la production, dans une économie monétaire de production, et seulement ensuite l'épargne apparaît comme partie du revenu qui n'est pas consommé :

> *« …in a closed economy, or for the world as a whole, the only way to save in a given period is to* produce *something that is not consumed, ie to invest.*

[50] Borio C., Disyatat P. (2015), ibidem, p. 2.

> *Because saving and investement are the mirror image of each others, it is misleading to say that saving is needed to* finance *investment. In* ex post *termes, being simply the outcome of various forms of expenditure, saving does not represent the constraint on how much agents are able to spend* ex ante *»*[51]

Le problème de l'investissement c'est plutôt la manière de le financer. Or, le financement c'est un flux (*cash-flow*), qui peut éventuellement faire appel à un stock préexistant au crédit, mais c'est seulement après que les dépenses ont été effectuées qu'on peut y distinguer *ex post*, les flux de revenus, investissement ou épargne et consommation.

La comptabilité nationale justement rend compte de la manière où les flux se compensent, mais ne préjuge pas de la manière de les compenser : un certain volume d'épargne-investissement peut être compatible avec des positions très diverses du compte financier, car les dépenses peuvent être financées de manière très diverses. Les pays à balance courante excédentaire ne financent pas les pays en déficit ; on peut dire seulement que les pays en déficit compensent le manque de consommation des pays en surplus, mais les déséquilibres des comptes courants expriment un besoin de financement qui peut être compensé de manière interne ou externe, et pas forcément par un pays excédentaire, dans sa comptabilité nationale.

Ce sont essentiellement les flux de capitaux *bruts* qui ont explosé à partir des années 1990, et ils ont impliqué les pays développés, entre lesquels il n'y avait pas de grands déséquilibres, notamment entre les Etats-Unis et l'Europe. Dans cette période et jusqu'à la crise financière, les soldes courants entre ces deux zones ont été quasi équilibrés, alors que les banques européennes s'endettaient à court terme sur le marché monétaire américain[52]. Le déficit de balance courante des Etats-Unis dans ces années a été en fait environ trois fois plus petit que l'ensemble des mouvements bruts : cela s'explique par les importantes sorties de capital financier par les résidents américains mais aussi par les flux financiers des étrangers vers les Etats-Unis :

> *« Global current account imbalances (ie net capital flows) narrowed only slightly in 2008 ; in contrast, gross capital flows collapsed, driven predominantly by retranchement in flows betwee Advanced économies. For*

[51] Borio, Disiyatat (2011), p.7.
[52] Cartapanis A. (2011)

the US, net capital inflows fell only marginally during 2008, by a mere $20 billion. Over the same period, gross inflows decreased by no less than $1.6 trillion – roughly a 75% decline from their 2007 period. Likewise, gross outflows also collapsed… »[53]

Et, même si les Etats-Unis n'avaient pas de déficit de balance courante dans les années 1990[54], il y avait déjà des flux financiers entrants sur les marchés financiers très importants[55], à cause des acquisitions de titres américains par des étrangers. Il s'agissait essentiellement de flux entrants d'origine privée, en direction des titres publics et privés américains, et ils provenaient de l'Europe pour environ la moitié du total, non pas des pays émergents comme on aurait pu le croire dans l'hypothèse où l'épargne finance la dépense. De plus, une grande partie de ces flux entrants aux Etats-Unis venaient du Royaume-Uni, qui est lui-même un pays déficitaire. Les flux sortants sont encore plus clairement adressés vers l'Europe.

Au le début de la crise financière les déséquilibres des balances courantes sont restés peu importants, alors que les flux financiers de capital bruts s'effondraient dans les économies avancées. Les dysfonctionnements sont observés principalement au cours des années 2000 sur le marché des capitaux. L'excès de levier, la sous-évaluation du risque, etc., concernent l'investissement et non pas l'épargne, les flux, non pas les stocks, surtout en ce qui concerne l'investissement du secteur bancaire européen. Les *assets* des banques européennes en dollars atteignaient les 8000 milliards en 2008, incluant les titres publics, privés et les produits structurés, ce qui aide à comprendre l'importance du blocage du marché interbancaire en 2008.

Selon Borio et Disyatat, les déséquilibres de balance des paiements ont une grande importance pour évaluer le risque de crise financière :

« current account deficits may go hand in hand with elevated risks of sudden stops (…), Specifically, [they] may be an indication of the underlying build-up of financial risks and exposures, either domestically or abroad, which typically takes place in conjunction with macroeconomic outcomes that coincide with a current account deficit (e.g. credit-fuelled consumption booms). »[56]

[53] Borio, Disiyatat (2011), p.15.
[54] Brook et al. (2004), p.176.
[55] Borio, Disiyatat (2011), p. 14, graphique 6.
[56] Borio, Disiyatat (2011), p.26.

Ainsi, les déséquilibres de la balance des paiements sont des indicateurs qui signalent un risque macroéconomique élevé, mais ils doivent être complétés par l'examen des flux bruts et des positions brutes pour pouvoir définir pleinement les risques pour la stabilité financière[57].

Selon Borio et Disyatat, les politiques macroprudentielles ne peuvent pas suffire, la politique monétaire joue aussi un rôle important dans la structure du marché des capitaux à travers le taux d'intérêt. Le taux d'intérêt de marché[58] soutient la création de crédit et la disponibilité du financement extérieur et donc le prix de l'endettement (*price of leverage*) dans une zone monétaire. Mais ce taux de marché est influencé par les décisions de la banque centrale, et vice-versa, si bien que l'autorité de politique monétaire reste l'agent le plus influent dans ces marchés d'un point de vue interne et international.

Afin de réduire la probabilité et la sévérité des crises financières, il faudrait donc limiter l'élasticité globale d'un système monétaire et financier, l'élasticité étant définie comme le degré de contrainte qui pèse sur la création de crédit et sur la disponibilité de capitaux étrangers[59]. Des faibles contraintes supposent une grande élasticité, qui facilité les dépenses et les investissements, mais expose aussi le système financier à des déséquilibres qui le fragilisent.

Pour réduire le nombre et la portée des crise financières, il semble nécessaire réduire l'élasticité globale du système de financement, en diminuant son caractère procyclique :

> *« …there is a need to adjust a broad set of policies, includinc prudential, monetary and fiscal ones : financial cycles are simply too powerful to be left to one type of policy alone. The objective is to tame the procyclicality of the financial system and disruptive financial cycles. »*[60]

Ainsi, pendant les périodes d'expansion économique, il faudrait mettre en place des politiques macroprudentielles qui évitent les excès de crédits, des politiques monétaires qui réduisent les déséquilibres financiers, des politiques budgétaires qui

[57] ibid.. p.29.
[58] opposé au taux de marché naturel, Borio, Disiyatat (2011), p.20
[59] Borio Disyatat (2011), p. 24
[60] Borio (2014), p. 22.

tiennent compte des effets transitoires d'une croissance soutenue. Ces politiques permettent alors de laisser une marge de manœuvre dans les périodes de crise.

Il ne suffit pourtant pas d'agir au niveau national, car les déséquilibres ne peuvent être corrigés qu'au niveau international. En fait, « *no individual country can be safe unless the world as a whole is safe* »[61], si bien que la coopération internationale est la clef pour anticiper et faire face aux crises financières, et cela dans les trois types de politiques : macroprudentielle, monétaire et budgétaire :

> *« …greater cooperation does not involve violating national mandates…Rather, it calls for an understanding that unadjusted policies result in spillover effects that, sooner or later, will came back to haunt individual economies, like a boomerang. What it calls for, therefore, is 'enlightened self-interest' »*[62]

L'essentiel des ajustements est de mettre en place des politiques plus symétriques entre les phases d'expansion et de récession dans les cycles financiers, des politiques visant à lisser les excès des diverses phases, à réduire leur intensité.

Naturellement les débordements et les externalités des politiques monétaires et macroprudentielles se font sentir dans toute une zone monétaire, et pas seulement dans un pays donné, et elles seraient plus efficaces dans une perspective de coopération internationale. Un système monétaire international plus solide bénéficierait à chaque pays, mais c'est le défi constant de la coopération internationale, son point d'achoppement.

[61] Borio Disyatat (2011), p. 27.
[62] Borio Disyatat (2015), p. 17.

2. L'UNION MONETAIRE FACE A LA CRISE

La globalisation implique la répression des pouvoir monétaires des Etats : l'émission monétaire est dévolue aux banques commerciales par le crédit alloué aux ménages et aux entreprises. Les Etats doivent se financer sur les marchés et éviter tout financement fiscal et toute émission monétaire. Cette répression du pouvoir régalien d'émettre la monnaie est effective dans l'Union Economique et Monétaire. Sur la base de la conviction que la monnaie émise par l'Etat est par sa nature inflationniste, le traité de Maastricht a privé les Etats membre de tout pouvoir monétaire, qui reste de compétence des banques commerciales et de la BCE, banque centrale indépendante du pouvoir de l'Etat. Cependant, sans pouvoir monétaire, soumis aux marchés financiers l'Etat ne peut plus assurer les compétences politiques, économiques et sociales que ses citoyens attendent. Cela se transforme en crise de la légitimité et de la représentation politique qui mine la stabilité politique en plus de celle économique[63].

Cela implique aussi que l'Etat est endetté nécessairement, en accumulant les déficits successifs pour assurer ses compétences. La doctrine néolibérale prêche donc l'équilibre financier de l'Etat tout en l'obligeant à s'endetter : si l'Etat doit réduire au minimum ses prélèvements fiscaux et ne peut émettre de la monnaie, sa dette ne peut que gonfler. Cela s'explique par la volonté de cette doctrine de réduire l'État à sa plus simple expression, la gestion de l'ordre public. Le contraste avec la période de l'après-guerre et des trente glorieuses est frappant : les Etats qui pouvaient se financer par l'émission monétaire, où le Trésor se finançait auprès de la banque centrale sur la base des anticipations d'impôts, étaient bien moins endettés.

Ce que le néolibéralisme oublie aussi est que la dette des Etats est le pilier de la construction des marchés financiers, la dette publique étant la garantie ultime du système financier. Mais cette dette aussi doit faire partie des titres négociables et est

[63] Théret (2014b), ch 2, p. 16.

soumise à l'évaluation des marchés, si bien que l'Etat devient lui-même dépendant et soumis aux marchés financiers.

Pourtant, au moment de la crise de 2008, la finance s'est tournée vers les Etats et vers les banques centrales pour que le système ne s'effondre pas sur le poids de sa propre dette. Les sauvetages du système bancaire ont fait exploser la dette des Etats, et les banque centrales ont été obligées d'inonder les marchés de liquidité pour assurer la survie du système.

La liquidité mondiale a bondi après la crise de 2008, à cause des divers programmes d'assouplissement monétaire engagés par les banques centrales. Les achats massifs de titres et les taux directeurs à zéro ou proches de zéro ont fait augmenter la valeur des actifs sur toute la planète, et ont augmenté aussi la prise de risque, dans la recherche de rendements plus élevés. Ainsi le secteur du crédit bancaire est nettement moins sollicité qu'avant la crise, et les investisseurs se tournent plus facilement vers le secteur non bancaire.

Or, la disponibilité des capitaux est un facteur procyclique[64], le capital état plus disponible quand les conditions économiques et financières sont meilleures, alors qu'il se raréfie dans les moments de difficulté, quand on en aurait les plus besoin. On doit alors envisager que des restrictions dans la disponibilité de capital international puissent rapidement tarir le flux d'investissements et précipiter une nouvelle crise, surtout dans les pays où les indicateurs économiques sont perçus comme faibles.

Dans l'Union Economique et Monétaire, les pays de la périphérie ont bénéficié de flux importants de capitaux et d'une croissance forte qui a pu faire penser que ces pays étaient en train de rattraper (*catching up*) leur retard par rapport aux pays du centre de la zone. Ainsi encore en 2009 la Commission Européenne écrivait :

> *« Thanks to the euro and the EU financial integration, converging economies in the euro area generally benefited from large capital inflows over the past decades… »*[65]

Or, les flux de capitaux étaient essentiellement guidés par la libéralisation et la déréglementation des marchés financiers, elles-mêmes couplées avec la mise en place

[64] Bank of International Settelements (BIS), (2014a), p.84
[65] European Commission (2009), p. 34

d’une monnaie unique excluant toute possibilité de dévaluation. Ces mêmes flux de capitaux ont alors produit des déséquilibres commerciaux et financiers à l’intérieur de la zone euro.

C'est cela essentiellement qui a enclenché la divergence entre les pays du nord et les pays du sud de l'Union Economique et Monétaire, et, en y regardant de plus près, cette divergence existe et se creuse dans le temps, même entre l'Allemagne et les autres pays du centre.[66]

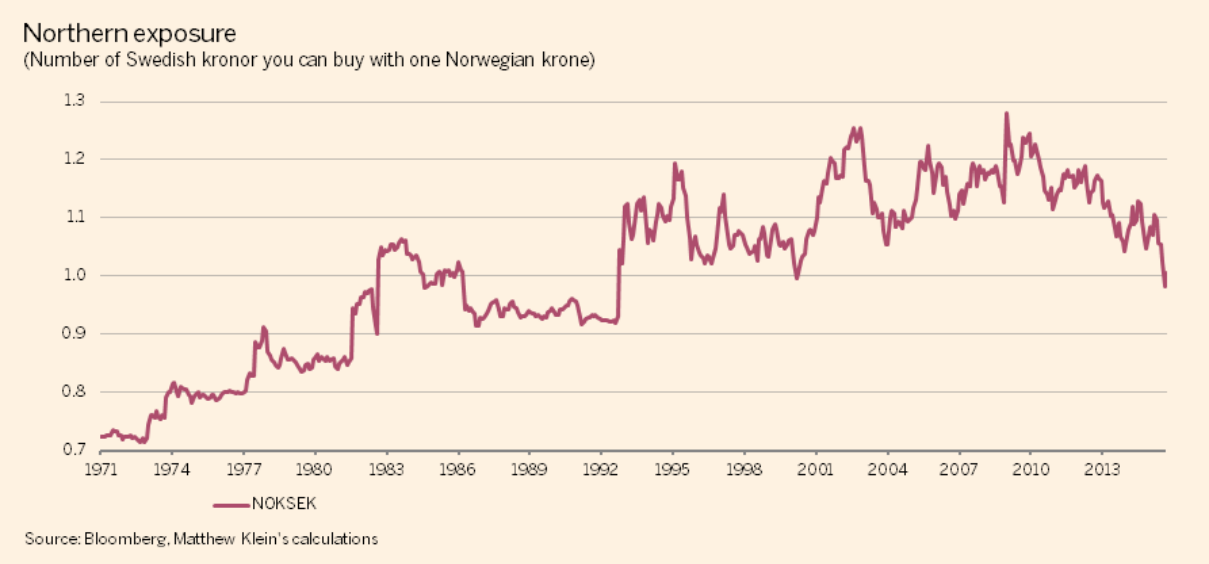
La monnaie unique était basée sur le présupposé que l'Union Monétaire aurait encouragé les investissements et les échanges commerciaux en éliminant le risque de dévaluation, les niveaux de vie auraient dû converger à travers l’harmonisation de l'inflation, des taux d'intérêt et par une majeure productivité dans toute la zone.

En réalité, l'union monétaire n'était ni nécessaire ni suffisante pour atteindre ces objectifs, et notamment la convergence des économies ; vice-versa, la convergence des économies peut se réaliser sans une monnaie unique. C’est, par exemple, le cas de la Suède et de la Norvège, qui ont conservé leurs monnaies nationales, alors que leurs économies convergeaient vers une intégration très importante.

Si on regarde, par exemple, les économies de la Suède et de la Norvège, elles sont remarquablement intégrées, sans partager la même monnaie : elles ont des langues très proches, des cultures semblables et des niveaux de développement comparables. Ces pays ont aussi des échanges commerciaux et financiers intenses, leurs taux d'inflation sont semblables, et la volatilité de leur taux de change n'a pas été un obstacle à l'intégration économique :

[66] Klein M.C. (2015)

Nombre de couronnes suédoises qu'on peut acheter avec une couronne norvégienne[68] :



source : Boomberg.

Les Pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO), République Tchèque, Hongrie, Pologne et Slovaquie, ont adhéré à l'Union Européenne, et ont vu leurs économies s'intégrer rapidement autour du noyau central des pays de la zone euro, l'Autriche, le Benelux et surtout l'Allemagne. Pourtant, il n'y a que la Slovaquie qui a adopté la monnaie unique en 2009, alors que les autres pays ont laissé fluctuer leur monnaie et ont gardé l'indépendance de leur politique monétaire.

En analysant ces exemples, on peut raisonnablement penser que l'intégration économique ne nécessite pas une monnaie unique, qui peut même être parfois un obstacle. L'intérieur de la zone euro a globalement vu ses déséquilibres internes augmenter, tandis que les ex pays communistes se sont parfaitement intégrés à l'économie allemande et en ont tiré des bénéfices avec ou sans la monnaie unique.

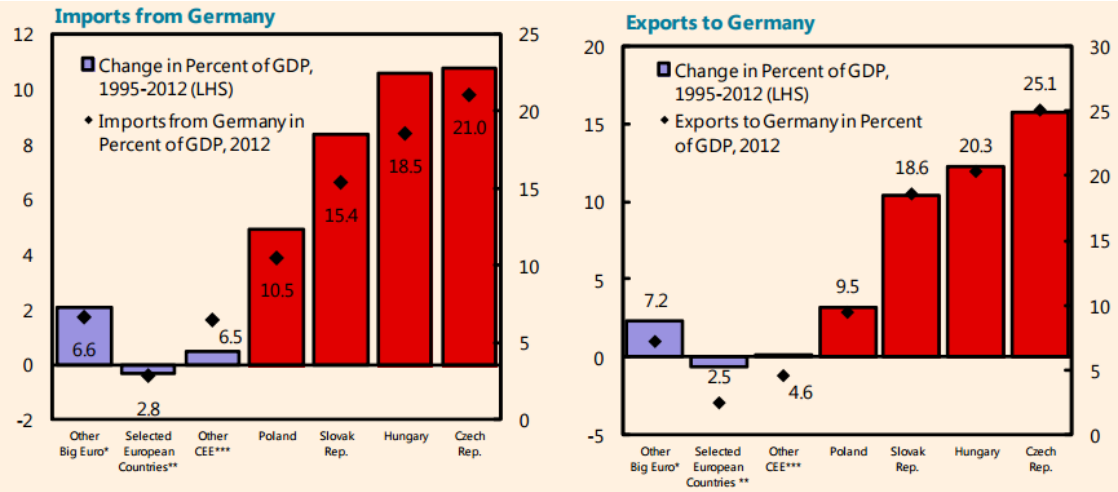
Leurs économies sont aussi intégrées avec celle de l'Allemagne, dont elles ne partagent pas la monnaie. Par contre les économies de pays comme la Grèce, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande, ont eu tendance à diverger avec l'Allemagne malgré la monnaie commune [69]et cela avant même la crise.

[68] Klein M.C. (2015)
[69] Berger H., Nitsch V. (2005)

En ce qui concerne les pays de l'Est, quand ils sont sortis du système communiste ils devaient entrer dans une économie de marché et rattraper leur retard dans le niveau de vie, de productivité et de compétitivité. Par exemple, en 1995 le PIB par habitant de la République Tchèque (le plus riche des quatre pays) n'était que de 18 % de celui de l'Allemagne, mais son intégration dans l'économie de marché, lui a permis d'atteindre en 2014 un PIB moyen par habitant de 42 % par rapport à l'Allemagne.

Les échanges entre les pays de l'Europe de l'est et l'Allemagne se sont multipliés et ont permis une rapide intégration de ces pays dans le noyau de l'EUM[70] :

Importations et exportations de l'Allemagne en Pologne, Slovaquie, Hongrie et République Tchèque (1995-2012)[71] :



Source : Bloomberg.

Les pays de l'Est ont eu une augmentation très importante de leurs échanges avec l'Allemagne, qui est bien supérieure aujourd'hui à celle de tout autre pays, compris l'Autriche et les Pays Bas, grâce surtout à leur intégration dans la filière industrielle allemande, et notamment dans le secteur automobile. Ce secteur a contribué pour environ la moitié des exportations totales des pays de l'est depuis 1995, et a largement facilité l'intégration par les augmentations de productivité.

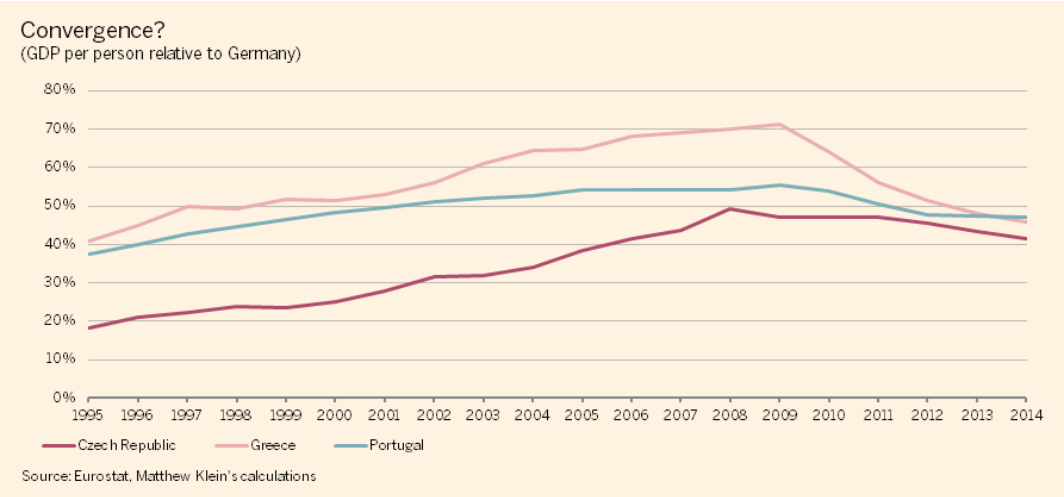
[70] IMF (2013),
[71] Klein M.C. (2015)

Cet exemple illustre ce que les fondateurs de l'Union Européenne et de la monnaie unique espéraient : des investissements massifs qui stimulent la productivité et produisent l'augmentation de la productivité et des niveaux de vie.

Mais cela ne s'est pas passé de la même manière pour les pays de la périphérie de la zone euro.

La Grèce, par exemple, avait un PIB par habitant de 41 % par rapport à l'Allemagne, et en 2014 il était de 46 %. Le Portugal aussi, passait de 37 % à 54 % en 2010, et depuis il continue de baisser [72]:

PIB de la République Tchèque, de la Grèce et du Portugal par rapport à l'Allemagne :



Source : Bloomberg.

Exception faite de la Slovaquie, les pays de l'Est ont gardé leur monnaie nationale, et si les oscillations dans les taux de change ont été par moments très importantes, cela n'a empêché nullement le processus d'intégration[73].

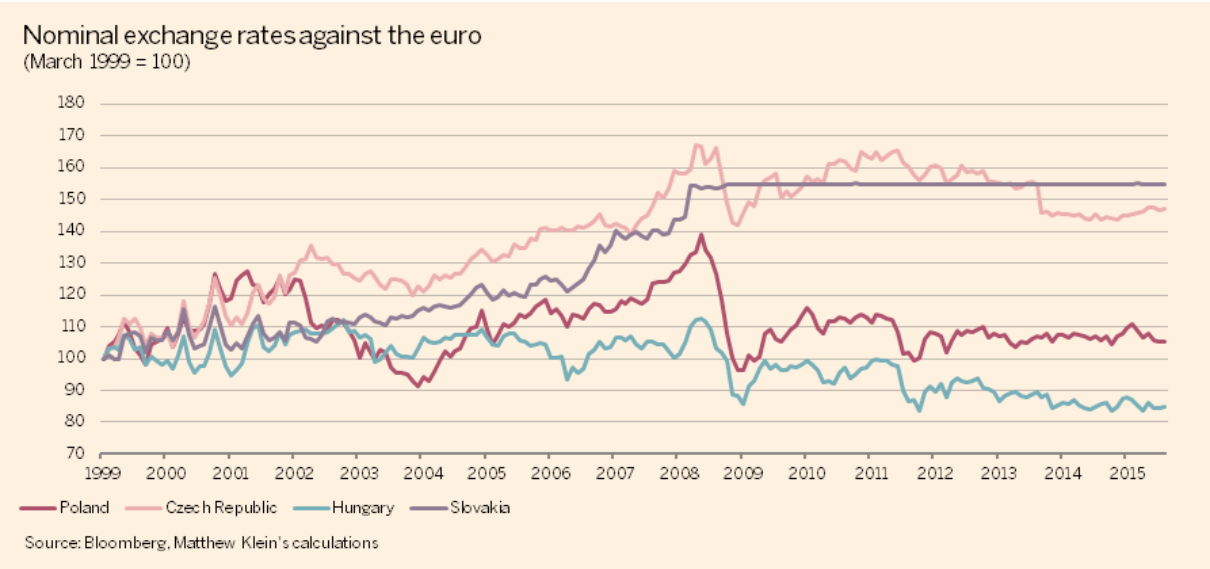
Par exemple le zloty polonais a eu des fortes fluctuations : entre 2004 et 2008 s'est apprécié de 50 % par rapport à l'euro, et les autres pays ont eu une volatilité des

[72] Klein M.C. (2015)

[73] On peut aussi comparer avec les économies de Etats-Unis et Canada, ou l'Australie et Nouvelle Zélande, qui gardent leur monnaie et ont des économies très intégrées.

changes comparables, sans que cela affecte particulièrement le processus d'intégration dans l'économie européenne[74] :

Taux de change nominal contre l'euro des monnaies de Pologne, Slovaquie, Hongrie et République Tchèque :



source : Bloomberg.

La couronne de la République Tchèque et celle de la Slovaquie se sont appréciées de plus du 50% par rapport à l'euro à partir de 1999. La Banque nationale de la République Tchèque a dévalué sa monnaie en 2013 et s'est engagée à éviter son appréciation par rapport à l'euro pour favoriser l'inflation et la croissance. Pourtant la volatilité des changes n'a pas fait obstacle à l'intégration dans l'Union Européenne.

Selon l'étude du FMI déjà cité, ce processus a été construit sur la base des investissements directs de l'Allemagne dans les secteurs productifs des pays de l'Est, et ces investissements se dirigeaient vers la mise en place de nouvelles capacités productives (*greenfield*).

Dans les pays de la zone euro, les investissements ont eu un caractère très différent, notamment d'un point de vue financier. La monnaie unique, en éliminant le

[74] Klein M.C. (2015)

risque de change, a provoqué un afflux de capitaux vers les pays de la périphérie européenne, mais il s'agit d'investissements qui généralement ne concernent pas les secteurs productifs, mais plutôt le financement de la consommation et de l'immobilier, ou encore des investissements de portefeuille, et principalement dans les fusion et acquisitions.

Ces capitaux ont afflué surtout au moment de l'entrée des pays les plus pauvres dans la zone euro, puis ils se sont brusquement arrêtés au début de la crise financière. Le risque de change est toujours implicite dans les échanges avec les pays de l'Est, mais il devient une menace dans les pays de la périphérie de la zone euro, se transformant en risque de redénomination pour des pays qui ne rentrent plus, et ne risquent plus, de rentrer à nouveau et facilement dans les critères de Maastricht.

Le FMI conclut :

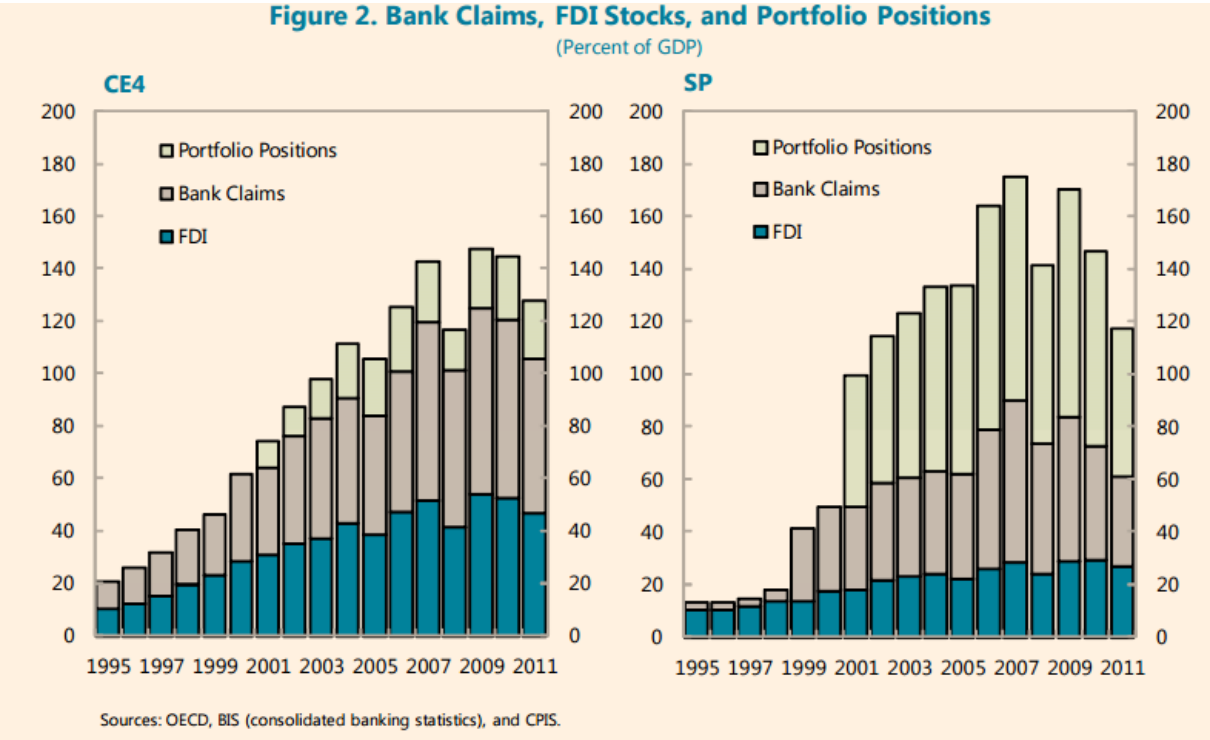
> *« This pattern largely reflects the increased integration of the CE4[75] into the supply chain: with German firms having relocated parts of the production process to these countries, taking advantage of their proximity to Germany, cultural similarities, and a low cost but highly skilled labor force. While trade links with Germany have increased in many sectors, they have increased prominently in knowledge-intensive sectors, particularly in the automotive industry, which has been a major contributor to the CE4's export growth in recent years. »*[76]

Le parcours des pays de l'Est semble donc montrer que la monnaie unique n'est pas nécessaire pour promouvoir l'intégration économique, et que, dans les pays où elle a été introduite, elle a contribué à élargir les divergences économiques et financières.

Le FMI a analysé des flux financiers partants de l'Allemagne vers deux groupes de quatre pays : d'un coté les quatre pays d'Europe orientale (CE4) et quatre pays d'Europe du sud, l'Espagne, l'Italie, le Portugal et la Grèce (SP : *Selected Periphery*)[77]. On peut alors remarquer que les flux plus importants vers les pays de l'Est sont les investissements directs à l'étranger (IDE), alors que dans les pays du sud, les flux concernent principalement des investissements de portefeuille, qui ont bondi nettement au moment de l'entrée dans l'Union.

[75] L'acronyme CE4 dans le rapport du FMI indique les quatre pays de l'Est qui font partie actuellement de l'UE et qui ont des rapports privilégiés avec l'Allemagne.
[76] IMF (2013), p. 21
[77] IMF (2013), , p.5.

Créances bancaires, stocks de IDE et positions de portefeuille de Pologne, République Tchèque, Slovaquie et Hongrie (CE4) confrontés à Espagne, Italie, Portugal et Grèce (SP) :



Ces déséquilibres se sont manifestés dès le début de l'union monétaire, sous forme d'importants flux de capitaux vers les pays périphériques ; capitaux qui allaient être investis essentiellement en consommation et immobilier, des secteurs non productifs. Ces capitaux ont alors gonflé les déséquilibres de balance de payement, de sorte que, quand les capitaux se sont retirés au début de la crise financière, on a pu assister à une crise de *sudden stop* dans les mouvements de capitaux, mécanisme bien connu dans les pays en voie de développement.

L'importance croissante du secteur financier surtout en Allemagne a créée, avant la crise financière, les conditions qui favorisaient cette dernière : augmentation de la dette totale par rapport au PIB, investissements en titres américains douteux, augmentation du risque systémique.

Les flux de capitaux entre des pays à la structure financière très sophistiquée vers des pays avec un secteur financier beaucoup moins développé révèle une vision

étriquée et une mauvaise appréciation du risque de la part des prêteurs, et met en place les conditions d'une crise financière majeure.

La libéralisation financière a facilité les crises systémiques en Allemagne et dans la zone euro. L'Allemagne avait demandé, en entrant dans l'Union Economique et Monétaire, l'indépendance de la banque centrale et la levée du contrôle des capitaux, ce qui a permis des importants flux de capitaux à l'intérieur de la zone, mais ces flux avaient une direction privilégiée, allant des pays *core*, de la zone mark[79], vers les pays périphériques aux économies plus faibles. L'activité financière par rapport au PIB devint très importante dans tous les pays *core* de la zone, et notamment en Allemagne.

La dette extérieure aussi augmentait fortement intra et extra zone euro. L'Allemagne, en particulier, prêtait une partie croissante de son PIB, le plus large de la zone euro, aux pays périphériques de la zone, mais ces prêts représentaient une ample partie du PIB des pays qui les acceptaient. Par exemple, en 2007, l'Allemagne prêta 1,23% de son GDP au Portugal, alors que cette somme représentait le 17.68% du PIB du Portugal ; ou encore en 2008, l'Allemagne prêta 6% de son PIB à l'Irlande, qui reçu alors 84%de son PIB[80]. Ces investissements sont alors beaucoup plus risqués pour l'emprunteur que pour le prêteur.

Pourtant, le risque pour le prêteur, notamment l'Allemagne, résidait aussi dans les investissements de portefeuille dans les titres *subprime* américains. Au début de la crise, en 2007, le système bancaire allemand commençait à enregistrer des pertes importantes, le secteur arrêta alors de prêter, aussi bien à l'économie allemande qu'aux autres pays de l'Union. Les banques allemandes furent les plus touchées par la crise des *subprime*, avec des dépréciations importantes, qui provoquèrent aussi des faillites, des fusion et acquisitions, des licenciement de masse. A la suite de la crise des *subprimes* les quatre plus grandes banques allemandes enregistraient 16,19 milliards de dépréciations, alors que les cinq plus importantes banque publiques en enregistraient environ 16 milliards[81].

[79] les pays *core* sont en effets des pays dont les économies étaient très liées au mark : Pays Bas, Autriche, Finlande.
[80] Eichacher, N. (2015), p. 13.
[81] Ibid..

Dans cette situation d'incertitude, le secteur financier allemand et des autres pays *core* prirent conscience d'avoir une exposition trop importante à la dette des autres pays européen, dont la plupart avaient souffert de la crise. En effet, les systèmes bancaires nationaux avaient dû être renfloués par les gouvernements respectifs.

La crainte du default sur la dette des pays périphériques, une prophétie autoréalisatrice[82], transforme la crise financière en crise de la dette souveraine dans la zone euro, car les gouvernements ont dû soutenir leurs systèmes financiers (*bail out*). Les pays *core* de la zone ont alors soutenu la mise en place d'une politique stricte visant le remboursement de la dette à travers des politique d'austérité fiscale. Mais ce genre de politique ne fait qu'exacerber les crises et augmenter les risques de default.

Le marché de la dette souveraine européenne souffrait aussi de la dégradation de la notation financière des agences de rating[83]. En fait, la dette de chaque Etats de l'Union Européenne continue d'être notée, et la dégradation des conditions de crédit fait que les agences de rating élargissent les *spreads* à l'intérieur de la zone euro, entre Etats jugés plus ou moins risqués pour les investisseurs. Cette note est censée refléter le risque de default des Etats et des institutions financières.

En réalité, les notations des agences de rating se sont révélées souvent très approximatives, voire fausses. Selon De Grauwe et Ji[84], les agences de notations ont systématiquement sous-estimé le risque de crédit avant la crise, et l'ont surestimé après :

> *« It is widely acknowledged that Erozone Financial markets were sistematically wrong from 2001 to 2008 when they charged the same risk premium on Greek and German government bonds despite huges differences in the debt-to-GDP ratio. Today, the same markets are applying huge spreads on Greek and other Eurozone governments bonds… Since the start of the sovereign debt crisis they have been making errors in the other direction. In other words, they are now* overstimating *risks… »*

La réponse européenne à la crise de la dette souveraine a été d'abord le « sauvetage » (*bail out*) par des crédits conditionnés à la mise en place, dans les pays récipiendaires, de politiques d'austérité, de réformes néolibérales, de recapitalisation et

[82] De Grauwe, Ji (2012)
[83] Standars & Poors, Fitch, Moody
[84] De Grauwe Ji (2012)

de désendettement du système bancaire (*rescue package*). Ces programmes de sauvetage ont été élaborés et soutenus par la « *Troika* », l'ensemble formé par la Banque Centrale Européenne, la Commission Européenne et le FMI. Ils ont consisté, en fait, à privilégier les intérêts des créditeurs privés aux dépens de l'ensemble de la population des Etats débiteurs. En forçant les Etats en difficulté à appliquer des mesures d'austérité, la crise de liquidité se transforme en récession et en une crise de solvabilité :

> *« Thus, the story of the Eurozone is also a story of self-fulfilling crisis…Countries that are hit by a liquidity crisis are forced to apply stringent austerity measures that force them into a recession, thereby reducing the effectiveness of these austerity programs. There is a risk that a combination of high interests rates and deep recession turn the liquidity crisis into a solvency crisis. »*[85]

La nécessité d'imposer des mesures d'austérité aux pays en difficulté financière provient de la théorie des marchés efficients, pour laquelle le prix de marché de la dette reflète la situation des fondamentaux économiques sous-jacents. Dans ce cas l'augmentation du cout de la dette, et les *spreads* en hausse, sont l'expression de la détérioration de ces fondamentaux économiques.

Or, comme le démontrent de Grauwe et Ji en 2015[86], les *spreads* sur le marché des titres souverains dépends plutôt des opinions négatives des agents financiers. Ces opinions, comme les « *esprits animaux* » de Keynes, donnent la direction des attentes des marchés indépendamment des fondamentaux économiques, comme la croissance, le solde courant ou le taux de change réel.

Ainsi, la hausse des *spreads* à l'intérieur de la zone euro semble provenir essentiellement de mouvements de panique dans les marchés financiers, mais cela a produit la mise en place de sévères programmes d'austérité. Ces programmes sont prévus par le « pacte budgétaire européen (*fiscal compact*) »[87] entré en vigueur le 1er janvier 2013, qui renforce la discipline budgétaire dans la zone euro.

[85] De Grauwe P., Ji Y. (2013) p.33.
[86] De Grauwe, Ji (2013), section 2, p. 4 et suivants.
[87] Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG)

La logique sous-entendue par ce traité est d'empêcher les crises financières en réduisant l'endettement et la dépendance économique des Etats des marchés financiers. Dans un discours souvent moralisant ce « *mechanisme will promote virtue and prevent crises from occurring* »[88]. Pourtant la « vertu » n'est pas toujours récompensée par les marché : au début de la crise financière, l'Irlande et l'Espagne avaient les plus bas taux de dette par rapport au PIB de toute la zone euro, largement en dessous des limites prévus, mais ils ont été les premiers pays touchés gravement.

Le pacte budgétaire européen charge la Commission européenne de mettre en application les programmes d'austérité, c'est à dire d'obliger les gouvernements nationaux à augmenter les impôts et réduire les dépenses, mais la Commission n'en supporte pas le poids politique. Ainsi, se pose alors le problème de la légitimité démocratique, à laquelle répondent les gouvernements nationaux :

> *« …does not bear the political costs of these decisions. Those who bear these political costs are the national gouvernements. Such a governance structure cannot be sustained because it lacks democratic legitimacy. Sooner or later i twill lead to conflicts and refusals by national governments to abide by the rules that the Commission tries to impose. »*[89]

Le coût politique des programmes d'austérité n'a pas vraiment été pris en compte. On a cherché pourtant à mettre en place des formes de soutien financier aux Etats en difficulté et engager le Banque centrale européenne dans des programmes d'aides, mais cela s'est révélé insuffisant face aux défauts structurels de la zone euro.

2.1. Relancer l'intégration financière : l'Union du Marché des Capitaux

Face à la crise institutionnelle, politique et économique, en 2015, l'Union Monétaire cherche à reformer et compléter ses institutions. Une des pistes envisagée est l'Union du marchés des capitaux, dont parle le Rapport des cinq Présidents « *Completing Europe's Economic and Monetary Union* »[91]. Comme l'explique le site

[88] De Grauwe, Ji (2015), p. 13.
[89] De Grauwe P., Ji Y. (2015), p. 14
[91] Juncker J. (2015),

du Conseil de l'Union[92], l'union des marchés des capitaux vise à :

- *« offrir de nouvelles sources de financement aux entreprises, en particulier aux petites et moyennes entreprises*
- *réduire le coût du capital*
- *élargir les possibilités d'investissement des épargnants dans l'ensemble de l'UE*
- *faciliter l'investissement transfrontière et attirer davantage d'investissements étrangers dans l'Union Européenne*
- *soutenir les projets à long terme*
- *renforcer la stabilité, la résilience et la compétitivité du système financier de l'Union Européenne »*

Il suggère aussi un plan d'action pour la mise en place progressive de ces objectifs, mais, en fait, il ne fait que essayer d'institutionnaliser les programmes d'ajustement appliqués aux pays périphériques pendant la crise.

Le but affiché est d'harmoniser les instruments financiers existants, afin de faciliter leur utilisation, et aussi de favoriser la création de nouveaux instruments de diversification. L'Union du Marché des capitaux ambitionne d'élargir les marchés financiers pour les rendre plus proches de ceux des Etats-Unis, et moins dépendant du financement bancaire. Il est aussi prévu que la Commission veille à harmoniser les dispositions juridiques et fiscales concernant les acteurs, les intermédiaires et les infrastructures financières.

Ce Rapport insiste sur la responsabilité fiscale des Etats membres, sur la compétitivité obtenue en flexibilisant le marché du travail, et surtout recommande de compléter la libéralisation du marché des capitaux. Il n'y a aucune prise en considération des problèmes structurels de la zone et de la possibilité des réformes pour les résoudre. Les leçons de la crise n'ont pas vraiment été tirées, et sont confirmées par les politiques qui ont transformé la crise financière en crise de la dette souveraine.

La troisième section de ce rapport concerne spécifiquement l'union bancaire et le marché des capitaux ; c'est aussi la partie la plus développée, ce qui donne la mesure de son importance dans l'économie du discours. La nécessité de l'union bancaire n'est pas contestable, les mécanismes de supervisions et de résolution des crises déjà en place sont un début qui demanderait des approfondissements. Mais le troisième pilier, le fond de garantie bancaire, le *European Deposit Insurance*, pose bien

[92] Conseil de l'Union Européenne, website.

plus de problèmes à cause de l'opposition de l'Allemagne. Il reste aussi le problème de la taille et de la capacité du schéma de résolution et de l'assurance sur les dépôts bancaires, qui semblent largement sous-estimés : face à la faillite d'une grande banque ces fonds et ces mécanismes sont insuffisants.

Mais le problème réside surtout dans le fait que les propositions du Rapport, qui visent à stabiliser le marché des capitaux, pourraient plutôt augmenter son instabilité. En effet, il n'y a, dans le Rapport, aucune tentative de réforme ou régulation financière sérieuse. Il se garde bien de proposer la séparation entre les banques commerciales et les banques d'investissements, ou bien de taxer la richesse financière, ou encore de réguler le *shadows banking*. Bien au contraire, l'union du marché des capitaux est souhaitée le plus tôt possible, sans tenir compte du risque d'augmenter l'importance des grandes banques, *too big to fail*, et donc d'accroître l'instabilité financière.

Cette union est vue comme une manière d'acheminer les capitaux vers les investissements productifs, mais sans expliquer comment obtenir ce résultat. L'histoire récente a largement démontré que les capitaux peuvent avoir tendance à affluer vers des emplois spéculatifs, plus rentables à court terme, plutôt que vers la production et l'économie réelle, augmentant la volatilité par un effet pro-cyclique. Le projet semble, en effet, avoir été écrit pour viser les grandes institutions de crédit, bancaires et non, et protéger les intérêts du secteur financier. Finalement, cette ultérieure intégration risque fort d'augmenter la dette et les déficits des pays périphériques.

Globalement, il ne semble pas qu'il y ait une réelle volonté de changer les défauts structurels de la zone euro, notamment la libéralisation complète du marché des capitaux, qui laisse les Etats impuissants face aux mouvements financiers. Ce Rapport est bien ancré dans la croyance dans les politiques néolibérales et ordolibérales, dans l'efficience des marchés et dans l'inefficacité de l'intervention de l'Etat dans l'économie[93] :

> *« Its major features, including restrictions on national fiscal policy, liberalised goods and financial markets, a centralised, independent monetary authority focused on inflation targeting and an emphasis on competitiveness and flexibility of labour markets all fit well into these strands of thought… To these characteristics, one might also add a certain distrust of democracy, exhibited by the meagre proposals regarding the problem of the democratic deficit. »*

[93] Reissl, Severin, Stockhammer, Engelbert (2016) p. 5.

De plus, le Rapport ne parle pas du tout de la Banque Centrale Européenne, dont le rôle a été central dans la gestion de la crise, en testant en cela les limites de son mandat statutaire. Il aurait certainement fallu revoir ce mandat, pour le transformer en prêteur de dernier ressort, dans la mesure où, face à la crise, cette tache a dû être accomplie.

2.2. Défauts structurels de l'Union Economique et monétaire

L'Union Européenne vise à devenir une union fédérale[94], et l'Union Monétaire aurait dû en être le premier jalon. Or, à l'heure actuelle l'union fédérale complète comme, par exemple, celle de l'Allemagne ou des Etats-Unis, est bien loin d'être atteinte, d'autant plus que dans les pays de l'Union Européenne se manifestent des poussées nationalistes, voire xénophobes, de plus en plus importantes, au fur et à mesure que la crise se transforme, dans le meilleure des cas, en une stagnation économique durable.

Depuis les débuts du Marché Commun et des Traités de Rome, la question de la structure globale que l'Union devait viser a toujours été très sensible : la souveraineté nationale s'opposait à la vision supranationale fédéraliste, l'Europe des Nations, conçue comme une confédération d'Etats nationaux s'opposait à l'utopie des États Unis d'Europe. Ainsi, la construction qui s'en est suivie a ressenti des tensions politiques qui se sont présentée au cours des cinquante derniers années : l'Union Européenne aujourd'hui n'est ni un Etat, ni une fédération, ni une confédération, et l'Union Economique et Monétaire n'est ni une véritable union monétaire, ni un accord de change.

[94] Traité de Maastricht, préambule : « *(les Etats membres sont) RÉSOLUS à poursuivre le processus créant une union sans cesse plus étroite entre les peuples de l'Europe* »

Cette structure hybride a fait espérer une évolution conforme aux souhaits de tous les projets, sans jamais véritablement en incarner un seul, si bien que, à la première crise, l'entière construction risque de s'effondrer. Or, cette difficulté avait été prévue, par les économistes et par les politiques[95], mais on avait espéré, dans l'optimisme de la création de l'Union Economique et Monétaire, qu'une crise aurait permis de dépasser les égotismes nationalistes, et aboutir à une intégration fédérale complète, en arguant que l'Union avait toujours progressé par crises successives : il s'agissait probablement d'un optimisme naïf, au vu des tensions croissantes aujourd'hui dans la zone.

L'Union Monétaire n'est pas une économie homogène, mais plutôt une économie dualiste : d'une part, les économies du centre, les économies *core*, d'autre part les économies de la périphérie, qui d'ailleurs sont foncièrement différentes entre elles. Au premier groupe on peut compter l'Allemagne, la France, l'Autriche, la Finlande, les Pays Bas, la Belgique et le Luxembourg ; au second groupe on compte l'Irlande, l'Italie, le Portugal, l'Espagne, la Grèce, Malte, Chypre. Les Pays Baltes et la République Tchèque sont difficiles à classer selon ce partage, car ils peuvent être classé dans l'un ou dans l'autre pour des différentes politiques envisagées. La crise financière a surtout mis en relief le manque de solidarité entre les Etats membres, et la fracture existante entre les intérêts des deux groupes de pays.

Le clivage se fait par rapport à plusieurs indicateurs, mais en générale on considère les Etats *core* comme étant plus efficaces que les États de la périphérie. Cependant, des indicateurs des performances du secteur privé font aussi apparaître des fractures importantes : la productivité par heure de travail, la qualité de l'état social, la flexibilité du marché du travail, les capacité industrielles, les droits sociaux[96], etc. Au début, l'Union Monétaire fut perçues par les Etats périphériques comme un moyen d'assurer la responsabilité fiscale et la transparence des institutions par le « *vincolo esterno* » (*external bound* : limitation extérieure), comme on l'appelle en Italie. Ce n'est qu'avec la crise que ce *vincolo,* cette limitation, acquiert tout son sens comme le

[95] voir par exemple la déclaration de Romano Prodi, Président de la Commission Européenne en 2001 : *« I'm sure the euro will oblige us to introduce a new set of economic policy instruments. It is politically impossible to propose that now. But some day there will be a crisis and new instruments will be created »* Prodi (2001).

[96] Magone J.M. et al. (edited by), (2016), p.6.

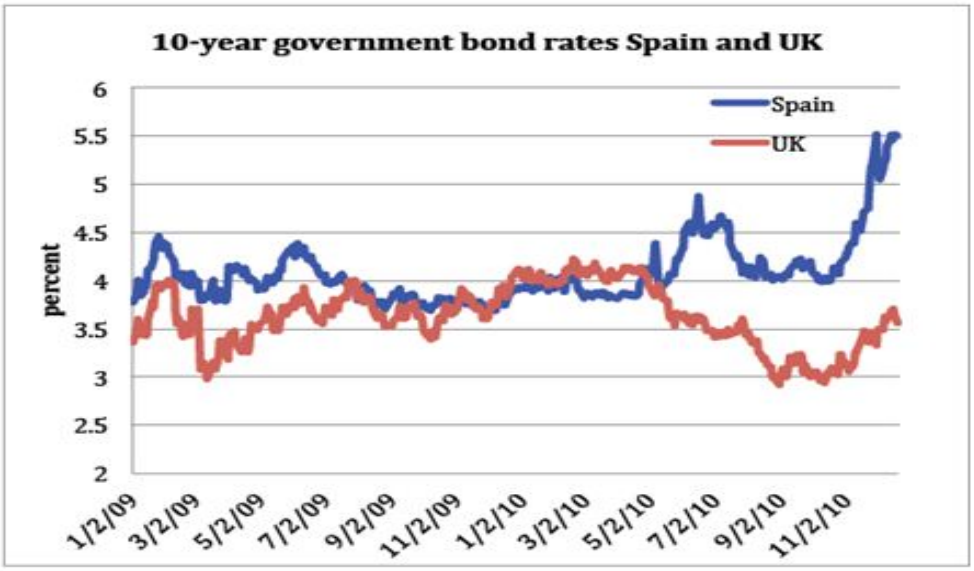
symbole d'une politique coercitive mise en place par les institutions européennes, notamment la *Troika*[97]. Les pays périphériques, en difficulté à cause de la crise, furent obligés de suivre le modèle de dévaluation interne prônée par l'Allemagne, sous la menace d'être soumis à la présence de commissaires contrôlant le budget de l'Etat. La Grèce fut, en fait, soumise à ce régime pour pouvoir bénéficier des aides européennes.

Le problème pourrait résider dans le fait que la zone euro possède une monnaie unique sans une politique budgétaire commune : les marchés considèrent alors les performances économiques et les risques de crédit de chaque pays indépendamment, et la monnaie commune devient donc l'équivalent d'un régime de changes fixes, où chaque Etat n'a plus le contrôle de la monnaie. Ainsi, les marchés financiers acquièrent le pouvoir de forcer au default le pays en difficulté : s'ils craignent le default de ce pays, ils vendront ses titres massivement, faisant monter les taux d'intérêt. Sans la possibilité pour la banque centrale d'intervenir, car elle n'est pas contrôlée par l'Etat en question, le risque de default devient une prophétie autoréalisatice. Les Etats membre de l'Union Economique et Monétaire sont alors particulièrement vulnérables face aux revirements des marchés financiers et peuvent subir un brusque arrêt (*sudden stop*) des financements de la dette souveraine.

Ce phénomène qui touche la plupart du temps des pays en développement est souvent appelé « *péché originel* » : le fait d'emprunter dans une monnaie sur lequel un pays émetteur de dette n'a pas de contrôle. De Grauwe montre en 2011[98], dans un exemple resté fameux, que le Royaume-Uni emprunte des fonds moins cher que l'Espagne alors que l'endettement public britannique est supérieur à l'espagnol. La raison tient simplement au fait que le Royaume-Uni a sa propre Banque Centrale et emprunte principalement en livre sterling, au contraire de l'Espagne. La situation de l'Espagne est très proche de celle des pays émergents, car elle n'a pas de contrôle sur la monnaie, et le mécanisme d'ajustement des changes est impossible dans la monnaie unique.

[97] FMI, Commission Européenne, Banque Centrale Européenne.
[98] De Grauwe P. (2011a), p. 3.

Taux d'intérêt sur les titres d'Etat à 10 ans de l'Espagne et du Royaume-Uni comparés :



Source: De Grauwe, BSI Economics[99]

Le fait que la dette est libellée en devise étrangère rend un pays très sensible à la volatilité des flux de capitaux, ce qui pèse sur la croissance du pays[100]. Ce problème était bien connu des pays en voie de développement, dont la monnaie souffrait d'un manque de crédibilité politique. Cette crédibilité devrait s'acquérir par l'engagement à la discipline budgétaire, qui ferait baisser les taux d'intérêt, restaurerait la confiance et ramènerait la croissance.

Mais la manière la plus courante de corriger ce manque de crédibilité reste de fixer le taux de change.

Or, l'euro est une forme de fixation du change particulièrement rigide, entre pays qui gardent leur souveraineté, leurs différentes structures économiques, leurs différents taux d'inflation. Cela rend alors les pays plus faibles particulièrement sensibles aux attaques des marchés, même si sur une forme différent de celle expérimentée, par exemple, par le Système monétaire européen (SME) : de l'attaque monétaire on passe à une attaque par les *spreads* sur les taux d'intérêt. Dans un système de changes fixes comme le Système Monétaire Européen, les flux de capitaux

[99] De Grauwe P. (2011a), graphique 2
[100] Eichengreen, Hausmann, Panizza (2003), p.421.

sortant d'un pays, comme on en a vu au sein de la zone euro entre 2010 et 2013 entre les pays de la périphérie et ceux du centre, auraient amené les premiers à sortir du système, comme ce fut le cas en 1992 pour la lire italienne et la livre sterling. A l'intérieur de la zone euro ces mouvements de capitaux ont produit un fort élargissement des *spreads* sur la dette souveraine, à cause de primes de risques très élevées dans les pays périphériques.

Comme l'écrivent Merler et Pisani-Ferry [101], sans intégration économique, l'Union Monétaire est plus proche d'un accord de change fixe qu'à une union monétaire :

> *« Contrary to common belief, a monetary union of this sort is closer to a fixed exchange-rate system among independent countries than to a fully integrated economy. Financial-market participants have realized this and certainly will not forget it… Only closer policy integration will preserve the euro area from the risk of further attacks. »*

Les pays de la zone euro n'ont pas le même degré d'intégration monétaire, cela les rend vulnérables face aux attaques du marché comme cela se produit régulièrement dans les économies émergentes dans une crise de change. Evidemment, il ne peut y avoir une crise de change à l'intérieur de la zone euro, d'autant plus que le système de payements Target2[102] garantit la disponibilité de la liquidité pour assurer les payements internationaux. Pourtant, les flux de capitaux à l'intérieur de la zone euro montrent une dynamique similaire à celle observée dans les traditionnelles crises de change. Comme l'explique R. Frenkel, les mêmes causes donnent les mêmes effets. L'expansion du crédit et les capitaux entrants abondamment produisent des déséquilibres de balance des paiements, dans les pays en développement comme dans la zone euro :

> *« I conclude that the same factors (i.e. capital inflows and swift private credit expansion) have planted the seeds (i.e. the appreciation of the real exchange rate and the generation of important current account deficits) of the turning point and the second phase of the cycle*[103] *in both emerging market and the mentioned Euro Zone economies. »*[104]

[101] Merler S., Pisani-Ferry J. (2012), p. 12.
[102] Cf. infra, p. 288-289, III, 2.4.
[103] L'auteur se réfère aux cycles financiers décrits par Minsky, la seconde phase étant la phase de contraction du crédit.
[104] Frenkel, R. (2012) p. 2.

Dans la zone euro, le risque de dévaluation et de default lié au stock de réserves internationale n'existe pas, par contre la dette publique supporte un risque de liquidité semblable à celui de la dette publique dans les pays émergents, dette émise en devise étrangère. Cela dépends du fait qu'il manque dans la structure de l'Union Monétaire un prêteur de dernier ressort pour garantir cette dette. Bien que la Banque Centrale Européenne ait finalement accepté de racheter la dette souveraine sur le marché secondaire, l'interdiction formelle du financement des Etats par la BCE reste valable. L'Espagne, le Portugal et l'Irlande ont subi une crise de liquidité, les investisseurs ont perdu confiance dans leurs titres et le taux d'intérêt se sont accrus. Les capitaux se sont alors déplacé vers des pays plus sûrs, empêchant le financement de ces pays à des taux raisonnables :

> *« What was not understood when the Eurozone was designed is that this lack of guarantee provided by Eurozone governments in turn could trigger self-fulfilling liquidity crises (a sudden stop) that would degenerate into solvency problems. This is exactly what happened in countries like Ireland, Spain and Portugal. When investors lost confidence in these countries, they massively sold the government bonds of these countries, pushing interest rates to unsustainably high levels. In addition, the euros obtained from these sales were invested in "safe countries" like Germany. As a result, there was a massive outflow of liquidity from the problem countries, making it impossible for the governments of these countries to fund the rollover of their debt at reasonable interest rate. »*[105]

La thèse de De Grauwe[106]est que la crise de la zone euro dépend de l'absence d'un mandat clair de la BCE comme prêteur de dernier ressort du système bancaire de l'Union Economique et Monétaire. La BCE est, en effet, la seule institution qui peut prévenir les mouvements de panique des marchés de la dette souveraine car elle a une capacité infinie à acheter les titres d'Etat. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle la simple déclaration du « *whatever it takes* » de Draghi a pu être si efficace avant même une quelconque action[107]. L'analyse de De Grauwe présuppose que la crise de la dette souveraine dans l'eurozone part d'une crise de liquidité, pour se transformer en crise de solvabilité et qu'elle relève essentiellement d'un problème financier plutôt que d'un

[105] De Grauwe and Ji, (2015), p. 2.
[106] De Grauwe and Ji (2015)
[107] pour les politiques mises en place par la BCE, voir le chapitre suivant

problème de fondamentaux économiques. Ainsi, il n'y a qu'une institution tel le prêteur de dernier ressort que peut endiguer les mouvements de panique des marchés, par sa capacité illimitée d'acheter les titres d'Etats et en garantir la crédibilité. Sans cette garantie les taux d'intérêt montent jusqu'à l'exclusion du pays des marchés financiers, alors que les capitaux quittent le pays et le risque de default s'accroit. Les gouvernements sont obligés de couper les dépenses et augmenter les impôts, ce qui provoque une récession, obligeant à d'autres mesures d'austérité, ce qui engage un cercle vicieux déflationniste :

> *This liquidity crisis in turn triggered another important phenomenon. It forced countries to switch-off the automatic stabilizers in the budget. The governments of the problem countries had to scramble for cash and were forced into instantaneous austerity programs, by cutting spending and raising taxes. A deep recession was the result. The recession in turn reduced government revenues even further, forcing these countries to intensify the austerity programs. Under pressure from the financial markets, fiscal policies became procyclical pushing countries further into a deflationary cycle. As a result, what started as a liquidity crisis in a self-fulfilling way degenerated into a solvency crisis. »*[108]

La thèse de De Grauwe est que ces difficultés financières n'ont pas de rapport direct avec les fondamentaux économiques, comme par exemple le rapport de la dette au PIB ou l'efficacité de la politique fiscale. En comparant la réaction des marchés financiers à une crise di liquidité dans les pays de la périphérie européenne et d'autres pays indépendants (*stand-alone countries*), il trouve que les marchés financiers réagissent négativement à la dette élevée dans l'eurozone, alors que pour les autres pays ils ont bien plus tolérants[109] : il en conclue alors que les politique d'austérité sont inutiles : ce qui rassure les marché, c'est la disponibilité d'une banque centrale efficace.

Quand un Etat de la zone nécessite un financement de son déficit, comme il ne dispose pas d'une liquidité suffisante, il sera soumis aux mêmes contraintes qu'un pays émergent au regard de la prime de risque demandée par les marchés financiers. Cette prime de risque sur la viabilité de la dette publique peut alourdir la charge de la dette et mettre en danger la solvabilité du pays. Ce danger se concrétise en risque de redénomination, ou risque de convertibilité, comme l'a pu constater la Grèce en 2010.

[108] De Grauwe and Ji, (2015), p. 2-3.
[109] De Grauwe P., Ji (2012), p. 33

Dans ce cas d'espèce, les marchés financiers ont commencé à craindre que la Grèce ne puisse pas rembourser sa dette publique, les taux d'intérêt ont augmenté jusqu'à exclure le pays de la possibilité d'emprunter et des mesures d'austérité sont mises en place suivant la demande de l'Union Européenne et du FMI.

En réalité, les cycles financiers doivent être gérés au niveau national, alors que la politique monétaire relève de l'Union Européenne. Un taux d'intérêt unique, décidé par la BCE, n'est forcément pas adapté à 19 systèmes économiques et financiers différents, faisant face à des moments différents du cycle.

Après la crise grecque, les réponses de l'Union Européenne ont été de deux types : la mise en place de systèmes d'aide financier pour les pays en crise de liquidité, et le renforcement des mécanismes de discipline budgétaire. Les deux réponses se sont révélées insuffisantes ou politiquement insoutenables.

Il faut aussi tenir compte des spécificité de la zone euro et de son système de payements Target2[110] : l'absence de limites légaux aux déséquilibres, les paiements étant illimités et sans garantie. Par contre, des limites politiques ont été décidées pour limiter ces déséquilibres et pour imposer aux pays déficitaires le rééquilibrage des comptes. Ainsi, les pays en difficulté sont pris dans la trappe des politiques d'austérité qui ne font qu'aggraver la situation financière et économique du pays.

En réalité, le problème reste que la gouvernance européenne est soumise aux Etats souverains et à la règle de l'unanimité : les Etats refusent d'autres pertes de souveraineté pour acter une véritable politique budgétaires supranationale et, en même temps, établissent des règles de politique budgétaire et des sanctions en cas de violation qui les empêchent de faire face aux chocs asymétriques. Cette double exigence rend les règles de Maastricht incohérentes et inadéquates, la viabilité de la zone euro est largement mise en doute :

> *« De nombreuses réformes ont été mises en place afin de corriger la gouvernance de l'Union Economique et Monétaire de Maastricht : premiers pas vers une Union Bancaire pour régler le problème des* « doom loops » *entre titres souverains et bancaires, création du Mécanisme Européen de Stabilité afin de posséder un outil de gestion de crise, adoption du « Fiscal Compact » qui vient renforcer le Pacte de Stabilité et Croissance, contrôle ex ante des budgets nationaux, surveillance et contrôle de déséquilibres*

[110] Cf. infra, p. 288-289, III, 2.4.

macroéconomiques par la mise en place du Semestre européen et de la Procédure des Déséquilibres Macroéconomiques, sanctions quasi-automatiques en cas de non-respect des règles… »[111]

Les traités de Maastricht et de Lisbonne, renforcés par les réformes plus récentes, et notamment le *fiscal compact,* n'ont fait qu'entériner un mode de gouvernance intergouvernementale basé sur la contrainte juridique, mais cela ne permet pas de faire face aux problèmes structurels de la zone. Au contraire, cette architecture tiraillée entre des exigences nationales et communautaires contradictoires, a laissé la gouvernance de la zone euro dans les mains du président de la BCE et son « *whatever it takes* » de 2012. M. Draghi s'est engagé dans une politique monétaire de plus en plus accommodante, complétée par une « *forward guidance* » crédible, en sortant des limites étroites que l'architecture institutionnelle lui permettait, se substituant alors à la gouvernance politique, qui fait défaut dans la fragmentation de la zone.

La réponse institutionnelle de l'Union à la crise souveraine a été le Mécanisme de Stabilité Européen[113](MES), mis en place à la suite de la crise grecque et devenu opérationnel en octobre 2012, mais il a des ressources limitées et ne peut pas garantir la stabilisation d'une crise de la dette souveraine. Il est l'héritier de deux autres Fonds qui n'ont pas pu empêcher la double restructuration de la dette grecque en mars et en novembre 2012, et ont globalement empiré la crise dans les autres pays périphériques par les conditions budgétaires très strictes attachées à leur intervention. Ce Mécanisme peut lever des fonds sur les marchés financiers pour participer au sauvetage des banques privées par les Etats, mais il reste insuffisant pour garantir la dette souveraine face aux marchés financiers.

Le Mécanisme Européen de Stabilité, comme les fonds qui l'ont précédé, permet le sauvetage (*bail-out*) des pays en difficulté dans le but d'éviter la contagion de la crise à d'autres pays et une éventuelle sortie de la zone euro. Ces fonds (notamment le EFSF) ont prêté des sommes assez importantes à la Grèce, à l'Irlande et

[111] Bank of International Settlement (BIS), (2014b),

[113] Le MES succède aux Fonds Européen de stabilité financière (FESF) et au Mécanisme Européen de Stabilité Financière (MESF) avec l'objectif de renflouer les Etats en difficulté.

au Portugal, mais ils seraient totalement insuffisants dans le cas d'économies comme l'Espagne ou l'Italie.

Les programmes d'acquisition de titres de la BCE ont réussi à endiguer la crise souveraine en eurozone, parce que les banques ont acheté les titres de la dette publique émise par leur propre Etat pour la revendre sur le marché secondaire à la banque centrale. Mais cela créée aussi un problème parce que des Etats en difficulté sont soutenus par des banques également en difficulté, et vice-versa : les Etats sauvent les banques, qui, à leur tour, sauvent les Etats (*doom-loop*). Il faut alors chercher à briser le lien entre crise bancaire et crise de la dette publique en zone euro, qui pourrait pousser un pays membre au default sur sa dette.

Le problème ne peut pas être résolu par des remèdes ponctuels et insuffisants, il faudrait plutôt agir sur la structure même de Union monétaire afin de la rendre plus solide et capable de faire face à des chocs asymétriques et aux crises bancaires. Il faudrait alors envisager la mise en place d'une union fiscale, ou du moins une union bancaire, c'est à dire des formes de solidarité fiscale et/ou bancaire capable de produire une plus forte intégration de la zone.

L'union fiscale devrait impliquer une autorité centrale capable de taxer et redistribuer les revenus comme un véritable Etat fédéral. Mais cette hypothèse est loin de toute possibilité politique de réalisation, car les pays du centre de la zone, en surplus budgétaire constant, seraient obligés de financer les pays en déficit. Pour des raisons similaires, d'ordre politique, toute possibilité de mutualisation de la dette publique ou d'une partie de celle-ci semble impossible. Les pays *core* de la zone Euro, et notamment l'Allemagne et les Pays Bas, ont toujours refusé ce type de solutions fédéralistes.

Une autre possibilité de mettre en place des structures d'intégration plus efficace a été de viser l'union bancaire, afin de prévenir et résoudre les crises bancaires. Cette idée a été acceptée en 2012, face à la nécessité de briser le cercle vicieux entre les Etats et les banques qui rend tout le système très instable. L'Union

bancaire doit permettre une plus grande intégration financière des Etats membres et implique des normes communes[114].

Une union bancaire doit être constitué de trois institutions : un mécanisme de surveillance, un mécanisme de résolution des crises et un fond financier de soutien aux institutions en crise. Les deux premières institutions ont été mises en place, tandis que la dernière, le fond de soutien, est encore en phase de discussion.

Il est prévu que la supervision bancaire et le mécanisme de résolution seront gérés au niveau européen, avec la Banque Centrale Européenne en tant qu'acteur principal : le « *Single Supervisory Mechanism* » (SSM). Géré par la BCE avec les autorités de supervision nationale, il met en place des règles communes et un système de contrôle des principales banques, il doit aussi contrôler les institutions qui bénéficient de l'aide du Mécanisme Européen de Stabilité (MES). Le « *Single Resolution Mechanism* » (SRM) doit assurer l'application de règles communes pour résoudre les crises bancaires en s'assurant que le coût ne soit pas supporté que par l'Etat, mais soit distribué entre les créditeurs et les investisseurs de la banque même (*bail-in*), dans le but de briser le lien entre la dette souveraine et les crises bancaires. Cela implique aussi que les investisseurs supportent un risque associé aux décisions d'investissement comme dans toute autre secteur, dans le but d'éviter tout *moral hazard*.

Mais avant cela il est établi que les principales banques de l'Union soient soumises à une analyse de la qualité de leurs actifs, les *stress tests*, pour établir leur exposition au risque de crédit. Au cours de ces tests, les titres souverains seront également considérés comme risqués, ce qui représente un changement important dans l'évaluation du risque bancaire.

Or, en pratique, l'Union bancaire a plutôt augmenté les asymétries de la zone, tout en prétendant le contraire. Tout d'abord, il faut considérer que cette réglementation arrive après que plusieurs pays ont été obligés de sauver leurs systèmes bancaires par des fonds publics, ce qui sera interdit ensuite. Si les créditeurs et les investisseurs sont seuls responsables des pertes d'une banque, alors le risque de crédit

[114] Par exemple les règles Basel III, qui établissent la quantité de capital que les banques doivent détenir, ou le « *Bank Recovery and Resolution Directive* » qui traite des banques en détresse, ou encore le « *Deposit Garantee Scheme Directive* » pour le dépôt de garantie.

augment nettement, et rend plus probable la faillite. Les nouvelles règles pénalisent notamment les détenteurs d'obligations, subitement devenues très risquées, d'autant plus que les règles de supervision prévues par le premier pilier, le *Single Supervisory Mechanism*, ne sont pas aussi transparentes que souhaitées[115]. Par exemple, le risque provenant des activités financières, notamment les transactions sur dérivés, ne sont pas évalués autant que le risque de crédit, si bien que les systèmes moins financiarisés sont pénalisés : de fait, le risque de marché n'apparaît même pas dans les cinq priorité de l'activité de vigilance de la Banque Centrale Européenne[116]. Pourtant, c'est le secteur financier qui porte largement le poids des crises bancaires actuellement.

Les effets négatifs de l'Union bancaires sont dus au fait que manque le troisième pilier : l'assurance commune sur les dépôts, qui devait être l'expression de la solidarité européenne. L'absence de cette assurance a porté à la faillite de plusieurs banques italiennes[117], perçues comme fragiles, transformant une crise de liquidité en crise de solvabilité et déclenchant la pire crise bancaire en temps de paix depuis l'Unification. Cette crise bancaire a provoqué une fuite des dépôts bancaires qui aurait pu être évitée avec la réglementation bancaire précédente, ou avec l'existence d'une assurance européenne sur les dépôts.

On revient, avec l'union bancaire, au même problème qu'avec l'union fiscale : l'absence d'un socle commune de solidarité. Une union bancaire viable implique une quelconque forme d'union fiscale, du moins une institution disposant de ressources suffisantes à mobiliser rapidement en cas de crise bancaire. Le Mécanisme de Solidarité Européen n'a pas de fonds suffisants et, de plus, est lié à la nécessité de l'accord unanime des Etats.

Au final, les institutions de l'Union Economique et Monétaire ne semblent pas pouvoir faire face aux défis d'une véritable intégration économique et politique, elles semblent plutôt fonctionner sur la base d'accords entre nations supportant des tensions centrifuges. La Banque Centrale Européenne semble être la seule institution

[115] Giacché V. (2017).

[116] Ce risque n'apparait pas dans les « *ECB Annual Report on supervisory activities* » entre 2015 et 2017.

[117] entre 2015 et 2018, en Italie treize banques régionales ont fait faillite et ont appliqué les procédures prévues par l'Union bancaire. Cela a mis en danger tout le système bancaire et a affecté la politique nationale.

véritablement commune, l'origine d'une politique monétaire partagée, qui a été capable de se s'adapter aux situations courantes et parfois, assurer la survie de la zone euro.

2.3. La BCE et la stabilité des prix : une exigence allemande

Le traité de Maastricht met un place une structure hybride, le Système Européen de Banques Centrales (SEBC), pour gérer la politique monétaire de la zone euro tout en laissant la politique fiscale aux autorités nationales. Cela reflète le fait que l'Union Européenne n'est pas une union politique, elle ne prévoit donc pas une union fiscale supranationale ni un budget fédéral. La Banque Centrale Européenne, son organe central, est indépendante de toute autorité gouvernementale et l'euro est donc une monnaie sans Etat. La Banque Centrale Européenne exécute les décisions prises par les Système Européen de Banques Centrales, qui comprend les banques centrales de 28 pays de l'Union Européenne, dont les 19 banques centrales de l'Eurosystème.

La BCE a un seul but statutaire : la stabilité des prix. La différence, par exemple, avec la Fed est claire : cette dernière a aussi le but du plein emploi et elle est responsable face au Congrès. Même par rapport à la très indépendante Bundesbank, la BCE jouit d'un statut exceptionnel : le statut de la banque centrale allemande peut être modifié par le parlement, alors que rien n'est prévu pour la BCE[118]. Dans cette situation la BCE revêt en pratique une position de prééminence par rapport aux institutions nationales ainsi qu'aux institutions communautaires, comme le Conseil ou l'Ecofin[119]. Et son rôle ne fait que prendre de l'ampleur au fur et à mesure de l'évolution de la crise : la maîtrise de la monnaie, des taux d'intérêt, des politiques non conventionnelles, fait que la BCE est en mesure d'imposer ses propres solutions dans un moment critique.

[118] Il faudrait modifier le traité international de Lisbonne, avec l'accord de tous les pays, ce qui semble très improbable.

[119] Conseil d'Economie et finance, composé des ministres des finances des Etats membres

La BCE et les banques centrales nationales ne peuvent pas, par leur statut, monétiser la dette publique, ni permettre quelques types de prêt à découvert aux gouvernements, dans le but d'éviter que les dépenses d'un Etat retombent sur les autres. L'art. 123 du traité de Lisbonne dispose :

> *« Overdraft facilities or any other type of credit facility with the European Central Bank or with the central banks of the Member States (hereinafter referred to as 'national central banks') in favour of Union institutions, bodies, offices or agencies, central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of Member States shall be prohibited, as shall the purchase directly from them by the European Central Bank or national central banks of debt instruments. »*[120].

La BCE peut, selon son statut, effectuer des opérations de refinancement du système bancaire si de tensions particulières se manifestent. L'art. 18.1 du statut du SEBC dit que *« la BCE et les banques centrale nationales peuvent ...effectuer des opérations de crédit avec des établissement de crédits et d'autres intervenants du marché sur la base d'une sureté appropriée pour les prêts* », ce qui ferait penser que le SEBC peut agir en tant que prêteur de dernier ressort. En fait, les implications politiques sont en mesure de mettre en danger la structure institutionnelle de l'Union Monétaire : le problème est qu'aucune banque centrale nationale ne peut émettre ou acheter librement des titres sans l'accord de la BCE, car cela affecterait la base monétaire de toute la zone, et le mandat de la stabilité des prix agit comme un frein sur les possibilité d'action de lu Système européen de banques centrales.

En fait, face à la crise bancaire européenne en 2009-2010, ce ne fut pas le système européen qui est intervenu, mais les Etats membres, - qui durent soutenir leur système bancaire, - en augmentant la dette publique et provoquant ainsi la crise de la dette souveraine. Comme l'explique Aglietta :

> *« La BCE est la seule instance fédérale dans un ensemble de nations qui ne sont unies par aucune constitution démocratiquement instituée. C'est une monnaie (l'euro) qui n'est pas adossée à une dette sociale reconnue dans le même espace. C'est pourquoi le statut de la banque centrale dans le traité intergouvernemental de Maastricht lui a interdit d'acheter la dette publique des pays membres… La BCE émet une monnaie commune aux citoyens des pays membres, mais étrangère à tous les Etats… En effet, les pays de la zone euro*

[120] Traité de Lisbonne, Ch. 5, art. 99.

sont privés du lien organique, qui existe partout ailleurs, entre la banque centrale et l'état souverain... »[121]

Ce statut particulier implique que les Etats ne sont plus les garants ultimes de leur dette, et qu'ils sont obligés de se comporter comme s'ils utilisaient une monnaie étrangère, à cause de la séparation complète entre la politique monétaire, dévolue à la BCE et la politique budgétaire du ressort des Etats. L'euro reste une monnaie incomplète, dans une union incomplète, il est une monnaie commune aux agents économiques, mais elle est étrangère aux Etats[123], si bien que le *policy mix* qui permettrait de faire face aux chocs systémiques n'est pas possible, et Mario Draghi en était bien conscient dans son discours de Jackson Hole en aout 2014. Le cas est bien différent des autres pays avec une pleine souveraineté monétaire, qui émettent leur dette en monnaie nationale et peuvent toujours se financer auprès de leur banque centrale[125].

Historiquement, une banque centrale remplit différentes fonctions dans trois domaines liées à la sphère financière : la finance publique, la stabilité financière et la politique monétaire. Or, la BCE n'a plus de rapport particulier avec les finances publiques, et sa conception originale tendait à réduire ses taches au minimum. L'art.127 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne déclare que la Système Européen des Banques Centrales doit « *promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement*», puis, plus loin : *« Le SEBC contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier* ». Ainsi, la supervision bancaire et la gestion des crises bancaires étant laissées à l'autorité nationale, la politique monétaire seule reste du ressort exclusif du Système Européen.

La stabilité monétaire est plutôt du ressort des banques centrales nationales, qui ont gardé leur position de prêteur de dernier ressort pour les institutions financières nationales, mais n'ont plus le soutien traditionnel du Trésor. Les gouvernements manquent alors d'un préteur de dernier ressort, ou, autrement dit, de la possibilité de monétiser leur dette. C'est à dire qu'ils encourent le risque de default, ce qui limite

[121] Aglietta M. (2014), p. 8
[123] Ibid., p. 6
[125] De Grauwe (2011)

largement leurs capacités effectives sur la politique fiscale. C'est donc cette séparation entre la politique fiscale et la politique monétaire qui fragilise l'Union Européenne. Les banques détiennent des titres souverains en tant qu'investissements et en tant que collatéral possible. L'Etat se finance auprès des banques et garantit leur solidité. Ce rapport est rendu instable par la séparation entre la politique fiscale et la politique monétaire, si bien que l'Etat et le système bancaire se mettent réciproquement en danger (*doom loop*):

> *« The monetary-fiscal divorce is also the ultimate root of the infamous'bank-sovereign doom loop', which arises as the two parties are closely intertwined in terms of their liquidity and solvency status. Banks typically hold debts issued by their sovereign as liquid and safe investments and governements debt securities also play a critical role as collateral and as the financial system's safe assets more generally. A sovereign, in turn, not only relies on banks as lenders/investors, but is also the ultimate fiscal backstop when banks need to be recapitalized to avoid a financial meltdown »*[126]

Cette stricte séparation a été voulue par l'Allemagne dans les négociations pour le traité de Maastricht. Celui-ci attribue à la BCE la politique monétaire de la zone euro : elle vise la stabilité des prix à travers la fixation des taux d'intérêt à court termes, qui ensuite influencent les taux de tout le système financier. Pour la fixation de ce taux, la BCE prend en compte toute une série d'indicateurs économique, dont le plus important semble être l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). La définition de la stabilité des prix donnée par le Conseil des Gouverneurs en 1998 est purement quantitative :

> *« Price stability is defined as a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2%. The Gouverning Council clarified in 2003 that in the pursuit of price stability it aims to maintain inflation rates below, but close to 2% over the medium term »*[127]

Cette vision purement quantitative de son rôle implique un biais vers la prise en compte de toute poussée inflationniste, alors que les indices de déflation sont sous-estimés. Ainsi, les taux d'intérêt sont facilement augmentés, mais difficilement baissés : une asymétrie qui ne favorise pas la croissance du crédit ; c'est à dire la croissance tout court, finalement. Depuis sa nomination à président de la BCE, Mario

[126] Bibow J. (2016), p. 5.
[127] BCE, « The definition of price stability » website

Draghi a largement assoupli cette position, mais la structure même de l'institution et les résistances des pays *core*, notamment de l'Allemagne, limitent les possibilités d'action.

Pour comprendre cette structure actuelle il faut remonter à l'histoire de sa mise en place, sur le modèle de la Bundesbank, la banque centrale allemande, et aux règles strictes demandées par l'Allemagne pour renoncer à la stabilité du mark.

La stabilité monétaire de la Bundesbank, considérée comme le rempart contre l'inflation et/ou la dévaluation, a été le modèle pour la création de la BCE, partant du principe que cette stabilité aurait favorisé la croissance. Une politique monétaire restrictive sur ce modèle a façonné l'action de la BCE, jusqu'à la crise de la dette souveraine :

> *« The ECB inherited its antigrowth bias from de Bundesbank, which served as its model, both istitutionally and intellectually. The Bundesbank is famous for both its own monetary 'hawhishness' as well as Germany's low inflation record ; the latter outcome being typically attributes to the former quality. Simply put, as a matter of principle, the Bundesbank abstained from deliberately stimulating domestic demand and employment. Instead its role was that of chief enforcer of dicipline, both in budgeting and wages. »*[128]

En Allemagne, cette politique orientée vers la stabilité a coïncidé avec une croissance soutenue, cependant, cela n'a pas été le cas dans l'Union Monétaire, où cette politique monétaire restrictive a accru les asymétries de la zone euro, qui se sont ensuite révélées pendant la crise.

La BCE a hérité de la Bundesbank une vision positive de la force de la monnaie, le mark puis l'euro, parce que cette force contribue à la capacité d'attirer les capitaux, permet de financer les investissements directs dans les Pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO) ou en Asie, et, en plus, exerce une pression sur la réduction des coûts et des prix. Ce dernier aspect, avec une politique monétaire restrictive promeut un puissant mouvement de restructuration industrielle, de délocalisations et d'abandon des secteurs plus mûrs, mais aussi moins rentables, de filières productives.

[128] Bibow J. (2016), p. 6.

Mais, si la Bundesbank dans l'Allemagne avant l'euro cherchait également à préserver le pacte social entre les diverses forces de production, dans l'Union Monétaire, en temps de crise, cette politique revient à démanteler les institutions du marché du travail, à redimensionner le système de protection sociale et à renégocier les contrats de travail ; cela dans toute la zone, avec des résultats catastrophiques dans les pays les plus faibles.

On peut se demander quelles sont les raisons qui ont permis à ce modèle de bien fonctionner en Allemagne, quels sont ses présupposés économiques et culturels.

Depuis la Seconde Guerre Mondiale, l'Allemagne de l'Ouest a toujours eu des taux d'inflation inférieurs à ceux de ses principaux partenaires commerciaux avec lesquels elle partageait un régime de change fixe, que ce soit le régime de Bretton Woods ou celui du Système Monétaire Européen ou de l'Union Européenne. Cela lui assurait la compétitivité de ses produits à l'étranger, mais cette particularité ne peut évidemment pas être transposée à tous les pays de la zone euro, dans la mesure où une très large partie de leurs échanges se fait à l'intérieur de la zone : pour qu'un pays puisse exporter, il faut bien qu'un autre importe. Si l'Allemagne est systématiquement le pays exportateur net, il faut bien que d'autres soient durablement importateurs nets.

La décision de s'engager sur la voie d'une économie tirée par les exportations remonte au moins à la fin des années 1940, avant le boom économique des années 1950 et 1960. Le Chancelier Erhardt choisit de privilégier la libéralisation du commerce e la stabilité des prix, plutôt que le plein emploi :

> *« … the German authorities took two decisive options : liberalization of domestic and foreign trade, and price stability as the anchor for economic policy. Full employment was marginalizes in the policy debate. Ludwig Erhardt (1897-1977) responsible for German economic policy until 1963, and Chacellor until 1966, was supported, and partly inspired, by the so-called Ordoliberismo… »*[129]

Souvent on attribue l'importance donnée par l'Allemagne à la stabilité des prix au souvenir de l'hyperinflation des années 1922-1923. Un historien allemand reconnu, Holtfrerich[130], rappelle une déclaration de Erhardt en 1951, dans un contexte de reprise

[129] Cesaratto S., Stirati ., (2011a), , p . 16.
[130] Holtfrerich (2008), p. 345, cité par Cesaratto, (2011), p. 33

internationale dans un régime de changes fixes. Il considérait la compression des salaires et la croissance tirée par les exportations comme une grande opportunité pour son pays :

> *« A great opportunity for the future of German exports has arisen out of the current situation. If, namely, through internal discipline we are able to maintain the price level to a greater extent than other countries, our exports strenght will increase in the long run and our currency will become stronger and more healthy, both internally and with respect to the dollar… »*[131]

Cette grande opportunité de gagner en compétitivité en gardant une inflation basse dans un régime de changes fixes, fut saisie dans les années 1950, comme dans les décennies suivantes, et maintenue jusqu'à l'adoption de l'euro, quand ce mode de fonctionnement fut transféré à la Banque Centrale Européenne. Il semble donc que la politique rigide de contrôle de l'inflation ne soit historiquement pas liée aux mauvais souvenirs d'une quelconque hyperinflation, mais bien à un projet politique et économique précis. Holtfrerich explique, à propos choix de l'Allemagne dans l'après-guerre, que face à un système de changes fixes (*Bretton Woods*), si le protectionnisme ne pouvait pas s'appliquer, il fallait alors miser sur la baisse des prix à l'intérieur. Le mercantilisme, la nécessité d'accumuler des surplus commerciaux, semble aller de soi, un présupposé évident :

> *« As protectionnist tools could not be used in this period, when Germany itself was likely to profit from European and worldwide trade liberalization, a different way of archieving mercantilism, namely export surpluses, had to be found. The solution was to keep domestic demand restrained by monetary and fiscal policies, thus keeping imports and domestic inflation low and freeing production resources for more exports. This strategy was contingent on a system of fixed exchange rates, without a self-regulating gold standard including freedom of capital movements. The early Bretton Woods system, without fully convertible currencies and with restrictions on international capital movements, left countries the opportunity to gain in international competitiveness by realising relatively more price stability at home than abroad »*[132]

La même combinaison de d'inflation basse et de taux d'échanges fixes a été maintenue jusqu'aujourd'hui avec l'Union Monétaire et sa doctrine de l' « *économie*

[131] Cesaratto S., Stirati (2011), p. 17
[132] Holtfrerich 2008: 34, cité par Cesaratto, Stirati (2011) p. 16-17.

sociale de marché[133]», où le mot *sociale* entend seulement l'idée que les marchés compétitifs conduisent à la meilleure distribution possible des richesses.

Or, cette conception de l'économie est souvent décrite comme « *ordolibéralisme* », ou comme l'école de Freiburg, et peut être considérée comme la version allemande du *laissez faire* néoclassique : une forme de monétarisme à l'intérieur d'institutions très structurées. Son idée centrale est que l'économie de marché est le meilleur instrument pour garantir la prospérité à travers la compétition des acteurs, mais celle-ci ne peut exister qu'à l'intérieur d'un Etat fort et actif pour le préserver. Cela peut être vu comme une adaptation des doctrines néoclassiques anglo-saxonnes à la tradition allemande de l'attribution à l'Etat d'un rôle centrale dans l'économie.

A coté de ces choix de politique monétaire, l'Allemagne de l'après-guerre devait aussi poursuivre des politiques de plein emploi, mais cela aurait pu créer des poussées d'inflation dues à l'augmentation des salaires. Pour freiner ces augmentations tout en augmentant l'emploi, il fallait s'assurer une forte croissance de la productivité orientée vers les marchés étrangers. La production ne pouvant pas être absorbées dans le marché intérieur à cause des bas salaires et de la contrainte monétaire assumée, la croissance ne pouvait être tirée que par l'exportation.

Dès le début des années 1950, l'Allemagne commence à tires des avantages du régime de changes fixes, de sa politique de basse inflation et de son modèle de croissance tirée par les exportations, un modèle appelé « mercantilisme monétaire »[134] d'après Holtfrerich[135]. Mais ce modèle ne peut fonctionner que dans la mesure où les autres pays peuvent absorber les surplus produits par l'Allemagne, c'est à dire s'ils ne pratiquent pas les mêmes politiques, et qu'ils soutiennent la demande intérieure. Or, l'exportation de biens et de services va de paire avec l'exportation des capitaux pour les acquérir, et la stabilité des changes est la garantie du remboursement.

Dans la zone euro, les pays en surplus commerciale, les pays *core*, ont largement prêté aux pays de la périphérie les capitaux nécessaires à l'achat des biens

[133] Le père spirituel de ce modèle est W. Röpke, et il fut appliqué en Allemagne de l'Ouest par K. Adenauer à partir des années 1950.
[134] Bibow (2016) p. 11
[135] Cesaratto S. (2013b), p. 12.

qu'ils importaient jusqu'à la crise de la dette souveraine. La création de l'Union Monétaire a engendré un environnement favorable à l'expansion du crédit dans la périphérie avec le soutien des capitaux provenant de l'Europe centrale, crédit garanti par la monnaie commune contre toute dévaluation.

En fait, l'Union Monétaire a permis à l'Allemagne de poursuivre et d'accentuer son comportement traditionnel dès l'après-guerre. L'Allemagne s'avantage des changes fixes par une basse inflation, comptant sur la demande étrangère, soutenant la compétitivité et en assumant des tons moralistes envers toute politique fiscale expansionniste :

> *« (i) taking advantage of fixed exchange rates by pursuing a domestic inflation rate lower than competitors to foster exports; (ii) relying on other countries stimuli to aggregate demand and taking advantage of their ensuing inflationary bias; (iii) compensating with conservative domestic fiscal (and monetary) policy any possible labor market overheating, maintaining the external competitive hedge; (iv) replying to foreign criticism with moralistic tones by blaming their indiscipline and proposing itself as a model »*[136]

Cette politique implique une direction déflationniste de l'économie et une augmentation des asymétries de l'eurozone. La diminution de ces asymétries demanderait une politique plus expansive du côté de la demande et des politique keynésiennes, qui, en plus, supporteraient la légitimité de l'Allemagne comme pays leader de la zone, rôle qu'elle joue effectivement, mais sans en assumer les responsabilités.

Le futur de la zone euro se joue donc sur la possibilité d'assurer la durabilité de la dette publique des pays périphériques de la zone, en résolvant les problèmes qui ont conduit à cette situation. Si la dévaluation est impossible dans l'Union et la déflation implique des problèmes d'ordre politique et social, il faudrait alors permettre des mécanismes d'ajustement fiscal, des transferts entre pays, mais cela aussi est refusé par l'Allemagne, ainsi que par les autres pays *core*.

L'Union Monétaire ne possède pas un mécanisme de redistribution des surplus commerciaux entre les membres, comme ceux qui existent entre les régions d'un Etat. Le seul mécanisme possible est la distribution du crédit par les banques, mais il peut

[136] Cesaratto S., Stirati . (2011), p.15-16 ;

être bloqué et laisser les pays endettés supporter seuls le poids des ajustements des déséquilibres. Il faudrait une autorité fiscale centrale, un « *Trésor Européen* » pour dépasser le défaut structurel de la séparation rigide entre la Banque Centrale Européenne et les gouvernements nationaux.

Cependant, il n'existe, à l'heure actuelle, aucun mécanisme de redistribution, si bien que la politique monétaire reste le seul outil disponible pour lutter contre les crises de liquidité et/ou de solvabilité. Ainsi, dès l'éclatement de la crise souveraine, il ne restait que la BCE pour intervenir immédiatement, alors que les institutions européennes discutaient de la mise en place de programmes d'aides, de garanties ou de soutien aux pays en difficultés.

En fait, la Banque Centrale Européenne s'est montrée plutôt créative dans sa gestion de la crise de la zone euro, en testant les limites institutionnelles de son mandat pour faire face aux besoins de liquidité du système bancaire européen, voire des Etats membres, dans la mesure de ses moyens. Or, ces moyens sont limités par l'interdiction faite à la BCE d'agir comme prêteur de dernier ressort pour les Etas membres et par l'opposition persistante de l'Allemagne à des politiques monétaires trop expansives.

2.4. Les politiques non conventionnelles de la BCE

La position de la Banque centrale Européenne à l'intérieur de la zone euro est en principe non politique : il s'agirait d'une institution purement technique, dont la mission consiste à déterminer la politique monétaire de la zone et assurer la stabilité des prix.

Son statut reste, cependant, ambigu dès son institution, et l'aspect politique de ses actions surgit dans la nécessité de concilier des fonctions contradictoires, sans pour autant être intégrée dans une structure institutionnelle politique souveraine. La BCE est en même temps la banque centrale de chaque Etat membre, et en cela responsable de la liquidité du système financier, de la stabilité financière mais également le

créditeur des Etats qui cumulent les déficits à l'intérieur du système de paiements Target2. C'est cette double fonction de la BCE qui rend sa mission particulièrement difficile : comment peut-elle agir en créditeur tout en assurant sa fonction de pourvoyeur de liquidité, comme son rôle de banque centrale le demanderait?

Dans la mesure où il est fait interdiction à la BCE, par les traités, de financer le déficits des Etats, la BCE est aussi le garant des la discipline budgétaire des Etats débiteurs. L'équilibre entre ces deux fonctions ne peut être que de nature politique, et cela est la conséquence directe de la construction politique de la structure institutionnelle de la zone euro.

La question de politique ne peut donc pas être évitée, elle resurgit constamment dans la mesure où l'Union Monétaire est un système et un accord entre entités souveraines qui demande une négociation constante. A strictement parler, en fait, il n'y pas d'Union. Sans le pouvoir monétaire, les Etats nationaux sont livrés aux rivalités entre les pays créditeurs et les pays débiteurs, et cela mène inévitablement à la fragmentation de l'espace financier européen avec des asymétries croissantes à l'intérieur de la zone.

Le système de paiements Target2[139] est la clef du système des échanges inter-zone : il permet de comprendre comment les déséquilibres se forment, se gèrent, puis peuvent devenir largement divergents. Target2 est une plate-forme de payements à l'intérieur de la zone euro. Les pays membres peuvent accumuler les déficits ou les excédents sur leur compte Target2 sans limites, sans avoir besoin de réserves en devise ou en or, et les banques commerciales peuvent se financer sans limites auprès de leur banque centrale nationale.

Target 2

Target 2 est une plateforme électronique de l'Eurosystème qui gère les paiements interbancaires. Chaque banque détient un compte de réserve et règlement auprès de la banque centrale nationale.

Quand on effectue un paiement international, par exemple un mandat, l'ordre de paiement à partir d'un compte dans une banque commerciale A vers la banque commerciale d'un autre pays B, donne lieu à un transfert de fonds du compte de

[139] l'acronyme di *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System*

réserve de la banque A à celui de la banque B. Par exemple, si un client italien de la banque Unicredit veut acheter une bouteille de champagne à 100€ après d'un négociant qui a un compte à la banque Paribas, il va faire un mandat international à sa banque pour le paiement. Unicredit, sa banque italienne, demande alors à la Banque d'Italie de débiter son compte de réserve de 100€, et de faire créditer le compte de Paribas auprès de la Banque de France de 100€. La Banque d'Italie et la Banque de France possèdent chacune un compte de réserve auprès de la BCE. La BCE va débiter le compte de la Banque d'Italie de 100€, et créditer le compte de la Banque de France. Paribas alors pourra créditer le compte du négociant de la même somme.

Or, si les banques commerciales ont bien conclu le paiement, il n'y a eu entre les banques centrales italienne et française qu'une écriture comptable : sur le compte Target2, de la Banque de France il y aura un actif de 100€ (*claim*), sur le compte de la Banque d'Italie il y aura un passif (*liability*) de 100€. Le compte T2 indique le solde vers la BCE, et non vers un pays spécifique.

En effet, la banque centrale française a payé le négociant et la banque centrale italienne a été payée par l'acheteur. L'Eurosystème tient le compte des transferts de liquidité entre ses membres. La BCE tient le compte de la quantité de masse monétaire qui est transférée d'un pays à l'autre.

Etant donné qu'il existe toujours les Etats nationaux à l'intérieur de la zone euro, il est nécessaire de garder une trace de ces transactions, qui, en fait, ne sont jamais compensées.

Avant la crise, les importations des pays périphériques de la zone euro étaient rééquilibrées par les prêts bancaires provenant des pays du centre. Mais, si les soldes T2 étaient en équilibre, les prêts des banques créaient des déséquilibres des comptes courants. Quand le marché interbancaire s'est bloqué, en 2010, les soldes T2 on fait apparaître de fortes divergences, à cause des échanges commerciaux, mais encore plus à cause des fuites de capitaux des pays périphériques. Dans le système bancaire de ces derniers pays, les sorties de capitaux ont été comblées par les programmes de refinancements (LTRO). Sans ces derniers, les banques des pays périphériques auraient fait faillite, et leurs Etats auraient été obligés de sortir de la zone euro pour les refinancer en monnaie nationale. En fait, ces programmes de refinancement préservent

la stabilité financière et l'euro, mais sont également un mode de financement des déficits de balance courante.

Globalement, le système T2 ressemble à la *Clearing Union* que Keynes avait souhaité : il ne peut fonctionner que si le surplus de réserves est recyclé des pays en surplus vers les pays en déficit, mais pour Keynes, la charge du rééquilibrage ne pesait pas que sur les pays en déficit, mais elle était accompagnée par l'obligation de politiques expansives dans les pays en surplus.

En l'état actuel des choses, les soldes T2 ne sont que l'expression des déséquilibres de balance des paiements, que dans un système de change fixe porteraient à un réalignement ou à la sortie du pays en déficit, alors que dans un système nationale il y aurait compensation bancaire et/ou transferts de ressources par l'Etat. Dans l'Union Monétaire, par contre, les déséquilibres s'accumulent indéfiniment.

Cesaratto S., (2017), « Una, nessuna e centomila. Le molte vérité di Target2 », *Quaderni del Dipartimento di Economia Politica e Statistica,* n° 751, Università di Siena, avril.

Ce système avait été mis en place pour éviter les risques de crise typiques des systèmes de change fixe. Dans un système de change fixe, chaque Etat membre doit éviter les déficits budgétaires pour écarter le risque de sortie des capitaux et d'épuisement des réserves monétaires. Dans l'Union Monétaire ce risque n'existe pas, car chaque banque centrale nationale (NCB) est engagée à accepter les paiements des toutes les autres, sans limites :

> *« under monetary union, the 'fix' (of the value of euros in banks in one country to those in another) is maintained by the commitment of all NCBs to accept unlimited intra-eurosystem claims against each other. A country's NCB does not need to be concerned about keeping 'foreign' reserves to maintain its fixed exchange rate, because other NCBs automatically lend to it as necessary. This structure has a problem. When a country fixes its currency against some different currency, its government has an incentive to avoid policies such as large budget deficits that lead to financial outflows and the depletion of its central bank's foreign reserves. In monetary union, this incentive is absent as there is no corresponding limit to the growth of eurosystem balances. »*[140]

Ainsi, les soldes Target2 peuvent croître indéfiniment, et les déséquilibres se creuser sans conséquences, alors un Etat pourrait en profiter pour faire des politiques

[140] Whittaker (2016 : 6) cité par Cesaratto S. (2017b), p. 10

trop expansives. Pour pallier aux dangers du manque de discipline, de *moral hazard*, des contraintes d'ordre budgétaire ont été mise en place : le Pacte de Stabilité prévoit des conditions très strictes, imposant des règles d'austérité aux pays qui demandent l'aide financière de l'Union. Dans un système de change fixe, un pays est obligé de sortir quand il a épuisé les réserves pour défendre le taux de change. Dans l'Union Monétaire, les règles du Pacte de Stabilité peuvent fermer l'accès d'un pays aux crédits de l'eurosystème, comme il s'est passé pour la Grèce en 2015[141]:

> *« In the absence of effective restraints on the rise of eurosystem liabilities, there is nonetheless a disciplining force. That is the threat of expulsion from monetary union. A fixed exchange rate breaks when the country defending it runs out of foreign reserves; monetary union breaks when the country is denied eurosystem credit. The departure of any country from monetary union would involve large political and financial costs and uncertainty, particularly for that country but also for other eurozone members, given the absence of agreed exit procedures. This makes monetary union more durable than a fixed rate regime between separate currencies. »*[142]

Avant la crise de la dette souveraine, les déséquilibres dans les comptes Target2 sont resté limités : les capitaux circulaient à l'intérieur du système bancaire européen sans s'accumuler de manière persistante. Le mécanisme de Target2 cachait les flux de capitaux entrants dans les pays périphériques, qui, à leur tour, dépensaient dans les pays *core*.

Ce n'est qu'avec la crise, et le blocage des marchés interbancaires, qu'on a pu se rendre compte que les flux circulaient toujours dans la même direction : des pays *core* aux pays périphériques. Ainsi, le blocage du marché interbancaire a produit ce phénomène bien connu des pays émergents qui est le *sudden stop* du marché des capitaux.

La Banque Centrale Européenne, en tant que gardienne de la stabilité monétaire, est intervenue par des opérations de refinancement du système bancaire qui ont permis de le maintenir à flot même face aux problèmes de solvabilité. Avec les programmes de refinancement, les banques ont pu remplacer les investisseurs étrangers et renouveler la dette publique de leur pays.

---

[141] La BCE en 2015 a décidé de priver les banques grecques du programme de rachat des titres et du financement d'urgence ELA. Cf. Antonan et al. (2015).
[142] Whittaker (2016 : 6) cité par Cesaratto S. (2017b), p. 10-11.

Le financement des pays européens en difficulté s'est donc surtout fait par le système de règlements internationaux internes à la zone euro Target2, plutôt que par les marchés internationaux de capitaux. Au moment de l'effondrement du marché bancaire de 2008 les banques centrales nationales ont pris le relais des marchés privés, en prêtant à leurs banques commerciales de l'argent nouvellement émis. Ainsi, les transactions commerciales ont été soldées aux pays exportateurs à travers target2, c'est à dire à travers les déficits du système européen des banques centrales (SEBC) face à des surplus grandissant des pays exportateurs de la zone euro.

Normalement la Banque Centrale Européenne satisfait la demande de monnaie exprimée par l'économie en agissant sur le taux d'intérêt à court terme, qui peut se décrire comme le prix de la monnaie sur le marché. Les autres taux, à plus long terme, s'ajustent sur la base du taux de base de la banque centrale. Celle-ci fixe le taux d'intérêt auquel elle est disposée à fournir toute la liquidité demandée par le public, par les banques commerciales et par le secteur des exportations.

A partir de la crise financière de 2007-2008, toutes les principales banques centrales ont dû fournir des liquidités aux systèmes bancaires à taux bas et pour des durées plus longues que d'ordinaire aux systèmes bancaires. La BCE s'est aussi engagée dans des programmes d'aides au système bancaire, comme prévu dans ses compétences statutaires. Face aux tensions sur les marchés financiers, l'Eurosystème peut recourir à des mesures non-conventionnelles, exceptionnelles et temporaires, pour stabiliser le secteur bancaire, sur lequel repose le financement des investissements en zone euro. Le site de la BCE[143] explique :

> *« In times of extraordinary financial market tensions, the Eurosystem will make use of any instrument that is compatible with the Treaty and that is necessary to continue achieving its objectives. The Eurosystem may therefore decide to address these tensions by resorting to non-standard, unconventional measures. These measures form part of the Eurosystem's monetary policy implementation "toolbox", but are by definition exceptional and temporary in nature. Usually, these measures are aimed at the banking sector given the reliance of companies in the euro area on financing by banks (as opposed to financing via capital markets).”*

[143] BCE, Eurosystem. website

La BCE commence par des mesures appelées « *Enhanced Credit Support* » e avec la baisse des taux d'intérêt à 1% en mai 2009. Ces mesure dépassent déjà la limite des politiques qu'on peut appeler conventionnelles et sont décidées en accord avec la *Federal Reserve* américaine. Pourtant, elles auront comme seul véritable résultat l'accumulation de liquidité bancaire de précaution, dans un climat de manque de confiance et de craintes sur la solvabilité des instituts de crédits.

En mai 2010, face à la crise de la dette publique grecque, la BCE lance le *Security Market Program (SMP)*, qui lui permet d'acquérir les titres des Etats en difficulté, comme l'Irlande et le Portugal, après la Grèce, mais ce programme eut peu d'effets sur les *spreads* qui continuaient à s'élargir. Ce programme eu un effet marginal sur les taux d'intérêt parce qu'il ne permit l'acquisition que de 200 milliards d'euro, somme tout à fait insuffisante compte tenu de l'ampleur de la crise.

Ces programmes souffrent de plusieurs limitations. Le fait de limiter les achats aux titres de maturité inférieure à 3 ans risque, en fait, d'augmenter la fragilité financière du système, car cela pousse les institutions financières à diminuer la durée des maturités des titres émis. En outre, les conditionnalités imposées aux pays demandeurs les poussent vers la récession et augmentent les difficultés de remboursement.

La Banque Centrale Européenne annonce ensuite, en septembre 2012, un programme de liquidité illimitée, les Opérations Monétaires sur Titres (OMT, *Outright Monetary Transactions*)[144] au titre duquel elle peut acheter des titres émis par les Etats membres de l'Eurozone sur les marchés secondaires de la dette souveraine. Ces acquisitions concernent les titres dont la maturité est de 1 à 3 ans. Ce programme vise la baisse des taux d'intérêt sur les titres jusqu'à 3 ans, afin de réduire les *spreads*, mais la BCE se refuse (en raison de son mandat statutaire) d'acheter directement la dette émise par les Etats comme un véritable prêteur de dernier ressort. Ce programme fut ensuite bloqué par l'Allemagne, qui demanda l'avis de la Court Constitutionnelle Allemande et puis celle de la Court de Justice Européenne, et bien que les avis aient été favorables, le programme ne fut jamais utilisé. Pourtant sa seule annonce, qui suivit

[144] Ce programme succède au *Securities Market Program* (SMP) mis en place en mai 2010, après l'attaque des marchés à la Grèce.

le fameux « *whatever it takes* » de Draghi en juillet 2012, suffit à fait baisser les *spreads*.

La Banque Centrale Européenne devient à partir de la fin de 2011 un prêteur de dernier ressort pour le système bancaire et pour les institutions financières étrangères avec son premier programme LTRO, puis avec le OMT déjà cité.

Le LTRO[145], *long term liquidity provision operations*, permet le refinancement du système bancaire des pays périphériques qui viennent à manquer des flux de capitaux fournis auparavant par les banques des pays *core*. Ce sont des prêts à long terme, 3 ans, que la BCE accorde aux banques, afin de les inciter à augmenter leurs crédits aux entreprises et aux ménages et de maintenir bas les taux d'intérêt. Le programme LTRO de 2011 fut suivi par deux autres en 2014 et en 2016, il en est prévu un autre à partir de septembre 2019.

Ce programme fut aussi une manière de soutenir la dette publique des Etats qui n'arrivaient plus à se financer à des taux acceptables, comme l'Espagne ou l'Italie. En fait, l'augmentation des taux d'intérêt mettait en danger la possibilité de certains Etats très endettés de rester dans la zone euro, faisant augmenter le risque de redénomination (*convertibility risk*). Les opérations LTRO permettent aux Etats de se refinancer auprès des banques et aux investisseurs étrangers de récupérer les capitaux pour les rapatrier via Target2. Au passage, les banques gagnaient sur la différence entre les taux d'intérêt très bas pratiqués par la BCE dans ce programme, et les taux d'intérêt demandés aux Etats, qui restaient nettement supérieurs.

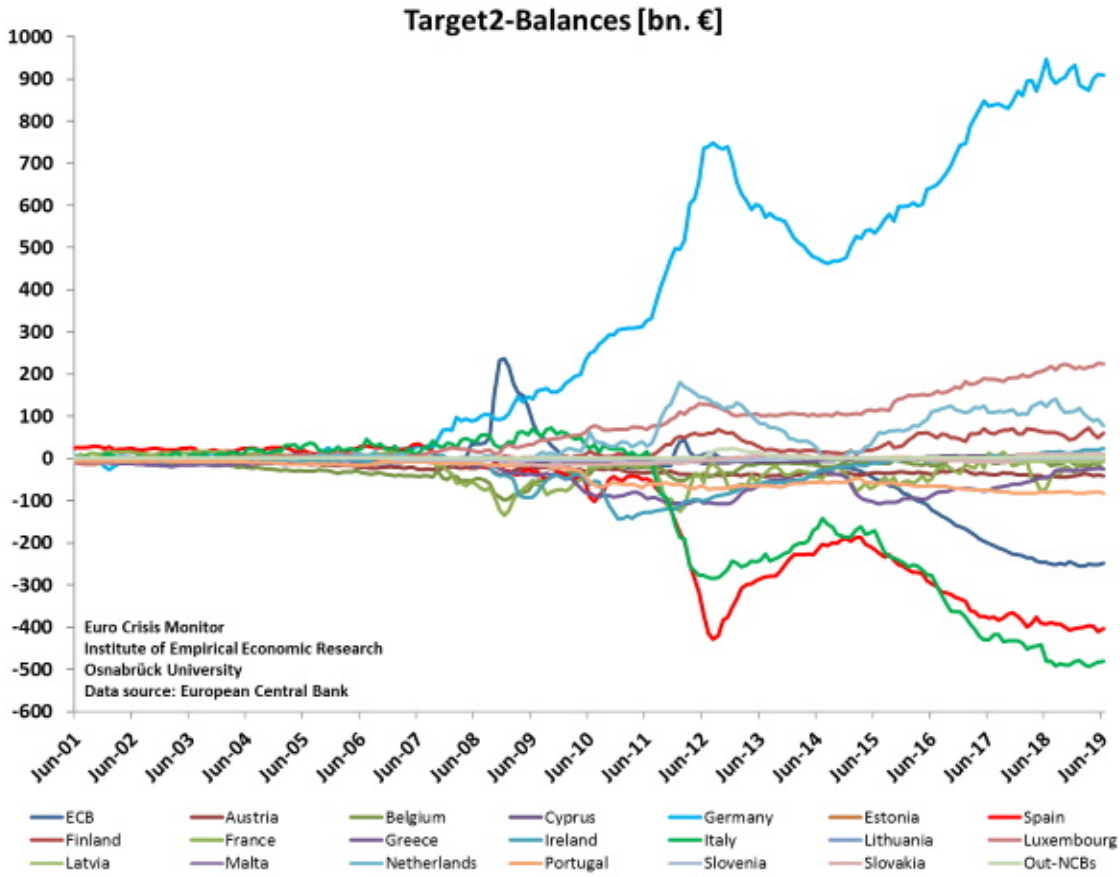
Avant la crise, les soldes Target 2 étaient approximativement proches de zéro, mais les dettes des pays périphériques, par contre, continuaient à augmenter, tout comme leur balance courante. Avec le LTRO, l'Eurosystème se substitue progressivement aux capitaux privés dans le refinancement de la dette.

Dans la figure suivante, on peut observer l'évolution des soldes Target2. Les pays *core* détiennent des soldes actifs, alors que les pays périphériques enregistrent des soldes passifs. Après un premier pic en 2009, l'action de la BCE permet une baisse des soldes en 2010 et 2011, puis en 2012 on observe un élargissement très important, qui

[145] Cesaratto S. (2016), ch.4.

tend à se résorber après les déclarations de Draghi et l'engagement dans le programme OMT[146], puis encore un accroissement à partir de 2015 :

Soldes Target2 2001-2019 (en milliards d'euro) :



source : European Central Bank, données élaborées par *Euro Crisis Monitor*[147]

Le programme LTRO ne suffît pas à reporter la confiance sur la dette espagnole et italienne notamment, les *spreads* se tassèrent sans s'annuler, et seulement les déclarations d'engagement sur le nouveau programme OMT permît d'endiguer la crise.

Même s'il ne fut jamais utilisé, le programme OMT garantissait de manière illimitée la dette souveraine des pays en difficulté, et transformait la BCE en prêteur de

[146] Cesaratto S. (2015c), p. 20.
[147] *Euro Crisis Monitor* (2019)

dernier ressort, si bien que les flux de capitaux reprirent à circuler, réduisant les écarts dans les soldes Target2.

Pourtant, la crise de la zone euro ne se résout pas : le chômage reste élevé la demande interne stagne et des risque de déflation apparaissent. La politique monétaire 'conventionnelle' de la BCE, la gestion des taux d'intérêt, atteint ses limites en 2014, avec des taux proches de zéro, « *zero lower bound* » (ZLB), couplé à l'engagement à maintenir ces taux bas pour une période indéfinie, jusqu'à ce que l'inflation s'approche de l'objectif de 2% (*forward guidance*). Dans un discours tenu à Jackson Hole en août 2014, M. Draghi reconnaît explicitement que la politique monétaire n'est pas suffisante pour relancer l'économie. L'action de la BCE doit être accompagnée d'une politique fiscale efficace, comme cela a été fait au Japon et aux Etats-Unis, pour rassurer les marchés financiers [148]:

> *« Turning to fiscal policy, since 2010 the euro area has suffered from fiscal policy being less available and effective, especially compared with other large advanced economies. This is not so much a consequence of high initial debt ratios – public debt is in aggregate not higher in the euro area than in the US or Japan. It reflects the fact that the central bank in those countries could act and has acted as a backstop for government funding. This is an important reason why markets spared their fiscal authorities the loss of confidence that constrained many euro area governments' market access. This has in turn allowed fiscal consolidation in the US and Japan to be more backloaded »*

Mais toute possibilité d'une politique fiscale expansionniste se heurte aux règles strictes de Maastricht et aux craintes des pays *core* d'être poussés à des transferts budgétaires qu'ils ne pourraient pas justifier politiquement auprès de leur population.

La BCE, en suivant l'exemple de la *Federal Reserve*, a aussi baissé le taux d'intérêt à sa limite inférieure, le *zero lower bound* (ZLB) au cours de l'année 2014[149], face à des signaux de déflation, en espérant faire baisser les taux longs. Cette baisse allait de pair avec l'engagement de maintenir les taux bas pour une longue période, ou en tout cas jusqu'à la reprise de l'inflation. En pratique, M. Draghi espère dans un évènement autoréalisant : l'attente de taux réel plus bas peut enduire la reprise

[148] Draghi M. (2014),
[149] Cesaratto S. (2016), ch.4.3.

économique, qui, à son tour stimule l'inflation, celle-ci soutenant la reprise par des taux plus bas[150].

Mais les attente de la banque centrale ne se réalisèrent pas : l'inflation resta basse et il n'y eut pas de reprise significative dans la zone euro.

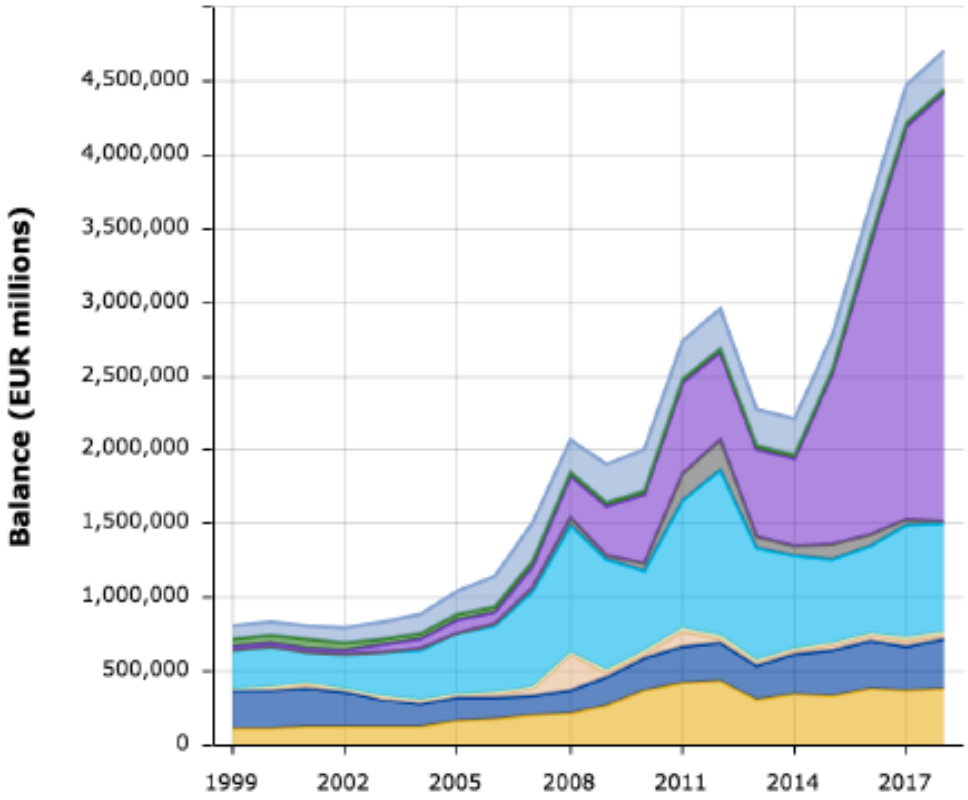
La dernière chance pour Draghi de soutenir le crédit et la demande agrégée à l'intérieur de la zone semble être le *Quantitative Easing* (QE) l'assouplissement monétaire, déjà mis en place aux Etats-Unis et au Japon.

Le programme de *quantitative easing* de la BCE engagé en mars 2015, *« Public Sector Purchase Programme »* (PSPP), comprend l'acquisition de titres à long terme dans le secteur privé, mais aussi l'acquisition sur le marché secondaire de titres émis par les Etats, les agences de la zone euro et les institutions européennes, dont échéance est comprise entre 2 et 30 ans[151]. Ces achats porteront sur 60 milliards d'euro par mois jusqu'en mars 2016 au moins, sans revente prévue de ces titres sur le marché, avec l'intention d'injecter des capitaux dans l'économie en faisant gonfler le bilan de la BCE. Ce programme fut ensuite prolongé jusqu'à la fin de 2018.

Ce programme est aussi une forme de *forward guidance*, dans le but de rassurer les marchés sur la liquidité disponible, sur l'engagement à ramener l'inflation vers le 2% souhaité et les taux d'intérêt bas pour une période assez longue (pour l'horizon temporel des marchés). Il s'agit, pour la BCE, de passer d'un comportement passif de refinancement à la demande du système bancaire, à un comportement actif en élargissant son portefeuille de titres, son bilan et injecter des liquidités dans le système.

[150] Cesaratto, S. (2015c), IV *lezione*
[151] Cesaratto, S. (2015c), p. 50

Bilan de la Banque Centrale Européenne 2006-2018 (en millier de milliards) :



source : Banque Centrale Européenne[152]

Le *quantitative easing* veut transmettre aux ménages et aux entreprises le message que la banque centrale est déterminée à combattre la récession et la déflation, afin de les inciter à dépenser et investir davantage. Il est aussi destiné à faire baisser les taux d'intérêt : la BCE a baissé progressivement ses taux directeurs afin que les taux à plus long termes baissent également, favorisant les emprunts des Etats.

Cependant, ce programme a aussi de effets négatifs : 1) les taux d'intérêt bas signifient des rendements inférieurs pour les investisseurs, notamment les fonds de pension des pays *core*, cela peut avoir l'effet de diminuer la demande globalement, si le publique envisage une baisse des retraites ; 2) les bilans des banques souffrent aussi des taux trop bas.

Les titres souverains admis au programme doivent avoir un *rating* minimal positif, ou venir de pays qui adhérent à un programme di restructuration avec

[152] ECB Eurosystem, « *Annual consolidate balance sheet* », website

assistance financière européenne. Le risque reste à 80 % sur les banques centrales nationales, et les 20 % restant est partagés par l'Union. Cette distribution du risque soulève beaucoup de problèmes. Cette 'nationalisation' du risque peut rendre le plan inefficace, rendant la possibilité de défaut et le risque de redénomination plus importantes, et surtout, dans ce dernier cas, l'Etat en difficulté se retrouverait avec une dette en euro et une monnaie dévaluée. De fait, l'attribution du risque essentiellement aux banques centrales nationales produit la fragmentation du système bancaire européen et augment les risque de *doom loop*, ce cercle vicieux entre les banques et leur Etat qui les fragilise.

Les déséquilibres des comptes target2 ne seront pas non plus résorbés par le *quantitative easing*, car il n'y a pas de mutualisation de la dette interne à la zone euro (sauf pour une partie de 20%), et chaque pays, chaque banque centrale reste engagée à l'égard de la BCE dans le SEBC. Les pertes éventuelles ne sont pas à charge d'une vraie banque centrale, émettant de la monnaie : dans ce cas il n'y aurait pas de risque si ce n'est que l'inflation. Mais en laissant les pertes éventuelles à la hauteur de 80 % à charge des banques centrales nationales, la possibilité d'un default n'est pas exclue.

La BCE ne possède pas les caractéristiques d'une véritable banque centrale dans son statut, notamment la fonction de prêteur de dernier ressort, et même le *quantitative easing* ne le transforme pas substantiellement, car les banques centrales nationales ne pourront agir comme banques par rapport au système bancaire national que dans la mesure décidée collectivement, en émettant des liquidités pour racheter la dette de l'Etat[153] sur le marché secondaire. Le *quantitative easing* pallie alors au manque institutionnel d'un prêteur de dernier ressort, en protégeant le système bancaire, mais laisse les Etats dépendants du marché des capitaux avec une marge de manœuvre très limitée.

Les effets espérés de ce programme sont multiples, mais de difficile concrétisation. La liquidité offerte ne garanti pas du tout qu'elle soit effectivement utilisée, dans la mesure où les investissements productifs dépendent de la demande globale. Comme pour les programmes précédents, si les banques ne trouvent pas d'utilisation productive, les liquidités finiront dans les réserves bancaires, ou dans le

[153] Comme le font tous les programmes non conventionnels de la BCE

remboursement des crédits, et elles n'auront pas d'effets sur la production et la croissance. L'effet sur l'inflation comme antidote à la récession, est également enrayé par les craintes de déflation et d'une croissance molle (là où elle existe). En fait, depuis le début de *quantitative easing*, le taux d'inflation est resté stablement autour de 1% dans la zone euro globalement, loin de l'objectif de la BCE.

En tout cas, les facilitations monétaires ne sont pas suffisantes pour sortir la zone euro de la crise. Tout ce qu'on peut obtenir c'est une amélioration des exportations de la zone grâce à la dévaluation de l'euro, mais celle-ci reste temporaire et dépend de la réponse des autres banques centrales, avec un risque de guerre des monnaies. Le *quantitative easing* ne peut traiter, en effet, que les conséquences et non pas les causes de la crise, car il faudrait que l'argent nouvellement[154] émis arrive effectivement dans l'économie réelle, et il y a plusieurs difficultés à cela. Le premier problème est que le système bancaire supporte toujours le poids de prêts en souffrance à concurrence d'environ un millier de milliards dans un bilan global d'environ trois fois la taille du PIB de la zone euro[155]. Un autre problème est le manque d'investissements des entreprises, bien que les taux d'intérêt soient au plus bas historique ; en conséquence, les petites et moyennes entreprises, qui créent l'emploi, souffrent de manque de capitaux.

Le mécanisme de transmission de l'offre de monnaie de la banque centrale à l'économie réelle semble bien enrayé. Les opportunités d'investissement sont rares, le chômage freine la demande interne, et l'économie semble prise dans une trappe à liquidité selon le schéma keynésien. Donc, globalement, la politique d'assouplissement quantitatif n'a pas eu un impact majeur sur l'économie réelle ni ne pouvait en avoir, étant donné que ce n'est pas la monnaie émise qui génère la croissance, mais la monnaie effectivement dépensée.

Une étude du FMI d'ailleurs conclut aussi que l'impact du *quantitative easing* sur la croissance et sur l'inflation est limité[156]. L'étude se base sur le cas du Japon, mais ses conclusions peuvent s'élargir à d'autres pays ayant mis en place les mêmes politiques.

[154] Il n'est pas sûr que il y ait de l'argent nouvellement émis, la BCE rachète des titres qui sont déjà émis.
[155] Gallo A. (2015),
[156] Berkmen S.P. (2012),

Par exemple, au Royaume-Uni[157], il semble plutôt que le *quantitative easing* ait contribué à une forte contraction de la demande interne, l'indice des prix à la consommation (CPI) baisse en 2012, pendant le programme. Ainsi, il semblerait plutôt avoir des effets déflationnistes, probablement à travers un mécanisme d'effets de redistribution non désirés, des effets indirects, de distorsion des marchés financiers. Le *quantitative easing* profiterait aux ménages possédant des actifs et une plus basse propension à la consommation, mais il ne profite pas aux ménages salariés, ni aux petites entreprises qui n'ont pas accès au marché des capitaux.

La transmission de l'offre de monnaie à l'économie réelle devait se faire via le prêt bancaire, ce qui ne s'est pas produit car les banques refusent de prêter aux entreprises, grandes ou petites, dans un environnement économique déprimé[158]. Des taux d'intérêts bas ont plutôt permis aux grandes entreprises cotées de racheter leurs propres actions, étant donné le manque d'occasion d'investissements rentables. Une grande partie des liquidités fournies aux banques ont simplement gonflé leurs réserves bancaires. On peut en conclure que, à défaut d'un mécanisme de transmission de la liquidité à l'économie réelle, le *quantitative easing* ne peut relancer ni la croissance ni l'inflation, il aurait, en effet, plutôt un effet déflationniste.

Dans le graphique qui suit on peut voir que le taux d'inflation n'a pas une corrélation évidente avec le *quantitative easing*, qui a été mis en place au Royaume-Uni en 2009 jusqu'en novembre 2012[159]. Le taux d'inflation a augmenté tout d'abord, mais en 2012, le taux d'inflation a recommencé à baisser malgré la continuation de l'assouplissement quantitatif. La Banque d'Angleterre, qui achète les titres du Trésor, continue aujourd'hui de racheter les actifs arrivés à maturité, mais le taux d'inflation ne semble pas en dépendre :

[157] Bank of England (2012)
[158] Armstrong A. (2013)
[159] Artus P. (2019),

Taux d'inflation du Royaume-Uni 2009-2019 :

source : *Trading economics, Office for National Statistics*[160]

Ni aux Royaume-Uni, ni ailleurs, le *quantitative easing* n'a produit une montée de l'inflation : si la monnaie est endogène, aucune source extérieure à la demande interne de monnaie ne peut provoquer de l'inflation. L'idée que l'excès de liquidité provoque l'inflation est fondée sur une conception exogène de la monnaie, de même que l'idée que les banques prêteraient plus facilement ou que les ménages emprunteraient plus.

Si le *quantitative easing* peut difficilement augmenter la croissance ou l'inflation, il reste, en tout cas indispensable dans la zone euro, où il permet de garantir la dette des Etats via l'achat des titres sur le marché secondaire.

[160] Trading Economics database.

3. DIVERSES INTERPRETATIONS DE LA CRISE

La crise financière a frappé toutes les économies avancées, mais dans le sud de l'Union Monétaire elle semble se prolonger comme une nouvelle dépression semblable à celle des années 1930, conjuguée avec une crise des la dette souveraine. Cette situation permet de mettre à l'épreuve différents paradigmes explicatifs, sur la base de différentes interprétations de la nature de cette crise. Il est alors nécessaire de faire apparaître les présupposés théoriques qui sont à la base de chaque interprétation, sans oublier pourtant qu'il s'agit de classifications globales et forcément approximatives, qui peuvent se croiser et se confondre. La définition presque taxinomique des diverses positions ne peut servir qu'à mieux évaluer la pertinence de chaque analyse par rapport à une situation particulière, et n'indique nullement une position figée ou dogmatique.

On peut distinguer quatre différentes approches explicatives selon l'analyse de Stockhammer, Constantine et Reissl[161] et en donner un premier aperçu global et forcément approximatif :

- *New classical mainstream* (NCM), postule que la crise est due à la mauvaise gestion économique et financière des pays périphériques de la zone euro ; il s'agit de la vision adoptée globalement par la Commission Européenne. Cette interprétation est soutenue, par exemple, par H.W.Sinn.
- *New Keynesian mainstream* (NKM) qui, sans remettre en cause le paradigme néoclassique, choisit la voie d'une réforme modérée de la politique économique pour relancer l'économie de la zone. Cette interprétation est soutenue, par exemple, par Pisani-Ferry.
- *Marxist Political economy* (MPE) qui rend responsable de la crise la recherche de la compétitivité à tout prix dans pays *core* de la zone euro, aux dépens du reste de la zone ; la logique du profit prime sur la solidarité, et le conflit de classe dans la globalisation traverse horizontalement les frontières nationales ou régionales. Cette interprétation est soutenue, par exemple, par Flassbeck et Lapavitsas.

[161] Reissl, Severin, Stockhammer, Engelbert (2016)

- *Post-keynesian economy* (PKE), pour laquelle il s'agit d'une crise de balance des paiements aggravée par la structure dysfonctionnelle de l'Eurozone. Cette interprétation est soutenue, par exemple, par S.Cesaratto.

L'analyse de la crise dépend évidemment de la grille de lecture appliquée par chaque école de pensée, c'est-à-dire par l'analyse que chacune fait du rôle de la demande, de la distribution des revenus et de la nature de la monnaie.

Les néoclassiques et les néo-keynésiens, comme les auteurs cités les ont classifiés, sont deux interprétations *mainstream*[162], c'est-à-dire largement diffusées dans les médias et dans l'opinion publique. Elles informent, dans le double sens du mot[163], les institutions de politique économique et financière aussi bien que les médias.

Ces deux interprétations sont fondées sur les modèles d'équilibre général, au moins sur le long terme, sur la courbe de Philipps et le NAIRU[164]. Essentiellement, la différence entre la version néoclassique et la version néo-keynésienne est dans l'utilité que cette dernière théorie trouve à la politique économique en cas de choc de la demande sur le court terme. Les deux théories affirment que dans le long terme l'équilibre est déterminé par l'offre des facteurs, la technologie, les préférences individuelles.

L'intervention de la politique économique peut être utile, chez les néo-keynésiens, pour aider à l'ajustement des rigidités des prix et du marché du travail. Après la crise, cette école a commencé à envisager aussi l'utilisation exceptionnelle de la politique économique expansive dans un environnement de basse inflation et de taux d'intérêt déjà à zéro.

Dans l'analyse de la crise de l'Eurozone, il est important de souligner deux caractères centraux de ces théories à propos de la monnaie et de la finance. Le premier point est que la monnaie est vue essentiellement comme un « medium des échanges », enracinée dans la vison de la monnaie comme une *commodity*, une marchandise. Le second point est la vision de la finance comme la mise à disposition de fond prêtables préexistants, si bien que tout investissement doit dépendre d'une épargne préalable.

[162] Ibid., p. 6.
[163] Donner une information et donner la forme, la structure
[164] *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*, taux de chômage qui serait compatible avec un taux d'inflation stable, peu différent du taux de chômage naturel des monétaristes.

Dans cette optique le taux d'intérêt n'est que le résultat de l'offre et de la demande d'épargne[165]. Il s'agit d'une vision de la monnaie comme neutre au moins sur le long terme. A cette catégorie appartient le point de vie de H.W.Sinn, qui explique les flux de capitaux allemands vers les pays périphériques comme les investissements provenant d'une épargne préalable des Allemands. Ces capitaux auraient été mal utilisés par les pays périphériques en consommation ou dans l'immobilier, secteurs non productifs, mettant en danger la possibilité, pour les allemands, d'être remboursés.

Dans l'interprétation marxiste (MPE) la politique monétaire et fiscale est secondaire par rapport à l'analyse de facteurs structurels comme les rapports de force entre les facteurs de productions, c'est-à-dire la lutte des classe, l'exploitation et la plus-value. Les crises ont alors leur origine dans la production en excès ou dans la baisse des profits, autrement dit dans un excès d'investissement, et la demande et l'offre ont une importance secondaire. La finance est considérée comme un facteur d'amplification des crises, non pas comme son origine, et la monnaie est vue comme une relation privée, sans rôle actif de l'Etat dans sa formation. A cette interprétation manque une théorie propre de la monnaie et de la finance articulée et systématique : les marxistes et leurs épigones se refont aux néoclassiques ou aux post-keynesiens.

L'école post-keynésienne (PKE) se concentre sur la formation de la demande, aussi bien dans une économie tirée par les salaires que dans une économie tirée par les profits. La demande considérée est la demande effective, exprimée en termes monétaires. Le niveau de la demande agrégée détermine le niveau de l'emploi, et le marché de l'emploi est alors subordonné au marché des biens et des services.

La finance et le secteur bancaire sont au centre de leur analyse, car la monnaie est créée par les banques commerciales et le rôle de ces dernières est éminemment pro-cyclique. Un système financier libéralisé devient alors un facteur d'instabilité économique, et l'Union Monétaire est un système foncièrement instable pour cette raison : libéralisation et dérégulation de la finance. L'indépendance de la finance, et notamment de la banque centrale, du pouvoir étatique empêche le gouvernement d'utiliser la politique monétaire et fiscale pour combattre les crises que cette instabilité provoque régulièrement. Un autre point important pour les post-keynésiens est la

[165] cf. Sinn (2015a)

distribution des revenus entre travail et capital, qui influence le taux de consommation et d'investissement, ainsi que les importations et donc la balance des paiements.

Il s'agit donc de points de vue différents, qui ne s'excluent pas forcément, mais dont ont peut juger de la pertinence au cas par cas aussi bien quant à la recherche des causes d'une crise, qu'à celle des solutions envisageables. On peut analyser les différents points de vue sur la crise de la zone euro en examinant leur position par rapport aux différents problèmes et thématiques.

3.1. Typologie des approches interprétatifs

3.1.1. Les déséquilibres de la balance des paiements

Au moment de la formation de l'Union Economique et Monétaire, en 1999, les balances de paiement entre les Etats membres étaient plus ou moins à l'équilibre, mais cela changea rapidement dès les premiers années : certains pays commencèrent à enregistrer des surplus persistants, tandis que d'autres accumulaient des déficits tout aussi persistants. Juste avant la crise, par exemple, le surplus de l'Allemagne s'élevait à 5 % du PIB, alors que les déficits de pays comme l'Espagne, la Grèce et l'Italie se creusaient. Le rôle de la compétitivité, et particulièrement des coûts de production, a été particulièrement étudié et sujet à controverse, surtout à cause de la diverse interprétation de la signification des déséquilibres de balance des paiements pour les différentes écoles de pensée. Il est évident qu'aucune école de pensée n'est monolithique, et à l'intérieur de chacune il y a différentes visions et points de vue.

En gros, il se dessine un clivage clair entre les néo-classiques et les néo-keynésiens d'un côté, et les post-keynésiens de l'autre.

Aux premiers, appartient l'interprétation de la Commission Européenne en 2010[166], pour laquelle la principale raison des déséquilibres est un excès d'endettement, c'est à dire un excès de demande, et un manque de compétitivité, qui

[166] European Commission (2010),

demande alors des politiques d'austérité, baisses de salaires et une plus grande flexibilité du travail. Cette interprétation soutient que la croissance dans les pays périphériques a été essentiellement tirée par la dette, privée et publique, et que les déséquilibres proviennent essentiellement d'un manque de compétitivité dû aux coûts du travail dans les pays périphériques[167].

Cette interprétation a informé la politique de l'Union Européenne face à la crise souveraine, avec celle de Wyplosz[168], qui fait remonter les causes de la crise à l'indiscipline fiscale des Etats de la périphérie européenne, couplés aux divergences de compétitivité induites par les différentiels d'inflation. En conséquence, les déséquilibres nécessitent une baisse de la demande interne dans ces pays déficitaires.

Du point de vue de l'école post-keynésienne, s'il faut expliquer la crise de la zone euro par des déséquilibres produits par une demande agrégée trop basse dans certains pays, alors il faut analyser les salaires et la politique fiscale. Les économistes allemands[169] ont été parmi les premiers à faire remarquer la nécessité de la coordination européenne des politiques fiscales et salariales, et cela reste une position largement partagée. Les déséquilibres seraient dus aux divergences de coûts salariaux et d'inflation entre les Etats membres, qui ne peuvent plus être rééquilibrés par les ajustements du taux de change. Différents point de vue s'expriment sur les raisons de ces divergences de coûts : excès d'endettement privé à la périphérie, salaires trop bas au centre, financiarisation. Mais globalement les divergences viennent de différentiels de compétitivité et inflation. Cela dépend du fait que la zone euro n'est pas une zone monétaire optimale, elle n'est pas économiquement homogène, et sans une autorité politique centrale pour corriger les asymétries, il y a peu de chance qu'elle ne le devienne jamais.

Une partie des post-keynésiens[170] interprètent les déséquilibres de la balance courante comme l'écart croissant entre une politique économique allemande tirée par les exportations et la déflation salariales, donc une forme de mercantilisme, alors que

[167] Sinn H.W. (2013)
[168] Wyplosz C. (2013)
[169] par exemple Sinn ou De Grauwe.
[170] Cesaratto S. (2013b),

dans les pays périphériques la croissance serait tirée par la demande interne et l'endettement.

Pour les marxistes[171], les déséquilibres viennent aussi des différences des coûts salariaux, et les différences avec les post-keynesiens sont parfois difficiles à distinguer. Mais les marxistes penchent pour une vision d'une demande tirée par les profits, si bien que le mercantilisme de la politique allemande assume alors une position centrale. Dans cette interprétation aussi, la coordination des politiques salariales est indispensable car il est nécessaire que les salaires augmentent dans tous les pays de la zone conjointement avec le taux d'inflation commun. Cette interprétation aussi se focalise sur le mercantilisme allemand.

3.1.2. La politique fiscale et monétaire

Les néo-classiques et les néo-keynésien convergent aussi sur l'appréciation de la politique monétaire, qui leur semble capable de faire face à la situation par l'action d'une banque centrale indépendante agissant contre l'inflation. Pour les deux aussi la discipline fiscale, l'austérité, est nécessaire. Ils peuvent avoir des avis différents sur l'origine de la crise, mais pour les solutions, ils restent assez proches. Par exemple, Wiplosz attribue l'origine de la crise à la prodigalité des Etats périphériques, alors que pour Sinn les divergences sont dans l'économie réelle, la compétitivité et l'inflation. On peut ainsi parler de « *New consensus* » entre ces deux courants de pensée, sur la base du fait que la zone euro peut graduellement se transformer en une zone monétaire optimale en utilisant des politiques de consolidation fiscale couplées à l'action stabilisatrice de la banque centrale indépendante sur l'inflation.

Pour les marxistes, étant donné que la crise serait une crise de suraccumulation, générant des déséquilibres de balance des paiements, les politiques fiscales et monétaires ne peuvent résoudre des problèmes qui relèvent des rapport de force entre les économies du centre et de la périphérie européenne. La seule solution serait alors la

[171] Flassbeck and Lapavitsas (2013)

dissolution de la zone monétaire, comme l'expliquent par exemple, Flassbeck et Lapavitsas[172].

Les post-keynesiens aussi ne croient pas à l'efficacité de la politique monétaire contre les fluctuations économiques, ni aux ajustements automatiques de l'équilibre général. Ils voient plutôt la cause de la crise dans l'endettement privé et dans les inégalités croissantes. Ces facteurs sont à l'origine de la crise globale, mais dans l'Union Monétaire, ils sont aggravés par sa structure institutionnelle : une banque centrale qui, en principe, ne garantit pas la dette des Etats, les règles de Maastricht qui empêchent les politiques fiscales expansionnistes nécessaires. Par exemple Cesaratto explique que ces problèmes de la zone euro demanderaient la mise en place d'une véritable union politique :

> *« A more resolute role of the ECB as lender of last resort accompanied by fine-tuned expansionary fiscal policies can only be imagined in a different political and institutional framework, quite close to that of a political union »*[173]

Les post-keynésiens mettent l'accent sur le fait que les Etats de la zone euro s'endettent dans une monnaie qu'ils n'émettent pas et que la politique fiscale reste le seul stabilisateur possible. Ils restent aussi sceptiques sur le rôle du coût du travail, et leurs prescriptions incluent les politiques industrielles pour faire converger les structures productives, la régulation de la finance et la correction de la séparation entre la politique monétaire et fiscale. Ainsi, Stockhammer[174] explique que les politiques néolibérales ont empêché les Etats d'intervenir efficacement :

> *« The crisis is, in our view, ultimately due to the neoliberal economic policy regime that has forced countries in recession to impose austerity and has seriously damaged the ability of nation states to counter an economic crisis, by making central bank backing conditional on fiscal policy conditionality »*

A l'intérieur de l'interprétation des post-keynésiens, on peut encore distinguer deux courants majeurs, les chartalistes et ce qu'on pourrait appeler « l'Europe sociale », plus ou moins proche des marxistes. Ces derniers analysent la crise de la zone euro comme une assez classique crise de balance des paiements, provoquée par

[172] Flassbeck, H. and Lapavitsas, C. (2013b).
[173] Cesaratto, S. (2015b), p. 24.
[174] Stockhammer E., Constantine C., (2015),

les flux de capitaux déstabilisants[175], inévitables étant donnée la structure actuelle de la zone euro. Les chartalistes, ou néo-chartalistes[176], ont mis en relief dès le début de la zone euro les défauts d'une monnaie sans Etat, qui ne peut qu'augmenter l'instabilité financière, mais pensent que le système de paiement Target 2 aide à faire face à la crise[177].

Entre les néo-keynésiens et les post-keynésiens, la position de De Grauwe[178] met l'accent sur la nécessité pour la Banque Centrale Européenne d'assumer pleinement le rôle de prêteur de dernier ressort et qu'elle ait la faculté de monétiser la dette des Etats. Il considère aussi que les politiques d'austérité ont été inutiles, voire nocives, du moins sur le court terme.

3.1.3. La financiarisation

Les néo-classiques et les néo Keynésiens, avant la crise financière, s'intéressent très peu aux problèmes de stabilité financière : ils considèrent qu'une banque centrale indépendante peut stabiliser les marchés et que la politique monétaire est suffisante pour faire face aux cycles financiers. Même s'ils pouvaient discuter, voire adhérer, à la vision endogène de la monnaie, leurs analyses finissaient toujours pour présupposer une monnaie exogène. Par exemple, les politiques d'assouplissement quantitatif aux Etats Unis furent justifiées, au début, par la nécessité de soutenir la croissance par une plus grande liquidité[179]. Mais globalement leur appréciation de ce type de politiques est négative, car l'excès de monnaie provoque l'inflation. En Europe aussi, Sinn[180] considère que ce type de politique favorise le *moral hazard*, met en danger les reformes structurelles nécessaires, en plus de compromettre la stabilité des prix.

Pour les marxistes aussi, la stabilité financière n'est pas un sujet prééminent, mais pour des raisons différentes : ils se concentrent sur l'analyses des facteurs réels et des rapports sociaux. La financiarisation n'est analysée que dans le livre de Flassbeck

[175] Cesaratto, S. (2015a),
[176] soutiennent la Modern Monetary Theory (MMT) assez populaire dans les pays anglosaxons.
[177] Parguez 1999, Lavoie 2013
[178] De Grauwe, P. (2011), De Grauwe, P. (2015b), ,
[179] Bernanke, B. (2009),
[180] Sinn (2013)

et Lapavitas[181], où la crise de la dette est largement expliquée comme crise de la dette privée.

Les post-keynésiens, par contre, ont largement étudié les problèmes de stabilité financière, souvent en contraste avec l'analyse *maistream*. L'instabilité financière et les bulles de crédit sont à l'origine des crises financières, essentiellement créées dans le secteur privé, la politique monétaire ne peut stabiliser ces fluctuations. Selon leur interprétation, l'assouplissement quantitatif ne peut que faire baisser les taux d'intérêt et/ou la valeur de la devise, mais il n'a pas d'effets sur la croissance et l'emploi, si ce n'est qu'indirectement, au cas où les exportations seraient favorisées[182].

Les post-keynésiens doutent aussi que les mécanismes de transmission de la politique monétaire fonctionnent comme le prévoient les théories *mainstream* et que l'objectif unique de contrôle de l'inflation de la BCE soit suffisant pour faire face aux crises financières.

Les post-keynésiens ont aussi analysé les effets potentiels de l'intégration financière prévue par l'Union Européenne du Marché des Capitaux. Tandis que les institutions européennes voient cela comme une réforme conduisant à une plus forte croissance et à un moindre chômage, du point de vue des post-keynésiens, cela ne peut qu'augmenter l'instabilité financière et agir de manière pro-cyclique.

3.1.4. Stratégies de sortie de crise

Les stratégies de sortie de crise de la zone euro sont évidemment la conséquence directe de l'analyse précédente. Aussi, pour les néoclassiques, dont la Commission Européenne, la crise étant due à la mauvaise gestion publique de certains pays périphériques, la solution réside dans l'austérité et les reformes structurelles, notamment celle du marché du travail. La dévaluation interne est donc la voie principale de la sortie de crise.

[181] Flassbeck, Lapavitas (2015)
[182] Reissl, Severin, Stockhammer, Engelbert, (2016)

Les néokeynésiens reconnaissent la nécessité d'une reforme modérée du système : bien que les politiques d'austérité et les réformes structurelles soient nécessaires sur le long terme, il faut une politique fiscale expansionniste pour faire face à la crise et à ses effets sur la demande agrégée[183].

Les marxistes, notamment Flassbeck et Lapavitsas, plaident pour une sortie progressive de la zone euro, car elle n'est pas réformable : l'hégémonie de l'Allemagne est enracinée dans sa structure, les écarts de compétitivité sont trop importants et les poussées centrifuges, voire nationalistes, ne peuvent être évitées.

Pour les post-keynésiens, une reforme radicale est nécessaire pour permettre la survie de la zone : sans cela, la dissolution de la zone euro sera inévitable. L'Union Monétaire a besoin d'un prêteur de dernier ressort crédible, capable de garantir la dette et, le cas échéant, monétiser la dette publique. Le rôle de la BCE ne peut se limiter à assurer la stabilité des prix, elle doit aussi pouvoir prendre en compte la croissance et l'emploi, comme la Federal Reserve aux Etats Unis. Les critères de Maastricht aussi doivent être modifiés, pour permettre une politique fiscale plus réactive et efficace, par exemple, en excluant les dépenses d'investissement dans le calcul de la dette publique. D'autres changements institutionnels pourraient compléter l'Union Monétaire pour la rapprocher d'une véritable union fédérale : transfert budgétaires, Ministre de Finance Européen, Banque d'Investissement Européenne.

Le problème de ces dernières recommandations est qu'il n'y a pas de volonté politique pour les mettre en place, ainsi l'Union Monétaire survit péniblement entre les vœux pieux et les crises existentielles.

[183] Baldwin R., Giavazzi F., (dir.), (2015)

Tableau des différentes interprétations de la crise de la zone euro :

	Courant néo-classique (NCM)	Courant néo-keynésien (NKM)	Economie politique marxiste (MPE)	Courant post-keynésien (PKE)
Déséquilibres de la balance courante	Endettement excessif des pays du sud, déficits commerciaux	Les bulles financières ont provoqué la crise, l'UEM nécessite plus grande intégration De Grauwe(2015)	Divergence des coûts, Flassbeck, Lapavitsas, (2013), Mercantilisme allemand, manque de politique salariale commune, crise globale de suraccumulation, Bellofiore et al. (2015)	Manque des mécanismes d'ajustement par le taux de change, divergences entre les pays *core* et les pays périphériques Cesaratto (2015), Lavoie, 2013)
Politique fiscale	L'austérité réduit l'excès de demande et/ou la baisse de la compétitivité Wyplosz(2013)	Une plus grande discipline au niveau des Etats membres et quelques mesure de politique fiscale temporaire au niveau euroéen, Pisani-Ferry(2016)	L'austérité a aggravé la crise en UEM, Flassbeck, Lapavitsas, (2013).	Nécessité d'une réforme du régime fiscale de l'UEM pour permettre plus d'autonomie aux Etats, Stockhammer (2016), Bellofiore et al. (2015)
Bulle de crédit et politique monétaire	Les politiques expansives de la BCE produisent l'alea moral Sinn (2010).	Les bulle financières sont un problème majeur, l'action de la BCE est nécessaire sur le court terme, De Grauwe et Ji (2015), Giavazzi et Tabellini (2015)	La politique monétaire est inefficace, la crie dépend de facteurs réels, économiques, Flassbeck, Lapavitsas, (2013).	Les bulles financières sont un facteur majeur de la crise de l'eurozone, une réforme de la BCE est nécessaire pour soutenir les politiques fiscales, Lavoie (2015) Stockhammer (2016)

Tableau des stratégies de sortie de crise selon les différentes interprétations :

Courant néo-classique (NCM)	Courant néo-keynésien (NKM)	Economie politique marxiste (MPE)	Courant post-keynésien (PKE)
Orthodoxie européenne Austérité et réformes structurelles pour imposer une dévaluation interne dans les pays en déficit. Toute aide financière doit être soumise à une stricte conditionnalité	**Réforme modérée** Politique économique modérément expansive, par exemple à travers les Eurobonds. Les réformes structurelles doivent être accompagnées de politiques de soutien à la demande interne dans le court terme, Baldwin et Giavazzi (2015)	**Sortie progressive** Des réformes profondes de la zone euro ne sont pas possibles, à cause de sa structure néolibérale et de l'opposition de l'Allemagne. Il faut envisager une dissolution concertée. Flassbeck, Lapavitsas, (2013).	**New Deal keynésien/ Europe sociale** La BCE doit devenir prêteur de dernier ressort de l'eurozone, Lavoie (2015). Politiques fiscales orientées au plein emploi, régulation des marchés financiers. Résorber les divergences des structures productives par des politiques d'investissement public massives, croissance coordonnée des salaires, Cesaratto (2015)

3.2. Une interprétation post-keynésienne

Si l'on analyse la crise de l'Union Monétaire en partant des situations particulières de chaque pays périphérique, on peut y voir les conséquence d'un problème spécifique : la Grèce ferait face au problème de corruption et de système fiscal inadapté, l'Italie porterait le poids d'une dette publique trop importante, l'Espagne et l'Irlande souffriraient des bulles immobilières, et ainsi de suite. Mais ce qui est plus intéressant, c'est de chercher les points communs : comme le disent Reinhart et Rogoff, « *this time is different* » n'est probablement qu'une manière d'éviter de voir que les crises financières ont des points communs qui les rendent inévitables, même si les prévisions ne peuvent être qu'approximatives.

Comme Victor Constâncio, le vice-président de la BCE, déclare en 2013 dans un discours tenu à Athènes, la crise fut *« originated mostly from rising private sector*

expenditures, which were in turn financed by the banking sector and borrowing country »[184]. Cela indique clairement que l'origine de la crise est à chercher dans les déséquilibres extérieurs de la balance des paiements. Or, ce type de crise est généralement provoqué par un régime de changes fixes. Comme l'explique R. Mundell [185]:

> *« It is patently obvious that periodic balance-of-payments crises will remain an integral feature of the international economic system as long as fixed exchange rates and rigid wage and prices level prevent the terms of trade from fulfilling a natural role in the adjustment process. »*

Autrement dit, si le taux d'échange est fixe, et dans l'Union Monétaire il est particulièrement rigide, en cas de choc de commerce extérieur, les ajustements doivent nécessairement se faire par le niveau des salaires, pour éviter une crise de la balance des paiements. Le mécanisme d'ajustement est intrinsèquement asymétrique, car seulement le pays en déficit sera obligé d'ajuster les salaires. Il serait possible, en théorie, d'obtenir le même résultat par une augmentation des salaires dans les pays exportateurs, ce qui aurait pour effet de restaurer la compétitivité dans le pays en difficulté[186]. Mais les rapports de force entre pays créditeurs et pays débiteurs, un phénomène donc d'origine politique, fait que cette solution n'est jamais envisagée.

Ainsi, les déséquilibres extérieurs amènent des politiques d'austérité : les coupes claires dans les dépenses publiques et l'augmentation des impôts limitent le pouvoir d'achat des ménages, font baisser les importations, mais causent aussi le chômage, la baisse des salaires et des prix, et restaurent la compétitivité du pays. La flexibilité du travail a le même effet : il augmente le pouvoir des employeurs dans le rapport de force avec les salariés, ce qui produit chômage et baisse des salaires.

On peut opposer à cet argument que le régime de change fixe n'est pas forcément responsable des baisses de salaire parce que dans la période des accords de Bretton Woods, en régime de changes fixes, les salaires augmentaient régulièrement. Mais cela ne tient pas compte du fait que dans la période de Bretton Woods le mouvement des capitaux était règlementé. La répression financière était un facteur

[184] cité par Bagnai A., (2015) p.100
[185] cité par Bagnai, ibid..
[186] un mécanisme de rééquilibrage des balances des paiements fut proposé, mais par retenu, par Keynes à Bretton Woods.

important, qui désamorçait les attaques du capital financier envers le monde du travail. Les gouvernements régulaient le prix du crédit et n'étaient pas soumis au chantage à la délocalisation de la production ou du capital par les marchés financiers, ni à la prohibition de la monétisation du déficit. Cette règlementation permettait aussi d'éviter les excès de crédit, qui nourrissent les déséquilibres extérieurs.

L'intégration financière sans la régulation des marchés alimente le manque de discipline financière et enduit les déséquilibres. Les taux d'intérêt trop bas pour les pays périphériques ont facilité le crédit public et privé, et augmenté l'endettement. L'abolition du risque de change a produit la mauvaise allocation du capital ; les transferts de capitaux à l'intérieur de la zone ne sont pas limités, favorisant ainsi les fuite de capitaux et l'optimisation fiscale.

Or, les flux de capitaux se font toujours dans le même sens : des pays *core* aux pays périphériques, et cela n'est pas un facteur contingent qui pourrait s'inverser un jour ou l'autre. C'est la conséquence d'un ensemble complexe de différences *structurelles* dans les institutions, dans le capital humain et physique, dans les héritages culturels, dans les parcours historiques : la raison de la non homogénéité de la zone, et c'est aussi la raison pour laquelle toute politique fiscale de transfert ne peut être acceptée.

Alberto Bagnai, dans un article de 2013 analyse la crise de l'eurozone à partir de la théorie de Minsky (1982)[187] sur les cycles financiers et leurs liens avec les cycles économiques, notamment dans les pays émergents, selon l'interprétation de Frenkel et Rapetti (2009)[188], et le modèle de croissance cumulative de Verdoorn-Kaldor[189]. Il part du constat que l'histoire économique regorge de cas d'un pays ou de groupes de pays ayant vu leur économie détruite par une monnaie trop forte.

Au-delà des cas où le *gold standard* s'imposait globalement, les exemples plus récents concernent le Système Monétaire Européen, mais surtout les pays émergents. Ces politiques de soutien à une monnaie forte ont toujours dû être abandonnées. Bagnai reprend dans ses analyses l'idée que une monnaie trop forte pour les pays périphériques de la zone euro produit une crise de la balance des paiements, c'est à

[187] Minsky (1986/2008)
[188] Frenkel, R., Rapetti, M. (2009)
[189] Verdoorn, P.J. (1949), Kaldor, N. (1957)

dire une crise de la viabilité de la dette extérieure, à l'intérieur de la zone euro. Cette interprétation n'est pas nouvelle, plusieurs économistes, ont soutenu cette interprétation, mais chacun sur la base d'analyses différentes.

Par exemple, H.W.Sinn, comme nous l'avons vu dans le chapitre précédent, ou aussi Bordo et James, déjà cités[190], qui comparent cette crise à d'autres épisodes de crise d'un régime de changes fixes. Pourtant, comme dans la plupart des crises financières, les circonstances dans la crise de l'Union Monétaire font apparaître clairement les analogies : la libéralisation financière, le régime de changes fixes et les relations entre les pays *core* et les pays périphériques.

La différence principale entre l'interprétation *mainstream* et l'interprétation hétérodoxe de la crise de la zone euro comme crise de la balance des paiements concerne essentiellement la nature des flux internationaux de capitaux. Par exemple, pour Giavazzi et Baldwin[191], les flux de capitaux proviennent de l'épargne des pays *core* affluant vers les pays périphériques. Cela relèverait d'un phénomène de rééquilibre par l'investissement, favorisant le rattrapage des économies en retard.

Par contre, les interprétations hétérodoxes refusent cette vision, sur la base de l'endogénité de la monnaie et du crédit, vision qui conteste que les investissements soient liés à des fonds précédemment épargnés. La source des investissements est dans la création monétaire par les instituts de crédits. Dans l'interprétation de Bordo et James[192], partisan aussi de l'endogénité de la monnaie, les crises financières sont *toujours* des crise de la balance des paiements, provenant d'un excès de crédit, qui n'est pas forcément d'origine étrangère, mais plutôt provoqué par une excessive élasticité du crédit, provoquant des bulles destinées à éclater. Mais les déséquilibres de balance courante ont, en tout cas une grande importance :

> *« current account deficits may go hand in hand with elevated risks of sudden stops (…), … Specifically, .[they] may be an indication of the underlying build-up of financial risks and exposures, either domestically or abroad, which typically takes place in conjunction with macroeconomic outcomes that coincide with a current account deficit (e.g. credit-fuelled consumption booms). »*[193]

[190] Bordo, James (2015)
[191] Giavazzi, Baldwin (2015b)
[192] cf. infra I, 3.1.
[193] Bordo et James,(2015), p. 26.

Les déséquilibres des balances de paiements à l'intérieur de la zone, au début de la crise, sont d'origine *privée*, comme le reconnait aussi la BCE, ce qui rend pertinente l'analyse de Minsky. L'analyse des crises financières par Minsky a été souvent reprise pour expliquer la crise financière globale de 2007-2008 parce qu'elle met en relief la nature endogène de l'instabilité financière. Mais son analyse s'applique mal aux économies émergentes, les plus touchées par les problèmes de rigidité du change, car elle ne prend pas en compte les flux de capitaux étrangers qui ont, dans ces pays, un rôle très déstabilisant. Bagnai considère que la crise interne à la zone euro ressemble plutôt à celle subies par les pays émergents, et adapte les modèles.

Bagnai intègre alors ces analyses avec celle de Frenkel et Rapetti (2009)[194] de l'impact sur les pays émergents. Cette analyse est intégrée avec le modèle de Thirlwall[195], qui réinterprète le modèle Verdoorn-Kaldor[196] sur la croissance cumulative de ces divergences entre les pays *core* et les pays périphériques.

Frenkel et Rapetti considèrent que le déclencheur de la phase de *boom* peut ne pas être, comme le disait Minsky, un facteur endogène, mais un changement dans les politiques macroéconomiques d'origine exogène, comme un flux de capitaux étrangers.

Frenkel et Rapetti décrivent 7 phases d'une crise de pays périphérique :

1) Les agences multilatérales, comme le FMI, suggèrent un paquet de réformes structurelles qui incluent : libéralisation du marché des capitaux domestique, la libéralisation internationale des capitaux et l'adoption d'une monnaie stable, c'est-à-dire de changes fixes.
2) ces politiques réduisent le risque de change et font augmenter les taux d'intérêt, provoquant un afflux de capitaux étrangers.
3) la liquidité interne augmente déterminant une série de conséquences : les taux d'intérêt chutent, la croissance et l'emploi augmentent, ainsi que les prix
4) s'ensuit l'appréciation du taux d'échanges et un effet d'accumulation par deux modes : le financier, le flux de capitaux stimule l'attente de gains en capital sur

[194] Frenkel, R., Rapetti, M. (2009)
[195] Thirlwall A., (2002),
[196] Verdoorn, P.J. (1949)

les *domestic assets* ; et le réel, la balance commerciale et le compte courant entrent en déficit croissant.

5) le flux de capitaux s'arrête soudainement (*sudden stop*) quand les investisseurs réalisent que le taux de change fixe n'est plus crédible, pour éviter le risque de dévaluation ; ils commencent donc à vendre les titres publiques et privés.
6) la banque centrale relève ses taux pour défendre le taux de change et attirer des capitaux, mais cela dégrade les comptes publics ; le mauvais signal envoyé aux marchés fait encore augmenter les taux d'intérêt et le risque pays s'accroît.
7) il s'ensuit alors une course aux réserves de la banque centrale, ce qui pousse rapidement le pays hors de son taux fixe, qui n'est plus soutenable ; cela provoque une dévaluation nominale et une crise des déficits financier et de balance des paiements

Il faut remarquer que la crise financière selon cette séquence n'a pas son origine dans le secteur public, comme on l'a souvent soutenu au moment de la crise de la dette souveraine européenne, car les comptes publiques tendent à s'améliorer à cause de l'expansion de l'économie dans les premiers temps du cycle. On peut observer aussi que la crise est entretenue par des divergences nominales des taux d'intérêt et des taux d'inflation ensuite, qui nourrissent les flux de capitaux étrangers. L'analyse, ici, ne cherche pas à trouver le « *Minsky moment* », mais se concentre sur les divergences entre le centre et la périphérie.

Le modèle de Thirlwall reconnaît le rôle de la demande agrégée dans la détermination d'une augmentation auto-entretenue du taux de croissance. Il se base sur la loi de Verdoorn, connue aussi comme seconde lois de Kaldor, qui statue que le taux de croissance de la productivité dépend du taux de croissance de la production, et cela ouvre la possibilité d'un cercle vertueux de croissance portée par les exportations, celles-ci induisant une augmentation importante de la productivité du travail et une compétitivité croissante. Ce cycle met en place un cercle vertueux qui s'auto-entretient. Mais ce cycle peut aussi s'auto-entretenir en sens inverse : un choc exogène qui déprime le taux de croissance des exportations réelles amène la baisse du taux de croissance de la productivité moyenne du travail, enclenchant ainsi un cercle vicieux.

L'interaction entre le cycle de Minsky et le cycle de Kaldor interprété par Thirlwall est intéressante sur deux points : le premier est que la loi de Verdoorn implique que n'importe quel choc nominal qui déprime le taux de croissance des exportations peut avoir des effets durables sur la productivité : par exemple, une réévaluation nominale, ou l'adoption d'un taux de change plus rigide, peut exacerber les phases 3 et 4 du cycle Minsky revisité, c'est à dire la baisse des taux d'intérêt et la hausse des taux de change. Le second point est que selon Thirlwall[197] le taux de croissance financièrement soutenable du déficit de la balance des paiements ne doit pas excéder le taux de croissance du PIB, pour éviter que les déficits de la balance des paiements ne deviennent structurels. Avec l'adoption d'un change fixe se produit une appréciation de la monnaie, mais aussi une chute de la productivité du travail, si bien qu'un pays peut commercer à accumuler des déficits extérieurs simplement à cause du choc provoqué par l'adoption de ce régime de change, même si la croissance réelle n'est pas élevée.

Dans cette interprétation, on retient qu'une crise financière naît dans le secteur privé, dans un contexte de croissance réelle soutenue et est alimentée par les divergences nominales entre les taux d'intérêts et les taux d'inflation entre les pays du centre et de la périphérie de la zone euro. L'accent est donc mis sur les flux de capitaux dirigés vers les entreprises et les ménages des pays périphériques, encouragés à emprunter les capitaux provenant des pays *core*.

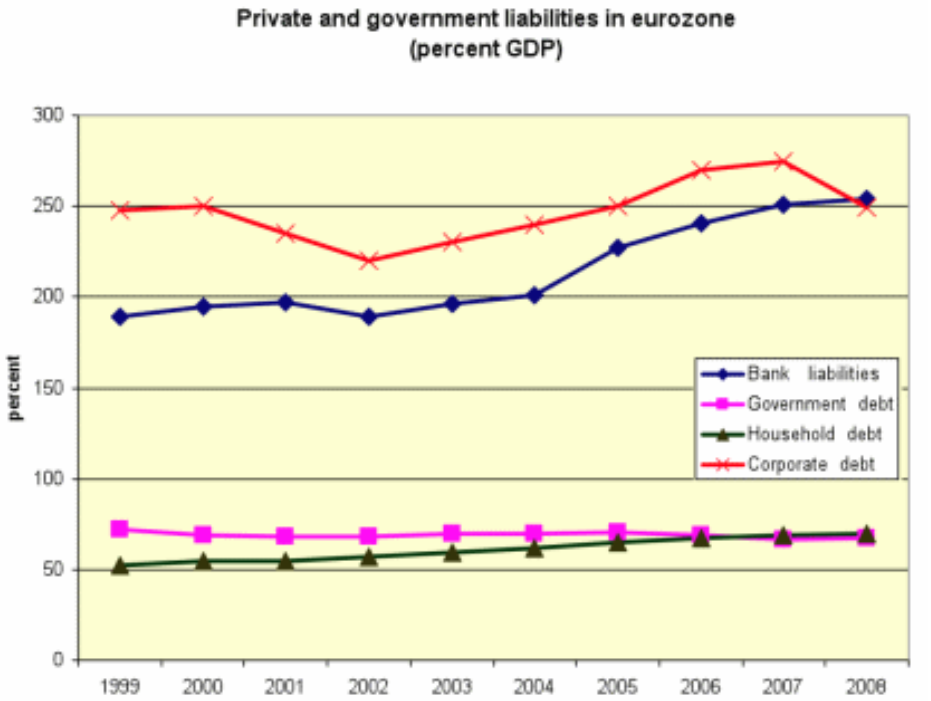
Bien que les taux d'intérêt et les taux d'inflation nominaux aient eu une tendance à converger avant la crise financière, il restait toujours des divergences suffisantes entre les pays *core* et les pays périphériques pour provoquer et entretenir des déséquilibres de balance des paiements et des flux de capitaux associés. La thèse, à l'origine dans la théorie de Minsky, que ces capitaux soient d'origine privée, et non associés à la dette publique, peut être démontrée par l'analyse des soldes par secteurs, en définissant si les passivités extérieures sont liées à un endettement du secteur public ou du secteur privé.

[197] Thirlwall, A.P. (2002)

A ce sujet un article de P. De Grauwe[198] en 2010 met en relief l'importance de la dette privée dans la période précédente la crise, par rapport au PIB :

> *« While the government debt ratio in the Eurozone declined from 72% in 1999 to 67% in 2007) the household debt increased from 52% to 70% of GDP during the same period. Financial institutions increased their debt from less than 200% of GDP to more than 250%. »*

Endettement (liabilities) privé et publique dans la zone euro (n pourcentage du PIB) :



sources :European Commission, AMECO, and CEPS

L'augmentation de la dette publique et la crise de la dette souveraine surviendront ensuite, alors que les Etats devront sauver le système bancaire. La dette privée était largement supérieure à la dette publique en moyenne dans la zone euro.

La distribution de la dette privée par Etats peut être visualisée dans ce tableau[199] :

[198] De Grauwe, P. (2010b),
[199] Bagnai (2013), p.42

Table1. Différence entre la dette extérieure, privée et publique, dans 10 pays de la zone euro entre 1999 et 2007(en pourcentage du PIB) :

	AU	BE	FR	GE	GR	IR	IT	NL	PT	ES
Crédit du secteur privé	16.1	10.04	23.9	-11.1	52.4	98.0	30.5	62.7	53.1	98.2
Dette publique brute	-6.6	-29.5	5.3	3.9	2.9	-23.2	-9.9	-15.8	18.8	-26.1
Position internationale nette	-2.1	-25.8	+2.4	24.8	-69.8	-68.4	-10.4	1.3	-66.9	-48.7

Source : Bagnai A., (2013)

Globalement, on peut observer que les Etats qui ont le plus souffert de la crise ont vu une augmentation importante du déficit du secteur privé, une baisse du déficit du secteur public et une dégradation des comptes courants. On peut remarquer la position extérieure nette de l'Espagne, qui perd bien 48 points de pourcentage sur le PIB, ou la Grèce, qui en perd 70. L'Allemagne, par contre, suit un autre schéma : une légère augmentation de la dette publique et une nette amélioration de la position extérieure nette. Il semble aussi y avoir une corrélation entre les changements de la dette privée, alors que la corrélation avec les changements de la dette publique semble faible ou nulle.

Cela montre qu'après l'adoption de l'euro, les pays périphériques de la zone ont commencé à accumuler des déficits de la balance des paiements tirés par le secteur privé, ce qui est en accord avec le modèle proposé par Bagnai, sur la base de l'interprétation de Minsky par Frenkel et Rapetti, dont nous avons décrit les sept phases précédemment. Il faut alors vérifier que le modèle proposé s'adapte bien à la crise de l'eurozone.

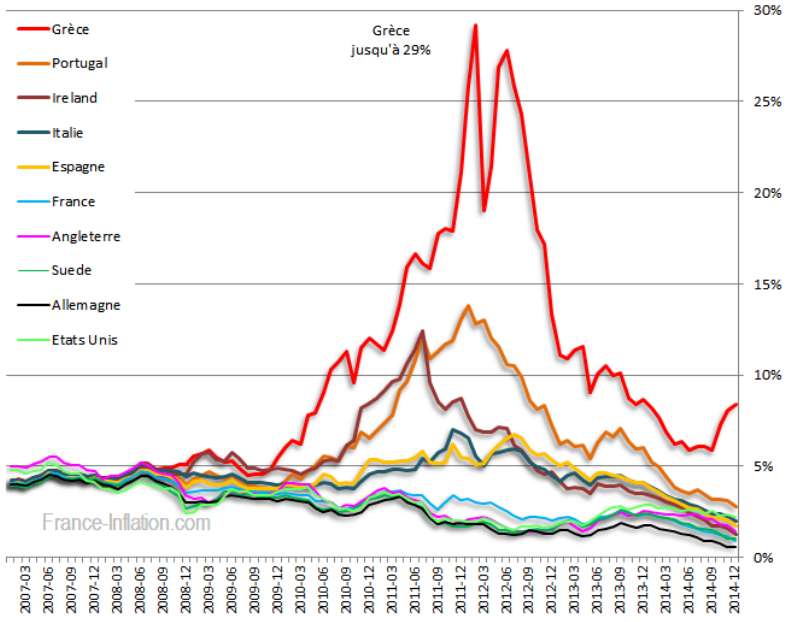
Dans ce modèle, le cycle est enclenché par un choc exogène, provenant de l'adoption de la libéralisation du marché des capitaux et d'un régime de change fixe. Il faut aussi remarquer que la libéralisation du marché des capitaux dans l'Union Européenne a commencé bien avant l'adoption de l'euro et a été mise en place

progressivement, si bien que l'on peut difficilement la considérer comme un choc. Par contre, l'adoption du change fixe, avant l'adoption de l'euro en 1996, a déterminé des effets différents, par exemple, l'Italie a subi une réévaluation nominale de 8%, alors que l'Espagne et le Portugal subissaient une légère dévaluation.

A la suite du changement de régime de change et donc de l'élimination du risque de change, les capitaux étrangers commencent à affluer vers les pays périphériques. Comme le modèle l'explique une augmentation de la liquidité provoque (en phase 3) la chute des taux d'intérêt, l'augmentation de la production et de l'inflation.

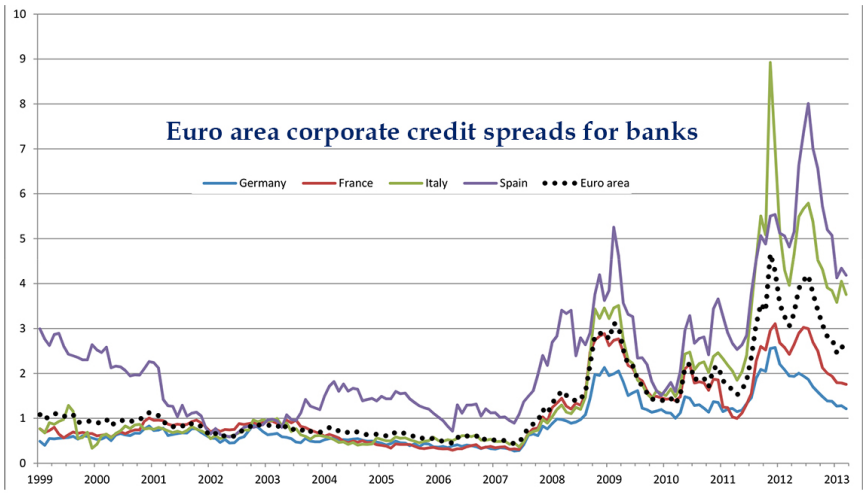
Les *spreads* sur les titres d'Etats à 10 ans atteignent un minimum en 2005 dans tous les pays périphériques par rapport au *Bund* allemand, et les taux sur les prêts aux entreprises suivent une courbe similaire. En même temps, les taux de croissance des pays périphériques sont plus élevés que dans les pays *core*, ce qui fait baisser la productivité du travail, comme le montre la table 2 à la page 320. On peut constater que les différentiels de productivité avec l'Allemagne suivent les prédictions du modèle de Frenkel et Rapetti décrits à page 314 : un choc exogène, comme la réévaluation du taux d'échange nominal, réduit la productivité par ses effets sur les exportations et la croissance.

Différentiels des taux d'intérets sur les titres d'Etat à 10 ans dans la zone euro (2007-2014) :



source :France Inflation.com

Taux d'intérêt sur le crédit aux banques (1999-2013) :



source : Banque de France

Table 2. Différentiel de la croissance de la productivité avec l'Allemagne des pays du sud, avant et après l'entre dans la zone euro[200]:

	Grèce	Italie	Portugal	Espagne
1993-1999	-0,3	-0,3	0,3	-0,4
2000-2007	1,5	-1,4	-0,3	-1,3
change	1,8	-1,1	-0,6	-0,9

Source : Bagnai (2013)

Dans les trois plus grands pays périphériques considérés (sauf la Grèce), la productivité a montré une baisse notable[201]. La Grèce par contre voit une hausse de la productivité dans la même période, qui a probablement des causes spécifiques. Ces

[200] Bagnai (2013), p. 47.
[201] Pour l'Italie la baisse serait plus importante si comparée avec 1995, avant la fixation du taux de change, qui fut précédé par une réévaluation de la lire de 8%.

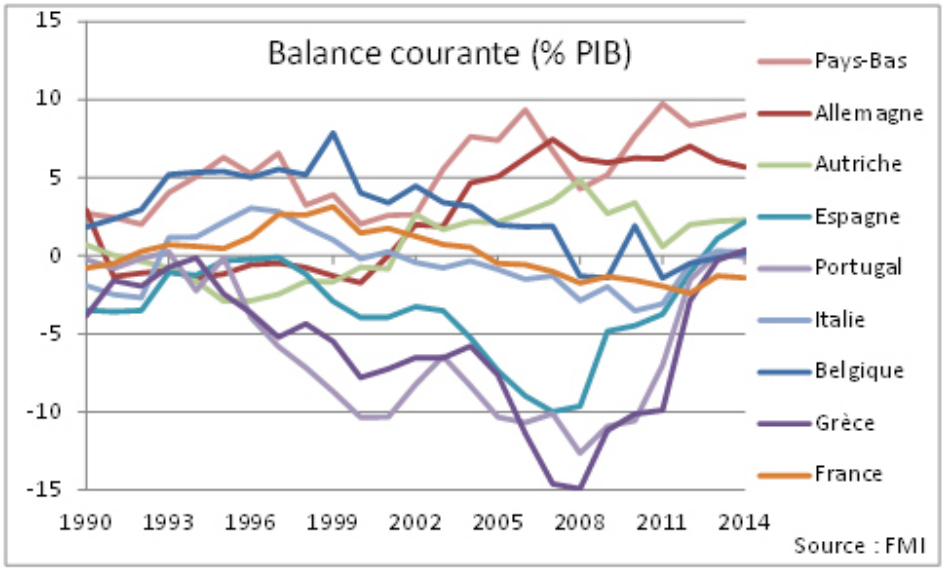
baisse de différentiels de productivité s'expliquent aussi par les politiques allemandes de déflation salariales introduites par les reformes Hartz en 2003. Comme l'explique l'Organisation Internationale du Travail, cet ensemble de réformes en Allemagne a provoqué une baisse de la compétitivité et une hausse du chômage dans les pays voisins :

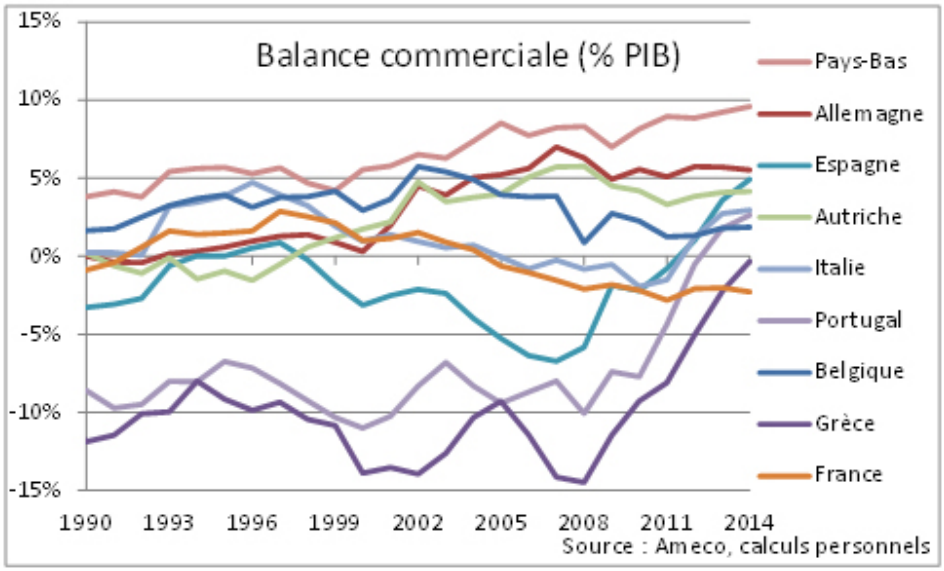
> *« has created conditions for a prolonged economic slump as other member countries increasingly see only even harsher wage deflation policies as a solution to their lack of competitiveness. This is all the more discomforting as it is unclear to what extent these wage deflation policies in Germany have contributed to higher employment levels, which in 2006 were barely higher than in 1991 »*[202]

Ces politiques mercantilistes du pays dominant dans la zone sont aussi un trait distinctif dans le cycle décrit dans le modèle, mais ce sont aussi des politiques peu compatibles avec l'idée d'une Union fédérale.

En tout cas, quelles que soient les raisons, l'appréciation des taux de croissance et des taux d'inflation nominaux produit un afflux de capitaux pour financer les déficits de balance commerciale qui commençaient à gonfler. Les déficits de balance commerciale pourtant ne se traduisent pas forcement en déficits des balances courantes ou inversement. Par exemple, dans la période 1999-2007, l'Italie a toujours eu une balance commerciale positive (sauf en 2006) alors que le solde courant était négatif depuis 2000. Le Portugal, par contre, a une balance commerciale très négative, qui atteint -13% en 2000, alors que son solde courant n'est que légèrement déficitaire sur la période jusqu'à la crise. L'Espagne présente des déficits dans les deux cas pour toute la période :

[202] ILO (2012), cité par Bagnai, (2013), p.20





source : Fondation R. Schuman (2013)

Dans la phase 5 du modèle, les flux de capitaux s'interrompent à cause de l'excès de dette qui inquiète les investisseurs, ainsi, les pays périphériques entrent en crise. Ici on trouve la différence fondamentale entre la zone euro et le modèle élaboré pour les pays émergents : dans les pays émergents périphériques, les titres sont vendus sur le marché des changes et les réserves de la banque centrale risquent d'être épuisées. C'est la crise de change proprement dite, qui pousse le pays à dévaluer et/ou à sortir du régime de changes fixes.

Dans la zone euro, la monnaie unique empêche la crise de change de se déployer de la même manière. Face à la vente généralisée des titres, publiques et

privés, à l'augmentation des *spreads* et aux troubles sur les marchés financiers, la seule réponse possible est la dévaluation interne, pour faire face aux paiements et rassurer les marchés sur la solvabilité du pays. Cette réponse est partagée par le secteur public et par le secteur privé. Alors que la crise naît d'un excès de dette privée, elle se répercute sur les banques et met en danger la solvabilité du système bancaire, l'Etat est donc obligé d'intervenir pour soutenir les banques. En même temps, le secteur privé, en difficulté, accélère fermetures, délocalisations et licenciements.

La stratégie proposée par l'Union Européennes et le FMI aux pays en difficulté est la réduction de la dette par des politiques d'austérité, mais ces politiques produisent des effets de contraction économique, réduisent le PIB, et réduisent donc la capacité à rembourser la dette, surtout quand elles sont pratiquées simultanément à l'intérieur de la même zone économique.

On peut raisonnablement supposer que ces politiques d'austérité répondent plutôt aux besoins des pays dominant la zone et leur politiques libérale, comme le fait Bagnai. Il voit, dans ces politiques, trois avantages pour le capitalisme financiarisé des pays *core* de la zone :1) sur le court terme, socialiser les pertes financières sur les contribuables et les banques des pays périphériques ; 2) sur le moyen terme, des opportunité d'investissement dans les activité des pays obligés de privatiser ; 3) sur le long terme, exclure toute participation de l'Etat à l'économie. Ainsi Bagnai explique :

> *« No matter how counterproductive they will be, austerity plans of this kind are now being proposed to all the crisis-hit countries, as they satisfy three needs of the core countries financial capitalism: in the short run, the need to socialize the losses by charging the taxpayers of the periphery with the burden of the peripheral banking systems external liabilities; in the medium run, the need to acquire real assets (in particular, public utilities and other strategic infrastructure) of the peripheral economies, which may constitute an interesting investment opportunity for the huge financial surpluses acquired by core countries in the first decade of the euro (this is what "privatization" is aimed at); in the long run, the need to repress the role of the government as a financial intermediary, in order to channel to the private financial market the flow of savings which are now being intermediated by the State, both through its public debt and through the welfare systems. »*[203]

On peut, enfin, en conclure que le modèle de Frenkel et Rapetti du cycle de

[203] Bagnai, (2013), p. 22.

Minsky adapté aux pays émergents, s'adapte tout aussi bien aux déclenchements de la crise européenne, même si elle se déploie d'une manière différente d'avec la monnaie unique. Cela confirme aussi la thèse de De Grauwe (2011)[204] que la monnaie unique a transformé les Etats membres en pays émergents d'un point de vue financier, parce qu'ils ont perdu le contrôle de leur monnaie. Les titres publics et privés dans la zone portent maintenant un risque de défaut et de fuite des capitaux bien supérieurs aux périodes précédentes. De Grauwe plaide pour un régime de change flexible en tant que mécanisme de stabilisation financière et économique.

Ce modèle démontre aussi que les flux de capitaux entrants ont un effet déstabilisateur, parce que ce qui attirait les capitaux dans les pays périphériques était une forme de bulle financière du même type que celle de la finance *Ponzi* chez Minsky.

Ce qui semble le plus pertinent pour prévoir, voire empêcher, une crise financière semble être le solde de la balance courante et la dette extérieure totale, privée et publique, par rapport au PIB, alors que les critères de Maastricht ne semblent pas du tout pertinents pour éviter le risque de default d'un Etat membre : la dette publique de l'Espagne et de l'Irlande était très basse, tandis que le déficit public était bas en Italie.

Cette analyse confirme aussi que la zone euro n'est pas une Zone Monétaire Optimale endogène, dans laquelle les changements institutionnels auraient pu induire les conditions de la convergences des économies. Ces changements sont en réalité déstabilisants, car ils provoquent des divergences croissantes.

3.3. Relancer le projet d'Union Européenne

Les différences structurelles des pays de la zone euro génèrent des déséquilibres de compétitivité, qui, à leur tour, produisent des déséquilibres extérieurs, ceux-ci ne peuvent pas être rééquilibrés par les marchés financiers privés, alors que les Etats en surplus se refusent à tout transfert automatique de ressources vers les pays en

[204] De Grauwe, P. (2011)

déficit. A l'heure actuelle, dans le contexte normatif existant, il ne reste que la réponse déflationniste, qui réduit, voire détruit, la demande interne et le marché intérieur.

Il s'ensuit que la seule manière de défendre le parcours d'intégration européenne est celui d'éviter l'accumulation des déséquilibres entre les pays de la zone euro. On peut imaginer un nouveau pacte européen fondé sur l'équilibre de long terme des la balance courante à l'intérieur de la zone.

L'idée que les échanges extérieurs doivent rester équilibrés sur le long terme et que les déséquilibres persistants sont insoutenables économiquement et politiquement, était déjà clairement exprimée dans les accords de Bretton Woods : ceux-ci prévoyaient un organisme pour le financement des déséquilibres temporaires, le Fonds Monétaire International, un mécanisme de correction par le réajustement de la parité avec le dollar, et un instrument de sanction envers les pays aux politiques mercantilistes, constamment en surplus, la clause de la monnaie rare. L'Union Européenne a perdu de vue cette nécessité d'équilibre des comptes extérieurs à cause de sa confiance dans le pouvoir du marché, censé se rééquilibrer par l'offre et la demande.

Cependant, il ne s'agit pas ici du système monétaire international, mais de l'équilibre entre des Etats indépendants à l'intérieur d'une zone monétaire intégrée, mais non optimale. Dans ce cas, il faut une intégration économique allant de pair avec l'intégration monétaire, qui implique la rigidité du change. C'est à dire qu'il faut une harmonisation du marché du travail, visant l'alignement des salaires sur la productivité dans chaque pays, et un appareil fiscal dédié à l'objectif de rééquilibrage des comptes extérieurs[205]. Un standard européen de salaire minimum garanti aiderait aussi à l'harmonisation du marché du travail. Ce salaire minimum serait différent pour chaque pays, mais calculé sur des règles communes, par rapport au pouvoir d'achat ou/et à la productivité, par exemple.

Or, l'harmonisation des salaires sur la compétitivité concerne avant tout l'Allemagne, pays en surplus persistant, qui a comprimé l'évolution des salaires. Il faudrait alors qu'elle assume le rôle de locomotive de l'Union, en soutenant son marché intérieur et ses importations, surtout à partir des autres pays de l'Union, et en

[205] Bagnai A. (2012), p. 395.

augmentant les dépenses pour les infrastructures.

La dépense publique aussi peut être un instrument important de la stabilisation de la zone à partir des politiques nationales. Il serait plus judicieux de mesurer le déficit d'un pays par rapport à ses échanges extérieurs, et non pas, comme le fait la Commission Européenne, sur le rapport dette/PIB, étant donné que c'est bien le déficit extérieur qui est le plus déstabilisant dans une zone monétaire, alors que la dette publique a un rôle de stabilisateur interne pendant les crises et de compensation des déséquilibres dans l'investissement privé : l'impôt peut réguler un excès dans l'investissement, la dépense publique peut remplacer un manque d'investissement privé[206].

Pour réduire les déséquilibres internes à la zone euro pourrait être utile une réforme du système Target2[207], dans le sens d'une obligation pour les pays créditeurs de dépenser leurs crédits et ainsi faciliter le remboursement des dettes des pays déficitaires. L'idée reprend les propositions de Keynes[208] en 1944 à Bretton Woods, pour une réforme du système monétaire international en établissant un principe d'ajustements symétriques. Keynes envisageait une gestion multilatérale des déséquilibres de balance des paiements par l'établissement d'une chambre de compensation internationale (*International Currency Union*) compétente pour les taux de change et pour le commerce international. Le partage des risques entre créditeurs et débiteurs serait la garantie de l'expansion équilibrée du commerce international.

L'application du projet de Keynes ne semble pas réaliste à l'heure actuelle, car elle impliquerait le contrôle des mouvements de capitaux, mais l'introduction de charges sur les surplus Target2 est réalisable. En fait, cela est déjà prévu dans les traités, même si les seuils sont asymétriques entre pays créditeurs et débiteurs, et que les charges sur les surplus n'ont jamais été appliquées.

Le système Target2[209], géré par la BCE, a joué un rôle crucial dans le financement de déséquilibres de balance des paiements internes à la zone euro depuis le début de la crise. Mais il a aussi été utilisé pour financer des fuites de capitaux, ce

[206] Ibid..
[207] Amato M., Fantacci L., Papadimitriou D.B., Zezza G. (2016).
[208] Proposal for an International Currency union
[209] cf. infra II, 2.4. p.288-289.

qui ne serait pas possible avec le mécanisme prévu par Keynes, étant donné que les surplus seraient sujets à sanctions. Les sommes prélevées par les charges sur les surplus pourraient ainsi être affectées aux investissements, par exemple à travers la Banque Européenne d'Investissement (BEI), sans enfreindre les règles européennes et sans transferts budgétaires[210].

Ce serait un premier pas, très important pour l'équilibre des balances des paiements à l'intérieur de la zone, bien plus efficace que la mobilité des facteurs, essentiellement des travailleurs, qui reste très limitée, ou que les transferts publics qui sont très mal vus.

Mais l'instrument le plus efficace pour combattre les déséquilibres de balance des paiements reste la flexibilité du change, surtout en absence de solidarité entre les pays. Si on veut préserver l'occupation et le pouvoir d'achat (en évitant les politiques déflationnistes), si on veut préserver l'intégration commerciale (éviter le protectionnisme), si on ne peut pas convaincre l'Allemagne et les autres pays du centre de la zone à appliquer des politiques d'expansion budgétaire, il ne reste que la flexibilité du change pour le réajustement.

Meade, dans son article de 1957, arrivait déjà à la même conclusion, même s'il parlait plutôt de zones de libre échange, mais le problème des divergences économiques est encore plus sensible dans une union monétaire : *« a greater use of the weapon of exchange rate variations will have to be made »*[211], au moins jusqu'à l'obtention d'un marché du travail intégré. La flexibilité du change permet de rééquilibrer les échanges : les pays en surplus verront leur monnaie s'apprécier et les pays en déficit verront leur monnaie se déprécier. Comme l'explique Meade[212], les réalignements des taux d'échange sont nécessaires dans les stades initiaux de la construction d'une zone de libre échange. Il faut de toute façon éviter les dévaluations compétitives et les risques de spéculation sur la monnaie. A cette fin, il faut que les pays participants de la zone s'engagent à mettre en place des politiques de stabilisation macroéconomique interne, pour éviter la déflation dans les pays en surplus ou l'inflation dans les pays en déficit.

[210] Amato M. et al. (2016), p. 17-18.
[211] Meade (1957), p. 392
[212] ibid..

Il faudrait aussi une institution capable de fournir des réserves d'échange aux pays engagés dans le processus de réajustement[213], une sorte de Fonds monétaire européen. Coopération et stabilisation monétaire sont des éléments nécessaires à la constitution d'une zone économique et monétaire, chaque membre doit alors reconnaître la nécessité d'un contrôle efficace et surtout *symétrique* des politiques macroéconomiques de chaque membre à l'intérieur de la zone, alors que l'Union Monétaire fait peser les ajustements sur les Etats en déficit en aggravant leurs difficultés :

> *« Each member of the free-trade area should formally recognise that his partners had a legitimate interest in the successful stabilisation of its own domestic income, prices and costs, and, in particular, in the avoidance of deflations by surplus members and of inflation by deficit members »*[214]

La flexibilité du change va de pair avec les politiques de stabilisation macroéconomique, et cela aurait dû être fait *avant* l'union monétaire, pour éviter cette crise si prévisible. Or, pour rétablir quelques formes de flexibilité du change, on peut envisager de transformer l'euro en « monnaie commune ».

Cette possibilité a été étudiée par Frédéric Lordon[215], qui analyse la possibilité d'une monnaie commune fonctionnant différemment de la monnaie unique et du système monétaire européen (SME). Cette monnaie commune pourrait restaurer la possibilité des ajustements de change entre les pays européens, tout en gardant une stabilité intérieure et surtout extérieure à la zone qui l'adopterait. Lordon propose un système fondamentalement différent du système monétaire européen (1979-1993) en ce qu'il éliminerait le marché des changes interne à la zone, et donc les possibilités de spéculation contre une monnaie qui avaient fait échouer le système monétaire européen.

Sa proposition reprend beaucoup des idées de Keynes sur la *International Clearing Union*, en l'adaptant au contexte européen.

Lordon envisage un système de monnaies nationales exprimées chacune avec une parité fixe mais ajustable à l'euro en tant que monnaie commune. L'euro lui-même

[213] ibid.. p. 394.
[214] Ibid.., p. 395.
[215] Lordon F. (2014), p. 185-226.

serait convertible sur les marchés contre toutes les devises externes et il servirait donc d'intermédiaire entre les dénominations nationales et les marchés extérieurs.

Ce type de monnaie ne peut alors fonctionner que dans une architecture bien définie :

- les monnaies nationales ne seraient convertibles entre elles qu'à travers un guichet de la BCE, ce qui rend impossible la convertibilité directe entre les agents économiques privés, et fait donc disparaître le marché de change interne à la zone monétaire commune ;

- les parités fixes entre les monnaies peuvent être ajustées par rapport à l'euro selon des procédures et des décisions politiques, délivrées des influences déstabilisantes du marché spéculatif sur les changes.

Ce système donc donnerait à nouveau la possibilité aux Etats de dévaluer ou de réévaluer leur monnaie, sans qu'ils soient obligés à des ajustements structurels, qui passent actuellement nécessairement par la dévaluation interne et son cortège de poussées déflationnistes et récessives :

> *« La monnaie commune n'a alors pas seulement la vertu de restaurer cette indispensable possibilité [d'ajuster le change], mais surtout de la restaurer dans d'excellente conditions de stabilité. Car la suppression des marchés des changes intra-zone restitue le processus d'ajustement à la délibération politique européenne. De même que les parités de départ entre les dénominations nationales sont fixées au terme d'un accord politique (à la manière dont l'avaient été les parités d'entrée dans l'euro) de même sont-elles révisées par des mécanismes politiques »*[216]

D'autre part, d'un point de vue politique, la monnaie commune permet la restauration d'un véritable pouvoir d'action dans la politique économique et monétaire de chaque pays et de la zone dans son ensemble, car les décisions de parité de change sont négociées politiquement, révisées politiquement, soumises donc à contrôle démocratique.

Contrairement au Système Monétaire Européen, la monnaie commune garantirait une stabilité des changes sans être soumise aux attaques spéculatives, et en même temps permettrait aux pays d'éviter la camisole des critères de convergence.

[216] Lordon F. (2014), p. 193.

Ce type d'architecture implique aussi un changement radical du rôle et des compétences de la BCE, qui assumerait alors la fonction de banque centrale, assurant la liquidité au système et la compensation bancaire, mais aussi la fonction de bureau de change, avec toute la capacité d'appréciation nécessaire pour valider les demandes de convertibilité provenant des agents économiques.

En cas d'une anticipation de la dévaluation d'une monnaie par les agents économiques, ceux-ci seraient tentés de fuir cette monnaie, comme cela fut le cas dans le Système Monétaire Européen, mais dans le système de monnaie commune, les agents devraient se tourner vers la BCE, en tant que guichet unique, et cette dernière utiliserait le change fixe en vigueur, bloquant la spéculation sur la monnaie affaiblie[217].

Le rôle de la BCE serait donc largement plus important que maintenant, mais elle ne serait plus indépendante politiquement, car elle agirait comme une quelconque banque centrale de concert avec les institutions de politique monétaire et économique.

Il reste encore le problème des taux d'intérêt. En fait, dans le cas de l'anticipation d'une dévaluation, le taux d'intérêt des titres obligataires va tendre à la hausse, en élargissant donc les *spreads* internes, et mettant en danger la dette publique concernée. F. Lordon propose de mitiger cet effet sur les taux par l'action d'une agence publique dédiée. En supposant, une hausse des taux dans un pays P_1, on pourrait faire intervenir :

> *« …une agence publique dédiée, qui aurait la capacité de s'endetter directement auprès de la banque centrale BC_1, donc au taux r_1, pour acheter l'actif obligataire T_1 et contribuer ainsi à modifier la hausse du taux r_1. Cette opération est gagnante à coup sûr : d'une part, pendant la durée de détention, l'agence publique fait un gain sur la différence positive r_1-r_1 ; d'autre part, lorsque le moment de* 'crise' *de la dévaluation est passé et que les conditions de marché redeviennent normales, le taux obligataire r_1* 'relaxe'*, l'agence vend ses titres, donc avec plus-value, et rembourse à BC_1 ses crédits en annulant la création monétaire qui leur avait donné naissance »*[218]

Il s'agit donc de découpler la politique monétaire d'avec les marchés obligataires, ce qui constitue la plus importante différence avec le Système Monétaire Européen. Celui-ci en tant que système de changes fixes autour d'un cours pivot

[217] Ibid., p. 193-194.
[218] Lordon F. (2014), p. 224.

obligeait les banques centrales à défendre la parité, et mettait sous pression la politique monétaire. Selon Lordon :

> *« C'est ce problème que la convertibilité de 'guichet' de la monnaie commune résout radicalement : les taux de change intra-zone étant soustraits à l'empire des marchés et fixés dans la règle de convertibilité 'administrative', la politique monétaire peut s'en désintéresser et l'instrument du taux d'intérêt est rendu à d'autres taches plus urgentes, comme le pilotage de la conjoncture d'ensemble en vue de maximiser l'emploi »*[219].

Pour compléter l'architecture de cette proposition de monnaie commune, Lordon indique la nécessité de la « *réintermédiation bancaire* »[220], c'est à dire la diminution du financement de l'économie par les marchés et l'augmentation du financement bancaire. Cela permet de limiter la volatilité du marché des capitaux, à la condition que le système bancaire soit régulé et reporté vers sa mission de financement de l'économie. Il faudrait réduire la dépendance du système bancaire au marché des capitaux, et que son refinancement soit pris en charge essentiellement par le marché interbancaire et par la banque centrale :

> *« Il s'agirait donc de reconstituer une* sphère du crédit bancaire *aussi autonome que possible, hiérarchisée comme il se doit, en incitant aussi bien les agents de l'économie réelle que les banques elles-mêmes à pourvoir à leurs besoins de financement (et de refinancement) variés* par les voies du crédit *– bancaire, interbancaire, auprès de la banque centrale – et non par celle du marché des titres. Car c'est l'interconnexion du crédit et des marchés obligataires qui rends les taux du premier dépendants des fluctuations des seconds, mouvement qui a été l'expression de l'implication croissante des banques dans le marché des capitaux, où elles ont trouvé aussi bien de nouvelles opportunités spéculatives que de nouvelles sources de financement. »*[221]

On passerait alors d'une politique de convergence par la politique monétaire et le contrôle budgétaire à une politique active de contrôle des balances des paiements, en combinant des éléments de politique budgétaires interne et de correction automatique des déséquilibres intra-zone. La possibilité d'ajustement des changes restitue un certain degré de liberté aux Etats, tout en évitant la formation de déséquilibres des soldes intra-zone durables et structurels.s

[219] Ibid.. p. 196.
[220] Lordon F. (2014), p. 196.
[221] Ibid., p. 197.

Il y a dans cette proposition plusieurs tabous qui sont brisé : l'indépendance de la banque centrale, la libéralisation des marché des capitaux, les régulation du système bancaire, elle ne peut donc que trouver des âpres oppositions, mais continuer sur le chemin actuel des divergences croissantes mènera à la dissolution de l'Union Monétaire et, plus grave encore, à celle de l'Union Européenne.

CONCLUSION

L'analyse de la libéralisation financière qui vient d'être effectuée permet de dégager quelques constatations.

En suivant l'évolution historique à partir de la Seconde Guerre Mondiale, on peut globalement constater trois grandes périodes. La première, allant de la fin de la guerre aux années 1970, se caractérise par un système financier international règlementé par les accords de Bretton Woods (1944) où les mouvements de capitaux sont limités. La seconde, qui s'étend jusqu'à la crise financière globale de 2007-2008, se distingue par une progressive libéralisation des mouvements de capitaux, alors que depuis cette crise et jusqu'aujourd'hui, on assiste à une troisième phase, dans laquelle les échanges internationaux stagnent, voire se réduisent. L'augmentation des flux des exportations mondiales est aujourd'hui inférieure à la croissance du PIB mondial, ce qui indique que la mondialisation commerciale est en train de régresser dans les dernières années. Et cela concerne aussi bien les échanges de biens et services que les marchés financiers. Il pourrait s'agir d'une réponse conjoncturelle aux difficultés provenant de la crise, ou bien d'une tendance de fond, annonçant une évolution du système économique et financier mondial. Il est surement trop tôt pour en tirer des conclusions.

Ce qui est en question n'est pas le retour à un monde protectionniste constitué de pays en autarcie, mais la nécessité de contrôler les flux de marchandises, de services, de personnes et de capitaux, ce qui revient à affirmer la nécessité d'un contrôle *politique* de l'économie nationale et globale. L'affranchissement du capital des règles étatiques a produit une réaction *populiste* parmi les peuples qui perdaient le contrôle démocratique de la gestion de l'économie, si bien que la question économique se transforme en problème politique.

Toutefois, on doit remarquer que les critiques de la mondialisation financière, de ses excès, des problèmes qu'elle implique, du coût pour les économies développées ou émergentes, se multiplient, venant des analyses théoriques, aussi bien que des acteurs mêmes des marchés financiers. Le spectre d'un effondrement global est souvent évoqué dans les médias spécialisés, à tort ou à raison, probablement engendré

par la perception des énormes quantités d'argent, de titres, de produits financiers, qui parcourent sans cesse la planète, littéralement à la vitesse de la lumière.

Après la chute du régime soviétique, après les années de la « *mondialisation heureuse* »[222], quand il semblait qu'il ne pouvait y avoir d'autre choix que de s'engager dans un capitalisme de plus en plus financiarisé, les voix qui s'étaient élevées contre cette évolution dès son début, ont été de plus en plus écoutées. Aujourd'hui la grande question qui se pose, aux économistes aussi bien qu'aux acteurs de marché, c'est de comprendre si des réformes ponctuelles du système financier international peuvent suffire à relancer l'économie et la croissance, ou bien s'il faut une révolution profonde des pratiques et des mentalités.

La région la plus touchée par ce débat est l'Union Economique et Monétaire. Elle est actuellement le fer de lance de la libéralisation financière, et elle porte encore le projet d'un ultérieur approfondissement de son intégration par une libéralisation plus poussée des marchés des capitaux finalement débarrassés de tout limite provenant de l'Etat.

Depuis la crise financière globale des années 2008-2009, l'Union Monétaire reste la région la plus touchée, celle où la croissance stagne et les crises politiques se succèdent. Libéralisation et crise semblent aller de pair dans l'évolution de la zone euro, et il y a lieu de penser que les deux choses sont liées : la libéralisation financière produit l'instabilité financière et économique. Cette thèse a été largement soutenue par nombre d'analyses théoriques, et la zone euro semble en apporter une preuve ultérieure. La construction de l'Union Européenne, à partir des quatre libertés garanties par le Traité de Maastricht, la libre circulation de biens, des services, des personnes et des capitaux, est un exemple unique dans l'histoire. Jamais une union douanière ou monétaire n'avait eu l'ambition de se transformer en structure supranationale, sans posséder de structure étatique. L'Union Economique Européenne n'est pas un Etat, n'est pas une fédération, elle est plus qu'une union monétaire, c'est une expérimentation de plus en plus contestée, économiquement et politiquement. En fait, c'est une structure hybride construite autour d'une monnaie sans Etat, gérée par une

[222] Cf. Minc A. (1997)

banque centrale plus indépendante du pouvoir politique que n'importe quelle autre banque centrale.

D'un point de vue économique, l'Union Monétaire n'est pas une Zone Monétaire Optimale, les pays participants n'ayant pas des économies structurellement semblables. On a voulu supposer que la monnaie commune et des règles communes allaient produire la convergence de économies de manière *endogène*, mais cela ne s'est pas produit : les divergences structurelles n'ont fait que s'accentuer, dès le début de l'histoire de la zone euro, même si ce n'est qu'avec la crise financière globale que le problème s'est manifesté. C'est pourquoi la théorie de R. Mundell[223] sur les Zones Monétaires Optimales nous a semblé pertinente pour l'analyse des défauts de la zone euro, dans le chapitre 2.2. de la deuxième partie. Le taux d'inflation, la productivité, les politiques fiscales et salariales des Etats membres ne sont pas homogènes, donc une monnaie unique ne peut répondre aux nécessités économiques de chaque pays. Au contraire, la monnaie unique amplifie les probabilités et l'importance des chocs hétérogènes : les divergences structurelles s'amplifient alors que les instruments pour les combattre font défaut, et la perennité de la monnaie unique est incertaine.

Les seuls exemples historiques d'union monétaire qui ont réussi à pérenniser une structure unitaire, ce sont ceux qui se sont transformés en véritables Etats à partir d'unités plus petites. On pourrait en citer plusieurs, les Etats-Unis, la Suisse, par exemple, mais nous avons choisi d'étudier deux cas récents de pays européens : l'Unification de l'Italie en 1860 et la réunification de l'Allemagne de l'Est et de l'Ouest en 1991. Dans ces deux cas, l'union monétaire est actée en même temps que l'union politique, en soudant des entités préexistantes très différentes du point de vue social, politique et économique. Mais, dans les deux cas, il existait une culture commune, une langue et une histoire, un sentiment d'appartenance à la même communauté, les italiens et les allemands, permettant des formes de solidarité. Ainsi, quand la communauté a dû prendre en charge les régions moins développées, les transferts budgétaires des régions plus développées ont été acceptés plus facilement.

En fait, 150 ans après l'unification de l'Italie, et presque trente ans après la réunification de l'Allemagne, les asymétries régionales persistent dans le temps. Cela

[223] (1961)

permet de mesurer la difficulté de produire une convergence entre des zones économiques très différentes, surtout entre des pays de culture différente, qui face à une crise, sont peu disposés à se montrer solidaires, comme dans le cas de l'Union Européenne.

La crise financière a révélé au grand jour les défauts structurels de l'Union Monétaire, ces défauts que la croissance mondiale pendant les premières années de ce siècle avait caché : des divergences économiques croissantes et accentuées par la monnaie unique, le manque d'institutions de gestion des crises bancaires, financières et économiques, le manque d'une culture unificatrice. Ces divergences ont été analysées au chapitre 2 de la 1ère partie de notre travail, et on a pu constater qu'elles se creusaient bien avant la crise financière, à cause de défauts structurels qui avaient été étudiés et dénoncés bien avant la naissance de la monnaie unique. Dans le chapitre 2 de la 2ème partie, nous reprenons ces critiques, pour établir ensuite leur pertinence à la lumière des évènements récents, comme analysé dans le chapitre 2 de la 3ème partie. Cette analyse ne se veut pas qu'un *quod erat demonstrandum*, mais elle veut aussi de faire ressortir la question sans réponse que les peuples, la politique et l'économie se posent : peut-on reformer cette Union pour la rendre viable, ou est-elle condamnée à la dissolution à plus ou moins brève échéance ?

La crise de la zone euro présente des similarités frappantes avec les traditionnelles crises financières des économies émergentes dans un régime de change fixe. La politique monétaire de la BCE a sans doute été trop tardive et trop faible, mais n'est pas la cause, ni le facteur aggravant de la crise, qui semble avoir ses racines dans les déséquilibres *causés* par la monnaie unique. Déjà avant la crise de 2008 les pays périphériques souffraient d'une croissance faible et de déficits de balance des paiements, alors que les pays *core*, et notamment l'Allemagne, accumulaient déjà les surplus. Les mécanismes prévus par les traités pour lisser ces déséquilibres n'ont jamais été actés, et les pays déficitaires ont dû assumer seuls le poids des ajustements.

Le système de paiement Target 2[224] et la politique de refinancement de la BCE ont empêché que la zone euro ne se désagrège jusqu'à l'heure actuelle, mais les causes de la crise n'ont pas été traitées. Bien au contraire, les politiques d'austérité ont

[224] cf. infra III, 2.4., p.282-284

produit des stratégies de déflation compétitive des salaires et une méfiance généralisée envers l'Union Européenne qui creusent le lit des mouvements anti-européens, voire des poussées nationalistes.

Que peut-on donc faire pour redresser les difficultés de l'Union Monétaire ? Il semble y avoir un problème dans la structure institutionnelle, dû au fait que la monnaie unique, comme tout régime de change fixe, met en place la domination du pays, en tant que garant de la monnaie et pourvoyeur de capitaux. Cette structure institutionnelle manque de la garantie de sa monnaie par une banque centrale, cette monnaie sera alors livrée aux aléas du marché, ce qui relève d'une question politique, comme d'ailleurs le déficit de démocratie.

Mais, derrière tout cela, le problème majeur est le rôle central des politiques macroéconomiques libérales qui envahissent l'espace européen et tout projet envisagé. Les capitaux circulant librement, la séparation entre l'espace monétaire et l'espace fiscal, l'impossibilité de transferts budgétaires ou de la mutualisation de la dette, l'interdiction du financement monétaire, tout cela empêche la coordination des cycles économiques et financiers, et laisse planer le doute sur la possibilité de survie de la zone.

L'Union Monétaire semble avoir pris la route écrite par Hayek dans son article de 1939 : cella d'une union interétatique destinée essentiellement à limiter les pouvoir de l'Etat national et assurer la paix et l'ordre. L'Etat perd tout pouvoir de reglementer l'économie ou d'agir en tant que médiateur des conflits internes : il subit la néutralisation économique des institutions démocratiques pour devenir le garant d'une liberté individuelle purement formelle. Le pouvoir supranational doit empêcher l'Etat d'intervenir dans l'économie, car celui-ci est surce de distorsions du marché.

Comme l'avait prévu Hayek pour toute fédération d'Etats, l'Union monétaire se construit sur le projet de limiter l'action de la politique sur l'économie, en garantissant le libre fonctionnement du marché et de la concurrence. La monnaie unique est fondée sur le présupposé de l'indépendance de la banque centrale du pouvoir politique et sur la limitation de la politique fiscale. La politique monétaire étant la prérogative de la Banque Centrale Européenne, la politique fiscale bridée par les critères de Maastricht, l'Etat national voit son pouvoir érodé par la structure supranationale, mais celle-ci n'hérite pourtant pas du pouvoir politique de représenter

une communauté historique de valeurs partagées. La description de l'Etat supranational de Hayek semble correspondre donc, dans ses critères de base, à la réalisation effective de l'Union Monétaire, même si la législation européenne, surabondante et tatillonne, n'aurait certainement pas été approuvée par Hayek. Pourtant, cette législation pléthorique répond à l'exigence de brider l'action des Etats membres dans un *ordre*, une structure, libérale.

En cherchant un modèle pour expliquer la crise de la zone euro et les difficultés pour en sortir, le modèle qui nous a semblé le plus pertinent est celui des crises de la balance des paiements, comme en ont connu souvent les pays émergents dont la monnaie était ancrée à une monnaie étrangère trop forte pour l'économie nationale. C'est l'expression évidente du problème fondamental de la zone : elle est composée de pays *partiellement* souverains, tiraillés entre les exigences nationales et les règles communautaires. Comme l'avait déjà vu en 1939 F.A. Hayek, cette structure supranationale ne peut fonctionner que par le retrait de l'Etat et de la souveraineté nationale, par le renoncement de l'Etat libéral à toute velléité de règlementation et toute volonté de législation économique : la politique ne peut que céder le pas à l'économie, et s'y soumettre.

Pourtant, la politique ne semble pas prête à renoncer à ses droits : les peuple européens sont éduqués, habitués à la démocratie, à l'Etat de droit, au *welfare*, et les élections qui se succèdent, dans tout les pays de l'Union, indiquent le mécontentement et la sanction politique.

Finalement, les exigences de la politique réclament le contrôle de l'économie, la prise en main des facteurs qui déterminent le présent et le futur des populations, alors que la mondialisation réduit le domaine du public aux marchés et aux forces de l'offre et de la demande. Et, dans ce domaine, la force du capital transnational, laissé libre de ses mouvements, étouffe toute possibilité pour un peuple de maîtriser son destin.

BIBLIOGRAPHIE

Adda J. (2017), « La mondialisation est-elle finie ? », *Alternatives Économiques*, 16 novembre. Consulté sur : https://www.alternatives-economiques.fr/mondialisation-finie/00081531

Aglietta M. (1992), « Genèse des banques centrales et légitimité de la monnaie », Dans *Annales. Économies, Sociétés, Civilisations.* 47e année, N. 3, 1992. p. 675-698.

Aglietta M. (1997), *Régulation et crise du capitalisme*, Paris, Odile Jacob.

Aglietta M. (1999), « La globalisation financière », dans CEPII, *L'économie mondiale 2000*, Editions La Découverte, Paris.

Aglietta M. (2000), « Shareholder value and corporate governance: some tricky questions », *Economy and Society,* Taylor &Francis Online, p. 146-159.

Aglietta M. (2002), « Money: a matter of credit and trust », *Les journées Internationales d'Economie monétaire et bancaire*, University of Paris X and CEPII, 6-7 juin.

Aglietta M. (2004), « Espoirs et inquiétudes de l'Euro », dans M. Drach (ed.), *L'argent – Croyance, mesure, spéculation*, Éditions la Découverte, Paris, pp. 235-248

Aglietta M. (2014), « La politique monétaire de la Banque Centrale Européenne dans tous ses états », Terranova, Université de Paris Ouest et CEPII, 23 septembre.

Aglietta M., Orléan A. (2002), *La Monnaie entre Violence et Confiance* , Odile Jacob économie, Paris.

Albouy M. (2005), « Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ? ». *Revue Française de Gestion*, Lavoisier, 2005, 31 (157), pp.169-188

Alessandrini P., Fratianni M. (2009), « International Monies, Special Drawing Rights an Supernational Money » , *Money and Finance Research group (Mo.Fi.R.),* Working Papers 26, Univ. Politecnica Marche, Dept. Economic and Social Sciences.

Alternatives Economiques (2013), « Déficits : entre le conjoncturel et le structurel », hors-série n°096, 1 fevrier.

Amable B., Ledezma I., *Libéralisation, innovation et croissance. Faut-il vraiment les associer ?*, Cepremap n° 37, Editions Rue d'ULM, Paris

Amato M. (2010), *L'enigma della moneta e l'inizio dell'economia*, Et al. Edizioni, Milano.

Amato M. et Fantacci L. (2012), *Come salvare il mercato dal capitalismo. Idee per un'altra finanza*, Donzelli, Roma.

Amato M. et Fantacci L. (2013), *The end of finance*, Cambridge, Polity.
Amato M., Fantacci L. (2014), *Moneta complementare. Sai cos'è ?,* eBook, Bruno Mondadori Editore, Milano.

Amato M., Fantacci L., Papadimitriou D.B., Zezza G. (2016), « Going Forward from B to A? Proposals for the Eurozone Crisis », *Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper n° 866, May, New York.

Amato M. Fantacci L., Pettifor A. (2019), « How to tranform the EU – and build solidarity between its members *», OpenDemocracy*, 30 avril. Consulté sur : https://www.opendemocracy.net/en/oureconomy/how-to-transform-the-eu-and-build-solidarity-between-its-members/

Antonin C., Sampognaro R., Timbeau X., Villemot S. (2015), « La Grèce sur la corde raide » *Revue de l'OFCE,* n°138, OFCE, p.223-263.

Appelbaum B. (2016), « A little-noticed fact about trade : it's no longer rising », Economic Trends, The New York Times, 30 octobre. Consulté sur : https://www.nytimes.com/2016/10/31/upshot/a-little-noticed-fact-about-trade-its-no-longer-rising.html

Arcand J., Berkes E., Panizza U. (2012,), « Too Much Finance ? » *IMF* Working Paper n°12/161, juin. Consulté sur : http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=26011

Arestis P., Sawyer M. (2015), « The Financial sector is too big », *Triple crise* , 8 octobre. Consulté sur : http://triplecrisis.com/the-financial-sector-is-too-big/

Armstrong A. (2013), « Evaluating changes in bank lending to SMEs over 2001-2012 : ongoing tight crédit conditions ? », *National Institute of Economic and Social Research*, Discussion Paper n° 408, 12 avril, .

Artus P. (1996), « Les critères de convergence avant l'Union monétaire : perspectives et problématiques, » *Revue d'Economie financière*, n° 36, p. 57-68.
Artus P. et al. (2008), « La crise des subprimes », *Conseil d'Analyse Economique*, La documentation française, Paris.

Artus, P. (2014), « The very different nature of speculative currency crises in a fixed exchange-rate regime and in a currency area: What consequences for the ECB? », *Natixis - Flash Structural Problems*, No. 832, 28 octobre.

Artus P. (2017), « Quelles sont les difficultés essentielles de la zone euro ? », *Revue de l'OFCE*, n°153, p. 345-363.

Artus P. (2019), « Bien comprendre le fonctionnement du quantitative easing », *Flash Economie,* Natixis, n°1117, 19 août.

Attali J. (2019), « Pour l'Europe : renverser la table », *Conversations avec J. Attali, blog*

L'Express, 3 mars. Consulté sur : https://blogs.lexpress.fr/attali/2019/03/03/pour-leurope-renverser-la-table/

Bagnai A. (2011), « Crisi finanziaria e governo dell'economia », *Costituzionalismo*, n° 3, IRIS Università degli studi, Chieti, p. 1-27,

Bagnai A. (2012), *Il tramonto dell'euro*, Imprimatur, Reggio Emilia.

Bagnai, A. (2013), « Unhappy families are all alike: Minskyan cycles in the eurozone » , *Italian Association for the Study of Economic Asymmetries*,Working Papers series 13/07, Rome, juillet. Consulté sur: http://www.asimmetrie.org/workingpapers/wp-201301-unhappy-families-are-all-alike/

Bagnai A. (2014), *L'Italia può farcela,* Il Saggiatore, Milano.

Bagnai A. (2014b), « Un *external compact* per rilanciare l'Europa », *a/simmetrie,* association italienne per lo studio delle asimmetrie economique, WP n° 2014/1, avril.

Bagnai A. (2015), « Europe's paradoxes », *Phenomenology Mind*, Firenze Univerity Press, 2015. Consulté sur : http://www.fupress.net/index.php/pam/article/view/17737

Baldwin R. et Giavazzi F. (2015a), (dir.), *The Eurozone Crisis. A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions* , Centre for Economic Policy Research, VoxEU.org eBook, London. Disponible à https://voxeu.org/content/eurozone-crisis-consensus-view-causes-and-few-possible-solutions

Baldwin et al. (2015b) « Rebooting the Eurozone : Step 1 – Agreeing a crisis narrative », CEPR, Policy insight 85, novembre. Consulté sur : https://voxeu.org/epubs/cepr-reports/rebooting-eurozone-step-1-agreeing-crisis-narrative

Banque Centrale Européenne, Eurosystème, website. Consulté sur : https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/eurosystem-mission/html/index.fr.html

Banque centrale européenne (2010), « financial integration in Europe », Frankfurt-am-Main: ECB, avril.

Banque centrale européenne (2011), « The monetary policy of the ECB », Frankfurt-am-Main: ECB, octobre

Banque Centrale Européenne (2014) « The determinants of euro area sovereign bond yield spreads during the crisis », *Bulletin mensuel de la Banque Centrale Européenne*, mai.

Banque de France (2014), « Credit risks in the Euro area », Document de travail n°482, avril.

Banca d'Italia, « Tassi di cambio - Serie Storiche », Eurosistema. Consulté sur : https://tassidicambio.bancaditalia.it/timeSeries

Banca d'Italia (2017), « Bollettino Economico », n°4, octobre.

Bank of England (2012), « The Distibutional Effects of assets purchases », *Bank of England Quarterly Bulletin*, juillet 12, vol. 52, issue 3, p. 254-266.

Bank of International Settlement (BIS) (2014a), « Dette et cycle financier : perspectives nationales et mondiales », 84th Rapport Annuel, juin.

Bank of International Settlement (BIS) (2014b), « La stabilisation macroéconomique en zone euro (IV) », website. Consulté sur : http://www.bsi-economics.org/262-stabilisation-macroeconomique-zone-euro-4

Barber L., Norman P. (2001), « Prodi strikes back », *Financial Times*, 5 Decembre.

Barra Caracciolo L. (2013), *Euro et (o) democrazia costituzionale*, Dike Giuridica Editrice, Roma.

Bellofiore, R., Garibaldo, F., Halevi, J. (2011), « The Global Crisis and the Crisis of European Neomercantilism », *Socialist Register : The crisis this time.* London: Merlin, 2011, p.120-46.

Bénassy-Quéré A., Villa P. (1994), « La réunification allemande du point de vue de la politique économique » *CEPII Document de travail,* n°94-09, septembre.

Berger H., Nitsch V.,(2005), « Zooming out : the trade effect of th euro in historical persective », *CESifo* Working Paper Series n°1435, mars.

Berkmen S.P. (2012), »Bank of Japan's quantitative and credit easing are they now more effective ? », *IMF Working Paper*, janvier.

Bernanke B.S. (2003a),« A Perspective on Inflation Targeting », *Business Economics*, janvier p.7-15. Consulté sur : https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030325/default.htm

Bernanke B.S. (2003b), « Some Thoughts on Monetary Policy in Japan », Remarks before the *Japan Society of Monetary Economics*, Tokyo, Japan, May 31. Consulté sur : https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030531/

Bernanke, B. (2005), « The global savin glut and the U.S. current account deficit », Remarks at the Sandridge Lecture, *Virginia Association of Economists,* Richmond, Virginia, 14 avril. Consulté sur : https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/

Bernanke, B. (2009), « The Federal Reserve's Balance Sheet: An Update », speech at *FED Board Conference* on key developments in monetary policy, Washington D.C., 8 octobre.

Bibow J. (2003), « On the 'burden' of German unification », *BNL Quarterly Review*, n° 225, juin, p. 137-169.

Bibow J. (2004), « Investigating the Intellectual Origins of Euroland's Macroeconomic Policy Regime: Central Banking Institutions and Traditions in West Germany After the War » *The Levy Economics Institute,* WP n° 406, mai.

Bibow J. (2016), « From Antigrowth Bias to Quantitative Easing : the ECB's Belated Conversion ? » Le*vy Econonomics Institute of Bard College*, WP n°868, June.

Blanchard O., Giavazzi F. (2002), « Current account deficits in the Euro area : the end of the Feldestein Horioka puzzle ? », Brooking Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, *The Brooking Institution,* vol. 33, p. 147-210.

Bofinger P. (2015), « German wage modération and the EZ crisis », *VoxEu*, 30 novembre. Consulté sur : https://voxeu.org/article/german-wage-moderation-and-ez-crisis

Bordo M.D. (1993), « The Gold Standard, Bretton Woods and Other Monetary Regimes : an historical appraisal », *NBER* Working papers 4310, National Bureau of Economics Research, march/april.

Bordo M., Flandreau (2003), « Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization », in *Globalization in His Historical Perspective* , NBER, University of Chicago Press, p.418-472.

Bordo M.D., James H. (2008), « A long term perspective on the euro », *European Economy*, Economic Papers 307, European Commission, fevrier.

Bordo, M. D., H.James (2013), « The European Crisis in the Context of the History of Previous Financial Crises », *Journal of Macroeconomics*, Elsevier, vol.39, p. 275-284.

Bordo, M. and James H. (2015), « Capital Flows and Domestic and International Order: Trilemmas from Macroeconomics to Political Economy and International Relations », *NBER, Working Paper* n°21017.

Bordo M., Markiewicz A., Jonung L. (2012), « A fiscal union for the euro: Some lessons from history », *NBER Working Paper* No. 17380.

Bordo M., Schwartz A. (1997), « Monetary Policy Regimes and Economic Performance : the Historical Record », dans *Handbook of Macroeconomics*, 1999, ch. 03, vol. 1, Elsevier, p.149-234.

Borio C. (2012), « The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? », *BIS Working Papers*, No 395, December.

Borio C. (2014), « The international monetary and financial system : its Achilles heel and what to do about it, » *BIS Working Papers*, N°456, August.

Borio, C., Disyatat P. (2009), « Unconventional monetary policies: an appraisal », *BIS Working Papers*, No 292, Bank for International Settlements, November.

Borio, C., Disyatat P. (2011), « Global imbalances and the financial crisis: Link or no link? », *BIS Working Papers*, No 346.

Borio C., Disyatat P. (2015), « Capital flows and the courrent account : taking financing (more) seriously », *BIS Working Paper,* N° 525, Octobre 2015

Borio C., White W. (2007), « Whither Monetary and financial Stability ? The implications of evolving policy regimes », *BIS Working Paper* n°147, 20 septembre.

Boyer R. (2004), *Théorie de la régulation : les fondamentaux* , Paris, La Découverte, 2004.

Boyer R. Dehove M., Plohon D. (2004), *Les crises financières*, Conseil d'Analyse Economique 2004. Consulté sur : http://www.cae-eco.fr/Les-crises-financieres

Bourdieu P. (1998), « L'essence du Néolibéralisme », *Le monde Diplomatiqu*e, mars.

Bourgeot R. (2013), « Les coûts salariaux au sein de la zone euro », *Fondation R. Schuman*, Policy Paper n°289, 23 septembre

Brenke K. (2010), « 20 ans après l'unité : regards sur l'économie dans l'est de l'Allemagne », Regards sur l'économie allemande, *Bulletin économique du CIRAC,* octobre.

Brook A.M., Sédillot F., Ollivaud P. (2004), « Les défis de la réduction du déficit de balance courante des Etats-Unis et conséquences pour les autres économies », *Revue Economique de l'OCDE*, Edition de l'OCDE n°38, p.175-205.

Bouattour F. (2017), « Tendances du Commerce International 2016-2017 », *BSI Economics,* 15 novembre, Consulté sur : http://www.bsi-economics.org/826-tendances-commerce-inter-2016-fb

Buiter, W. (2009), "Negative interest rates: when are they coming to a central bank near you?, *Financial Times*, Willem Buiter's Maverecon, 7 May.

Buiter, W. (2014), « The Simple Analytics of Helicopter Money: Why it Works – Always », *Economics* 8, August. Consulté sur : http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2014-24

Bulkeley A. (2017), « Germany's zombie saving banks », website *Handelsblatt Today*, 21 november. Consulté sur : https://www.handelsblatt.com/today/finance/archaic-sparkassen-germanys-zombie-savings-banks/23573098.html?ticket=ST-10112994-I1q9bCtEURiETnggfYLP-ap5

Bun M., Klaasen, F. (2007), « The Euro Effect on Trade is not as Large as Commonly Thought »,*Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 69, n° 4, p.473-496

Bussière M., Schmidt J., Valla N. (2016), « International finance flows in the new normal : key patterns (and why we should care) », *CEPII,* Policy Brief, n° 2016-10.

Calderon, C., Kubota, M. (2012), « Gross Inflows Gone Wild : Gross Capital Inflows, Credit Booms and Crises »., *Policy Research* Working Paper; No. 6270, World Bank.

Calvo G., Reinhart C. (2000), « Fear of Floating, Quarterly Journal of Economics », *NBER Workin Papers,* n°7993, novembre.

Cartapanis A. (2011), « Est-ce réellement une bonne idée de vouloir réduire les déséquilibres globaux en temps de crise ? », *Revue d'Economie Financière,* 2011/3 (N°103), p. 197-210.

Cecchetti S.G., Kharroubi E. (2012), « Reassessing the impact of finance on growth », *BIS Workin Papers* n° 381, Monetary and Economic Departement, juillet.

Cesaratto S. (2013a) « The implications of TARGET2 in the European balance of payments crisis and beyond », *European Journal of Economics and Economic Policies*, Intervention 10 (3): p.359-382.

Cesaratto S. (2013b), « The endlesse Eurozone crisis, where do we stand ? A Classical-Kaleckian overview », *Quaderni del Dipartimento di Economia e Statistica*, Università degli studi di Siena, n° 671, fevrier.

Cesaratto S. (2015a), « Balance of Payments or Monetary Sovereignty? In Search of the EMU's Original Sin », *International Journal of Political Economy*, Vol. 44, No. 2, pp. 142-156.

Cesaratto S. (2015b), « Alternative interpretations of a Stateless Currency crisis », *Italian Association for the Study of Economic Asymmetries*,Working Papers series 15/06, Rome.

Cesaratto S. (2015c), « L'organetto di Draghi : quattro lezioni critiche sulle misure non convenzionali della ECB sino al Quantitative easing », *Italian Association for the Study of Economic Asymmetries*,Working Papers series 15/08, Rome, août.

Cesaratto S. (2016), *Sei lezioni di politica economica*, Imprimatur, Reggio Emilia.

Cesaratto S. (2017a), « Una, nessuna e centomila. Le molte vérité di Target2 », *Quaderni del Dipartimento di Economia Politica e Statistica,* n° 751, Università di Siena, avril.

Cesaratto S. (2017b), « The nature of the eurocrisis. A reply to Febrero, Uxo and Bermejo », *Quaderni del Dipartimento di Economia Politica e Statistica,* n° 751, Università di Siena, mai.

Cesaratto S., Stirati . (2011), « Germany and the European and Global Crises », *Quaderni del Dipartimento di Economia Politica*, Università degli Studi di Siena, n° 607, janvier 2011.

Chavagneux C. (2017),« Les forces de la mondialisation », *Alternatives économiques* , 31 janvier.

Chown J. (2003), *A History of Monetary Unions*, Routeledge,London, 2003

Collet S. (2012), « L'Italia unita ? Debito sovrano e lo scetticismo degli investitori », *Université libre de Bruxelles.*

Colombo E., Losssani M. (2003), *Storia del sistema monetario internazionale*, Carocci Editore, Roma.

Comfort N. (2016) « It's not just Deutsche Bank, German banking gloom in charts », website *Blooberg Business,* 14 novembre. Consulté sur : https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-11-13/it-s-not-just-deutsche-bank-german-banking-gloom-in-four-charts

Conseil de l'Union Européenne (2017), « Union des marchés des capitaux », website, 8 juin. https://www.consilium.europa.eu/fr/policies/capital-markets-union/

Creel J., Latreille T., Le Cacheux J. (2002), « Le pacte de stabilité et les politiques budgétaires dans l'Union Européenne », *Revue de l'OFCE*, hors série, mars 2002.

Constâncio V. (2013), « The crisis in the euro area », Speech by Vitor Constâncio, Vice-President of the ECB at the *Bank of Greece conference* on Athens, 23th May, ECB. Consulté sur : https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130523_1.en.html

De Grauwe P. (2010a) « The financial crisis and the future of the Eurozone », Bruges *European Economics* Policy Briefings, No. 21.

De Grauwe P. (2010b), « Fighting the wrong enemy », *CERP Policy Portal,* 19 mai. Consulté sur : https://voxeu.org/article/europe-s-private-versus-public-debt-problem-fighting-wrong-enemy

De Grauwe P. (2011a), « A fragile Eurozone in search of a better Governance », *CESIFO Working Papers,* mai.

De Grauwe P. (2011b), « The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets? », *CESifo Working Paper*, No. 3569.

De Grauwe P. (2011c), « The gouvernance of a fragile eurozone », *CEPS* working document, n° 346, May.

De Grauwe P. (2013) « Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed? », *LEQS Paper* n° 57. Consulté sur : : http://www.lse.ac.uk/europeaninstitute/leqs/leqspaper57.pdf

De Grauwe P. (2015), « Design failures of the Eurozone », in *The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Remedies*, ed. by R. Baldwin and F. Giavazzi, London: CEPR Press, pp. 99-108.

De Grauwe P., Ji Y. (2012), « Mispricing of souvereign risk and multiple equilibria in the Eurozone », *VOX CEPR Policy Portail*, 23 janvier. Consulté sur : https://voxeu.org/article/mispricing-sovereign-risk-and-multiple-equilibria-eurozone

De Grauwe P., Ji Y. (2013), « Self-fulfilling crises in the Eurozone: an empirical test ». *Journal of International Money and Finance*, 34. pp. 15-36

De Grauwe P., Ji Y. (2015), « Has the Eurozone become less fragile ? Some empirical tests » *CESifo Working Paper* Series n° 5163, 27 janvier. Consulté sur : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2555579

Dell'Ariccia G., et al. (2012), « Policies for macrofinancial Stability : how to deal with credit booms and busts », *FMI Working Paper,* juin.

Desmedt L. (2012), » Monnaie & Finance/Violence financière », *Papiers Universitaires,* 17 mai. Consulté sur : Papiersuniversitaires.wordpress.com,

Desmedt L., Blanc J.,(dir.), (2014), *Les Pensée monétaires dans l'histoire. L'Europe, 1517-1776* , Classiques Garnier, coll. « Bibliothèque de l'économiste »,

Desmedt L., Blanc J., Alary P., Thérét B., (2016), *Théorie française de la monnaie*, Presses Universitaires de France, Paris.

Desmedt L., Piégay P. (2007), « Etat et production : apports et limites de l'approche néo-chartaliste », *L'Harmattan*, Cahiers d'économie Politique / Papers in Political Economy, 2007/1, n° 52.

Desmedt L., Sinapi C., Piegay P. (2009), « de 2009 a 1929 : les enseignements de Fisher, Keynes et Minsky », *Economie Politique*, n°48, 2010/4, p.85-104.

De Sola Perea M., Van Nieuwenhuyze (2014), « Intégration et fragmentation financière dans la zone euro », *BNB Revue Economique*, juin .

Diaz-Alejandro C. (1985) « Good-bye financial repression, hello financial crash », *Journal of Development Economics,* n°19, p.1–24.

Dornbusch R. (1996), « Euro fantasies », *Foreign Affairs*, vol. 75, n°5 septembre/octobre.

Draghi M. (2013), « Euro area economic situation and the foundation for growth », Presentationat the *Euro Summit,* Brussels, 14 mars. Consulté sur : https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130315.en.html

Draghi M. (2014), « Annual central Bank Symposium in Jackson Hole », 22 August. Consulté sur: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html

Eichacher, N. (2015), « German Financialisazion, the Global Financial Crisis and the Eurozone Crisis », *Bentley University*, August.

Eichengreen B. (2008), *Sui generis Union monétaire*, Economic Papers, February.

Eichengreen B. (2010) , « Imbalances in the euro area », University of California at Berkeley, *Mimeo*, novembre. Consulté sur : http://elsa.berkeley.edu/~eichengr/Imbalances_Euro_ Area _5-23-11.pdf.

Eichengreen B., Hausmann R., Panizza U. (2003), « Le péché originel : le calvaire, le mystère et le chemin de la rédemption », *L'Actualité économique* décembre, p. 419-455.

Eichengreen B., Temin P. (2010),« Fetters of gold and paper », *Oxford Review of Economic policy*, Vol. 26, N° , 2010

Eichengreen B., Wyplosz (1993) « The Instable EMS » *Brookings Papers on Economic Activity,*n° 47(1993-1) · Fevrier.

Eijffinger S.C.W., De Haan J. (1996), « The political économy of centra bank indépendance », *Special paper in international economy*, Princeton University, may.

Einaudi, L. (2001), *Money and Politics: European Monetary Unification and the International Gold Standard 1865-1873* , Oxford University Press.

ENS Lyon, Ressources en Sciences Economiques et sociales, Université de Lyon. Consultés sur : http://ses.ens-lyon.fr/articles/donnees-taux-de-croissance-du-pib-europe

Epstein, G. (2005) (ed), *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar

Esposito L., (1996) « Dal Sistema Monetario Europeo al Sistema Europeo di Banche Centrali », *Centro di Documentazione Europea*, Facoltà di Economia e Commercio, Università degli Studi « G. D'Annunzio »

Euro Crisis Monitor (2019), « Target2 balances », Institute of Empirical Economic Research at Osnabrück University. Consulté sur : http://www.eurocrisismonitor.com/

European Commission (2009), « Competitiveness developments within the euro area », Quarterly Report on the Euro Area, vol.8, n.1.

European Commission (2010), Quarterly Report on the Euro Area, 9 (1), October, Consulté sur : http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2010/pdf/qrea201001 en.pdf.

Esposito M.C. (2013), « La véritable histoire de la crise financière 2008 », Outre-Terre, *L'Esprit du Temps*, n° 37. Consulté sur : https://www.cairn.info/revue-outre-terre-2013-3-page-127.htm#re53no265

Fama E.F. (1970), « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance* , vol. 25, mai, p. 383-417.

Fazi T. (2016), « The EU's Banking Union : a recipe for disaster », blog Roubini's *Ecomonitor*, 26 janvier. Consulté sur : http://archive.economonitor.com/blog/2016/01/the-eus-banking-union-a-recipe-for-disaster/

Featherstone K. (2001), « The political Dynamics of the vincolo esterno: the emergence of EMU and the challenge to the European Social Model », *Quen's Papers in Europeanisation*, Queen University, Belfast.

Febrero, E., J. Uxó (2013) « Understanding TARGET2 imbalances from an endogenous money view", *Working paper DT-DAEF* 2013/2, University of Castilla-La Mancha.

Fisher I. (1933/1988), "La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation", *Revue française d'économie*, vol. 3, n° 3, p. 159-182.

M. Flandreau, C. Rivière, (1999), « La Grande 'Retransformation' ? Controle des capitaux et intégration financière internationale », 1880-1996, *Economie Internationale*, n°78, 2e trimestre, p.27.

Flassbeck H., Lapavitsas C. (2013), « The Systemic Crisis of the Euro – True Causes and Effective Therapies », *Study of the Rosa Luxemburg Foundation.*

Flassbeck H., Lapavitsas, C. (2015), *Against the Troika : crisis and austeruty in the Eurozone,* Verso, London.

Foglia M., Fiorelli C. (2016), « (Dis)integrazione economica : discussione delle principali divergence tra i paesi dell'Eurozona », *Università degli Studi di Teramo*, Collana Europeiunite, n1.

Fondation Robert Schuman (2013),« Questions d'Europe n° 289 : Les coûts salariaux au sein de la zone euro », Policy Paper, 23 septembre. Consulté sur : https://www.robert-schuman.eu/fr/questions-d-europe/0289-les-couts-salariaux-au-sein-de-la-zone-euro-une-relecture-des-divergences-de-competitivite-et

Foreman-Peck J. (2005), « Lessons from Italian Monetary Unification », *Cardiff Economics* Working Papers, Cardiff Business School, juin.

Forster K., Vasardani M. A. , Ca' Zorzi M. (2011), « Euro Area Cross-Border Financial Flows and the Global Financial Crisis », *ECB Occasional Paper*, 27 juillet, No. 126. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1791529.

Franks J., Barkbu B., et al. (2018), « Economic Convergence in the Euro Area : Coming Together or Drifting Apart ? », *FMI Working papers*, january .

Frantianni M., Spinelli F. (1997), *A monetary history of Italy*, Cambridge University Press, New York.

Frenkel R. (2012) « What have the crises in emerging markets and the Euro Zone in

common and what differentiates them? », dans Stiglitz J.E., Heymann D. (eds.) *Life After Debt,* International Economic Association Series. Palgrave Macmillan, London.

Frenkel R., Rapetti, M. (2009) « A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done », *Cambridge Journal of Economics*, 33, 685-702.

Frenkel J.A., Rose A.K. (1996), « The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria », *NBER Working Paper* n° 5700, août.

Friedman M. (1953), « The case for flexible exchange rates », in *Essays in Positive Economics*, The University of Chicago Press, Chicago, pp. 157-203.

Fritz B., Dullien S., Mühlich L. (2015) « Le FMI à la rescousse : la zone euro a-t-elle bénéficié de l'expérience du fonds dans la lutte contre les crises ? », *Économie et institutions,* 30 décembre. Consulté sur : http://journals.openedition.org/ei/5669

Fritz B., Prates D. (2014) « The new IMF approach to capital account management and its blind spots: lessons from Brazil and South Korea », *International Review of Applied Economics*, 28:2, p. 210-239.

Furceri D., Prakash L. (2015), « Capital Account Liberalization and Inequality », *IMF Working Paper* n°243, novembre

Galbraith J.K. (1975), *Money*, version italienne : (1997), *Soldi. Conoscere le logiche del denaro per capire la grande crisi*, Rizzoli, Milano.

Galbraith J.K. (1991), *Breve storia dell'euforia finanziaria : i rischi economici delle grandi speculazioni*, Rizzoli, Milano.

Gallagher K.P. (2012), *« The IMF new view on financial globalisation : a critical assessment », Pardee Center Task Force Report*, n° 26, Boston University décembre.

Gallagher K. P., Griffith-Jones S., Ocampo J. A., et al. (2012) « Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development », *Pardee Center Task Force* Report, Boston University, mars.

Gallo A. (2015), « Why ECB's quantitative easing won't work and how it can be fixed » *Financial Time*, 7 décembre. Consulté sur : https://www.ft.com/content/5f7e946c-9a77-11e5-9228-87e603d47bdc

Gayon V., Lemoine B.,(2010),« L'argent public et les régimes économiques de l'ordre politique : entretien avec Bruno Théret », *Genèse* 2010/3, n°80, p. 136-152.

Gécodia.fr (2011), « L'OAT 10 ans de la France finit à 3,7% écart record avec le Bund », *Economie et Finance*, 15 novembre. Consulté sur : https://www.gecodia.fr/L-OAT-10-ans-de-la-France-finit-a-37--ecart-record-avec-le-Bund_a2498.html

Ghosh, A. R., Qureshi M.S. (2016), « What's in a name ? That Which We Call Capital Controls », *IMF Working Paper*, Research Departement, Fevrier.

Giacché V. (2013), *Anschluss. L'Annessione. L'Unificazione della Germania e il futuro dell'Europa*, Imprimatur Editore, Reggio Emilia.

Giacché V. (2017), « The Real cause of the Italian Bank Bailouts and Euro Banking Troubles », *Institute for Economic Thinking,* 17/07/2017

Giavazzi F., Tabellini G. (2014), « How to jumpstart the Eurozone economy », *VOX CEPR Policy Portail*, 21 Août. Consulté sur : http://www.voxeu.org/article/how-jumpstart-eurozone-economy

Gillard L. (2017), *Union Latine, une expérience de souverainaité partagée, 1865-1926*, Paris, Classiques Garnier

Goodhart A.A.E. (1998), « , The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas », *European Journal of Political Economy* Vol. 14 n°998, p. 407–432.

Gosh A.R., Qureshi M.S. (2016), « What's in a name ? That which we call capital controls » *IMF Working Paper*, Research Departement, n° 25, fevrier.

Graeber, D. (2013), *Dette : 5000 ans d'historie*, Les Liens qui libèrent Editions, Paris.

Graziani A., Pugliese E. (1979), *Investimenti e disoccupazione nel Mezzogiorno*, Il Mulino, Milano.

Gravereau J., Trauman J. (2013), *Les alchimistes de la croissance*, Eyrolles.

Haldane A., Brennan S., Madouros V. (2010), « What is the contribution of the financial sector : miracle or mirage ? » in R.Layard (dir.), (2010), *The future of finance*, London school of economics and political science, London.

Harribey J.M. (2000), « La financiarisation de l'économie et la création de la valeur », *Groupe d'Economie du Développement* de l'Université Montesquieu Bordeaux IV.

Hayek F.A. (1939), « The economic conditions of interstate federalism », dans Hayek F.A., *Individualism and Economic Order,* Chicago, Chicago Press University, 1948

Hayek F.A. (1944/2013), *La route de la servitude*, Quadrige, Presses Universitaires de France.

Hayek F.A. (1949), « Les intellectuels et le socialisme », *Univerity of Chicago Law Review.* Consulté sur : https://www.catallaxia.org/wiki/Friedrich_A._Hayek:Les_intellectuels_et_le_socialisme

Hayek F.A. (1948), *Individualism and Economic Order,* Chicago, Chicago Press University.

Hayek F.A. (1960), *The constitution of liberty,* University of Chicago Press.

Hayek F.A. (1970), « Can we still avoid inflation ? », lecture before *the Trustees and guests of the Foundation for Economic Education at Tarrytown,* New York, 18 may. Publiée dans Ebeling R.M. (dir.), (1996), *The austrian Theory of the trade cycles and other essays*, von Mises Institute, Alabama. Consulté sur : https://mises.org/library/can-we-still-avoid-inflation

Hayek F.A. (1990*), Denationalisation of Money : the argument refined. An Analysis of the Theoriy and Practice of Concurrent currencies* , troisème édition, The Institute of Economic Affairs, London.

Hein E., Detzer, D. (2014), « Coping with Imbalances in the Euro Area: Policy Alternatives Addressing Divergences and Disparities between Member Countries », Economics Working Paper Archive,n° 816, *Levy Economics Institute*

Helleiner E. (2009), « The contemporary Reform of Global Finance Gouvernance : Implications of and Lessons from the Past », *ONU, G-24* Discussion Paper Series, n° 55, avril.

Hénard J. (2012), *L'Allemagne : un modèle, mais pour qui ?* La Fabrique de l'industrie, Presse des MINES, Paris.

IMF (2008), « Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness ». *Global Financial Stability Report*, Washington (D. C.), avril.

IMF (2012a), « Liberalisation and management of capital flows : un istitutional view », Executive Summary, *Working Paper*, 14 novembre. Consulté sur : https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-An-Institutional-View-PP4720

IMF (2012b), « IMF Adopts Institutional View on Capital Flows », *Working Paper*, 3 décembre. Consulté sur :
www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2012/POL120312A.htm

IMF (2013), « Multi-Country Report, German-Central European Supply Chain – Cluster Report – First Background Report- Trade Linkages, & Second Background Report-The Evolution of Financial Linkages », Août.

IMF (2014), «2014 Article IV Consultation with the Euro Area Concluding Statement of the IMF Mission » 19 juin.
https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/52/mcs061914

IMF (2016), « Perspectives de l'économie mondiale, Une croissance trop faible depuis trop longtemps », *World Economic Outlook,* avril.

Iuzzolino G., Pellegrini G. Viesti G. (2011),« Convergence among Italian Regions, 1861-2011 », *Quaderni di Storia Economica*, n°22, Banca D'Italia, Eurosistema, octobre.

Issing O. (1999), « Hayek – currency compétition and European Monetary Union », Speech at the Annual Hayek Memorial Lecture hosted by *the Institute of Economic affairs*, London, 27 may 1999.
https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/1999/html/sp990527.en.html

Jeanne O. (2014), « Macroprudential policies in a global perspective », *NBER Working Paper* n° 19967, mars.

Jeffers E., Pollin J.P. (2012), « Déréglementation bancaire des années 1980 et crise financière », *Revue d'économie financière*, vol. 105, no. 1, pp. 103-114.

Jonung L. , Drea E. (2009), « The euro : It can't happen. It's a bad idea. It won't last. Etats-Unis economists on EMU, 1989-2002 », *European Commission*, Brussels, 2009.

Journal Officiel de l'Union Européenne (1988) Directive du conseil sur la libéralisation des capitaux du 24 juin 1988, (88/361/CRR)

Juncker J.C. (2015), «Pas question de supprimer la dette grecque», interview à J.J. Mével, *Le Figaro,* 28 janvier. Consulté sur :
http://www.lefigaro.fr/international/2015/01/28/01003-20150128ARTFIG00490-jean-claude-juncker-la-grece-doit-respecter-l-europe.php

Juncker J. (2015), « Completing Europe's Economic and Monetary Union », Report, *European Commission*, 22 Juin.

Kabaka P.I.,(2016), *L'intervention de l'Etat dans l'économie : du laisser-faire à la régulation.*, Thèse de l'Université de Pau et des pays de l'Adour, <hal-01287474>.

Kalecki M. (1934), On Foreign Trade and 'Domestic Exports', in Kalecki (1971).

Kalecki M., Tugan-Baranowski, Luxemburg R. (1967), « The problem of effective demand » dans Kalecki (1971).

Kalecki M. (1971) *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy 1933 – 1970*, Cambridge: Cambridge University Press.

Kaldor N. (1957), « A model of economic growth », *Economic Journal*, 67, 591-624.

Kaldor N. (1977/1981), *Further essays on applied Economics*, Gerald Duckworth & Co Ltd; New Ed edition.

Kaletsky A. (2013), « A breakthrough speech on monetary Policy », February 7, *Blogs.reuters.com*

Keen S. (2014), « *L'imposture économique* , Éditions de l'atelier, Paris.

Keynes J.M. (1939/2005), *Théorie générale de l'emploi, de l'interet et de la monnaie*, Payot, Paris, 2005.

Keynes J.M. (1930/2019), *Traité sur la monnaie*, Classiques Garnier, Paris.

Keynes J.M. (1996), *Essais sur la monnaie et l'économie*, Rivages, Payot, Paris.

Kindleberger C.P. (1978/2005*), Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Wiley Investment Classics.

King, M. A. (2016), *The End Of Alchemy: Money, Banking And The Future Of The Global Economy*, Little Brown, Norton.

Klein M.C. (2015), « The euro was pointeless », *Financial times*, Alphaville, 11 novembre. Consulté sur : http://ftalphaville.ft.com/2015/11/11/2144531/the-euro-was-pointless/

Korinek A., Sandri D. (2015), « Capital Controls or Macroprudential Regulation ? », *IMF Working Paper*, Octobre 2015, p. 5.

Krugman, P.R. (2000). « Crises : the price of globalization ? » Proceedings – *Economic Policy Symposium*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pages 75-106.

Krugman P.R. (2001). « Lessons of Massachusetts for EMU' », In Torres F., Giavazzi F., (dir.) (1993) *Adjustement and growth in the European Monetary Union,* Cambrige University Press, New York. International Library of Critical Writings in Economics, 134, p.41-61.

Krugman P.R., Obstfeld M., Melitz M. (2012), *International Economics. Theory and Policy*, Pearson.

Lebow D.E. (2004), « The monetisation of Japan's government debt », *BIS Working Papers*, No 161.

Lelart M. (1993), « La Zone Franc face à Maastricht », *Revue Tiers-Monde*, tome 34, n°136, p. 881-901.

Le Maux L. (2017), « Financial structure changes and the central bank policy », *Journal of Economic Issues*, vol. 51, Issue 4, p. 1054-1073.

Lordon F. (2008), (dir.), *Conflicts et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Les presses de Sciences politiques, Paris.

Lordon F. (2013), « Pour une monnaie commune sans l'Allemagne (ou avec, mais pas à la francfortoise) », *Le Monde diplomatique,* 25 mai.

Lordon F. (2014), *La malfaçon. Monnaie européenne et souveraineté démocratique*, Les Liens qui Libèrent, Paris.

Lund S. Daruvala T., Dobbs R., Härle P., Ju-Hon Kwek, Falcón R. (2013), « Financial

Globalization : retrat or reset ? » Global capital Markets 2013, *McKinsey Global Institute,* mars ; Consulté sur : https://www.mckinsey.com/featured-insights/employment-and-growth/financial-globalization

Magone J.M. et al. (edited by), (2016), *Core-periphery Relations in the European Union*, Routeledge, New York.

McCauley R., Bénétrix A., McGuire P., von Peter G. (2017) « Financial deglobalisation in banking ? », *BIS Working Papers*, Monetary and Economic Department, June.

McQuade P., Schmitz M. (2016), « The great modération in international capital flows : a global phenomenon ? » *ECB Working Paper Series,* août.

Meade J.E. (1957) « The Balance-of-Payments Problems of a European Free-Trade Area », *The Economic Journal*, n°67, p. 379-396.

Merler S., Pisani-Ferry J. (2012), « Sudden stop in the euro area », *Review of Economics and Institutions*, vol.3, n°3, novembre.

Minc A. (1997) *La mondialisation heureuse*, Plon, Paris, .

Minsky H., (1986/2008), *Stabilizing an unstable economy,* MacGraw Hill, New York.

Minski H. (1981) *Keynes e l'instabilità della moneta*, Universale Bollati Boringhieri, Torino.

von Mises et al. (1996), *The Austrian Theory of the trade Cycle and Other Essays*, *Ludwig von Mises Institute,* Auburn, Alabama, 1996.

Monti M. (2012) « Interview with Mario Monti by F. Zakaria » *CNN, Transcript,* 20 mai. Consulté sur : http://transcripts.cnn.com/TRANSCRIPTS/1205/20/fzgps.01.html

Morgan G. (2003), « Hayek, Habermas and European intégration », *Critical Review*, vol. 15, n°1-2, janvier.

Moro B., (2013), « Lessons from the European Economic and Financial Great crisis », *Department of Economics & Business*, University of Cagliari.

Mundell R.A. (1961), « A theory of optimum currency areas », *American Economic Review* , n°53, p.657-665.

Mundell R.A. (1963), « Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates », *Canadian Journal of Economic and Political Science*, p. 475-485

Natixis, Flash Economie, (2018), « Ralentissement du commerce mondial : un phénomène transitoire ou un phénomène durable ? », 13 avril.

Obstfeld M, Rogoff K.S. (2009), « The US Current Account and the Global Financial Crisis », *Federal Reserve Bank of San Francisco* Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, 18-20 octobre 2009, novembre.

Orléan A. (2000), « L'individu, le marché et l'opinion : réflexions sur le capitalisme financier », *Esprit,* novembre . Consulté sur : http://www.esprit.presse.fr/article/orlean-andre/l-individu-le-marche-et-l-opinion-reflexions-sur-le-capitalisme-financier-9428

Orléan A. (2013), « Le néolibéralisme entre théorie et pratique. Entretien avec André Orléan », *Cahiers Philosophiques* 2013/2, n°133, p. 9-20. Consulté sur : https://www.cairn.info/revue-cahiers-philosophiques1-2013-2-page-9.htm

Orléan A., Lordon F. (2007), « Genèse de l'Etat et genèse de la monnaie : le modèle de la potentia multitudinis », *Revue du MAUSS permanente*, 29 avril. Consulté sur : http://www.journaldumauss.net/./?Genese-de-l-Etat-et-genese-de-la

Ostry J. et al. (2010), « Capital Inflows: The Role of Controls », *Staff Position Note*, IMF, Washington (D. C.), FMI.

Pagé J.P., Vercueil J. (2004), *De la chute du mur à la nouvelle Europe. Economie politique d'une métamorphose*, l'Harmattan, Paris.

Pannone A. (2018), « Eccesso de capacità e stagnazione secolare. Un nuovo framework per l'analisi », *Rivista di Economia e Politica*, 21 août. Consulté sur : https://www.economiaepolitica.it/il-pensiero-economico/eccesso-di-capacita-e-stagnazione-secolare-un-nuovo-framework-per-lanalisi/

Perspective monde, *Ecole de politique appliquée,* website, Faculté des lettres et sciences humaines, Université de Sherbrooke, Québec, Canada. Consulté sur : http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/servlet/BMTendanceStatPays?langue=fr&codePays=ITA&codeTheme=7&codeStat=NE.RSB.GNFS.ZS

Poirier J. (2007), « BNP Paribas suspend la cotations de trois de ses fond », *Le Monde,* 10 août. Consulté sur : https://www.lemonde.fr/economie/article/2007/08/10/bnp-paribas-suspend-la-cotation-de-trois-de-ses-fonds_943371_3234.html

Polanyi K. (1983/2009), *La Grande Transformation : aux origines politiques et économiques de notre temps*, Gallimard, Paris.

Posen, A.S., N.Veron (2014),« Europe's Half a Banking Union », *Europe World,* 15 juin. Consulté sur : http://piie.com/publications/opeds/oped.cfm?ResearchID=2627

Prasad E.S., Rogoff K.S., Wei S.J., Kose M.A. (2003),« Effets of Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Country : some Empirical Evidence », *IMF Occasional Paper* n° 220, septembre.

Prasad E., Rajan R., Subramanian R. (2007), « Le paradoxe des flux de capitaux », *FMI, Finance & Developpement*, mars.

Ragot X. (2012), *Les banques centrales dans la tempete. Pour un nouveau mandat de stabilité financière*, Cepremap, Éditions Rue d'Ulm/Presses de l'École normale supérieure, Paris.

Rajan G.R., Zingales L. (2003), « Saving Capitalism from the Capitalists : Unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity », *Booth School of Business,* University of Chicago.

Rajan G.R., Zingales L. (1996), « Financial dependence and growth », *NBER Working Paper*, septembre 1996. Consulté sur : http://www.nber.org/papers/w5758

Randall C., Henning C.R., Kessler M. (2012), « Fiscal federalism: US history for architects of Europe's fiscal union », *Bruegel Essays and Lectures Series and Peterson Institute* Working Paper 12-1.

Rapport au Conseil et à la commission concernant la réalisation par étapes de l'union économique et monétaire dans la Communauté , 8 octobre 1970, Luxembourg. Consulté sur : www.cvce.eu

Rapport sur l'Union économique et monétaire dans la Communauté européenne (12 avril 1989). Consulté sur : http://www.cvce.eu/obj/rapport_sur_l_union_economique_et_monetaire_dans_la_communaute_europeenne_12_avril_1989-fr-725f74fb-841b-4452-a428-39e7a703f35f.html

Redslob R. (1959), « Etat fédéral ou Etat confédéral ? », *Le Monde diplomatique*, décembre.

Reichlin, L., Turner A., Woodford M. (2013), « Helicopter money as a policy option », *VOX CEPR Policy Portail,* 20 Mai.

Reissl S., Stockhammer E. Collin C. (2016), « The Euro Crisis and the Neoliberal EU Policy Regime: Signs of Change or More of the Same » *Near Futures Online* 1 "Europe at a Crossroads", mars. Consulté sur http://nearfuturesonline.org/ the-euro-crisis-and-the-neoliberal-eu-policy-regime-signs-of-change-or-more-of-the-same/

Robinson J. (1953-1954), « The production function and the theory of capital », in *Review of Economic Studies*, vol. XXI.

Rogoff K. S., Reinhardt C. M. (2010), *This Time is différent. Huit siècles de folie financière,* Pearson, Paris.

Rogoff K. S., Reinhardt C. M. (2013), « Financial and sovereign debt crisis : some lessons learned and some forgotten », *IMF working paper*, décembre.

Reinhart C.M., Sbrancia M.B. (2011), » The liquidation of gouvernement debt », *BIS Working paper* n° 363, novembre

Reinhart C.M., Sbrancia M.B. (2015), « The liquidation of gouvernement debt », *FMI Working paper* , janvier.

Roche C.O. (2011), « Understanding the Modern Monetary System », *SSRN,* 6 août. Consulté sur : https://ssrn.com/abstract=1905625

Rodrick D. (2011), *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy* , W.W. Norton, New York and London, p. 368. Consulté sur : http://j.mp/2nXGAxh

Rodrick D. (2018) ,« Le néolibéralisme ou l'économie dévoyé *», L'Economie Politiquqe* n°078, Alternatives Economiques, mai. Consulté sur : https://www.alternatives-economiques.fr/neoliberalisme-leconomie-devoyee/00084573

Rose A.K. (2000), « One Money, One Market : Estimating the Effect of Common Currencies on Trade », *Economic Policy*, University of California, Berkeley, p.7-46.

Salvatore D. (1997), « The common unresolved problems within EMS and the EMU", *American Economic Review*, vol. 87, n. 2, pp. 224-226.

J. Sapir (2000), *Les trous noirs de la science économique*, Albin Michel, Paris.

J.Sapir J. (2013), « Le contrôle des capitaux : une idée qui fait son chemin », *blog Médiapart*, 30 janvier. Consulté sur : https://blogs.mediapart.fr/segesta3756/blog/210217/les-controles-de-capitaux-une-idee-qui-fait-son-chemin-par-jacques-sapir

Sapir J. (2016a), « Les bienfaits de la 'répression financière », *blog Médiapart*, 20 janvier. Consulté sur : https://blogs.mediapart.fr/danyves/blog/260116/les-bienfaits-de-la-repression-financiere-par-jacques-sapir

Sapir J. (2016b) « King, Stiglitz et l'euro », 29 février. Consulté sur : http://leseconoclastes.fr/2016/02/king-stiglitz-et-leuro/

Sapir J. (2017), « Les fondements théoriques du néolibéralisme » 21 juillet. Consulté sur : https://russeurope.hypotheses.org/6157#_ftnref19

Sawyer M. (2015), « Financialisation, Financial structures, economic performances and employment », *FESSUD*, WP n° 93, février. Consulté sur : https://ideas.repec.org/p/fes/wpaper/wpaper93.html

Schepel H. (2017), « The Bank, the bond and the Bail-out : on legal construction of market discipline in the eurozone », *Journal of law and society*, march.

Sciascia L (1972/2013), *Storia della mafia*, Barion, Sesto San Giovanni.

Skidelski R. (2017), « Faire revivre l'ajustement des créancier », *Projet Syndacate*, Consulté sur : https://www.project-syndicate.org/commentary/scarce-currency-clause-trade-imbalances-by-robert-skidelsky-2017-10/french

Schmitt B. (1984), *Inflation chômage et malformation du capital*, Albeuve, Economica Paris.

Schmitt B. (2005), *Théorème de l'intérêt : le double poids des interets afférent aux dettes extérieures,* Research Laboratory in Monetary Economics, Mimeo, Lugano.

Schularick M., TaylorA.M. (2009), « Credit boom gone fast : monetary policy, leverage cycles and financial crisis, 1870-2008 », American Economic Review, 102 (2), p. 1029-1061. Consulté sur : http://www.frbsf.org/economicresearch/files/schularick_taylor.pdf

Schumpeter J. (1935/1999), *Théorie de l'évolution économique. Recherche sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture,* Dalloz .

Sinn H.W. (2009), « Muffled jumpstart », *VOX CEPR Policy Portail*, 9 novembre. Consulté sur : https://voxeu.org/article/twenty-years-after-fall-berlin-wall

Sinn, H.-W. (2013), « Responsibility of States and Central Banks in the euro Crisis », Expert Report commissioned by the *German Constitutional Court* », Consulté sur : http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/DocBase_Content/ZS/ZS-CESifo_Forum/zs-for-2014/zs-for-2014-1/forum1-14-1.pdf

Sinn H.W. (2015a), *The euro trap : on bursting bubble, budget and beliefs* , Oxford Univerity Press.

Sinn H.W. (2015b), « Do not perpetuate the Dutch Disease in Europe : lessons from German reunification for a Européan Fiscal Union », *VOX CEPR Policy Portail*, 1er novembre. Consulté sur : https://voxeu.org/article/german-reunification-lessons-european-fiscal-union

Sinn, H.W., T. Wollmershäuer (2012), « TARGET2 loans, current account balances and capital flows: The ECB's rescue facility » *International Tax and Public Finance* 19 (4): 468-508.

Skidelski R. (2017), « Faire revivre l'ajustement des créancier », *Projet Syndacate*, 24 octobre. Consulté sur : https://www.project-syndicate.org/commentary/scarce-currency-clause-trade-imbalances-by-robert-skidelsky-2017-10/french

Stiglitz J.E. (2002), *La grande désillusion*, Fayard, Paris.

Stiglitz J.E. (2004), « Capital-market liberalization, globalization, and the IMF », *Oxford Review of Economic Policy,* vol. 20, n°1, mars, p.57-71.

Stockammer E. (2010), « Financialization and the Global Economy », *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts Amherst, Novembre.

Stockhammer E., Constantine C. (2015), « Neoliberalism, trade imbalances and economic Policy in de Eurozone », *Nova economia*, vol. 15, p. 749-775.

Streeck W. (2014), *Du temps acheté. La crise sans cesse ajournée du capitalisme démocratique*, Paris, Gallimard.

Streeck W. (2015), « Why the euro divides Europe », *New Left Review,* n°95, septembre/octobre, Berlin. Consulté sur : https://newleftreview.org/issues/II95/articles/wolfgang-streeck-why-the-euro-divides-europe

Summer L.H. (2014), « Reflections on the new 'Secular Stagnation hypothesis' », *VOX CEPR Policy Portal*, 30 octobre. Consulté sur : https://voxeu.org/article/larry-summers-secular-stagnation

Terzi, A. (2014), « When Good Intentions Pave the Road to Hell: Monetization Fears and Europe's Narrowing Options », *Levy Institute*, Working Paper No. 810.

Théret B. (2014a), « Etat, finance publique et régulation » dans *Théorie de la Régulation, l'état des savoirs*, La Decouverte, Paris, p. 189-197.

Théret B. (2014b), « Pourquoi on ne peut sortire de la crise actuelle du capitalisme et de la démocratie qu'en sortant de la globalisation financière : un argumentaire », *Teoria Politica***,** nuova serie, Annali IV. pp. 135-165.

The Economist (2016), The Financial markets in an era of deglobalisation, blog *Buttonwood*, 15 decembre . Consulté sur : https://www.economist.com/finance-and-economics/2016/12/15/the-financial-markets-in-an-era-of-deglobalisation

Thirlwall A. (2002),*The Nature of economic growth*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.

Tobin J., (1984), « A Mean-Variance Approach to Fundamental Valuations », Cowles Foundation Discussion Papers n°711R, Yale University.

Toussaint E. (2009), « Extinction ou replâtrage du consensus de Washington », *Le Monde diplomatique,* L'Atlas un monde à l'envers », 2009. Consulté sur : https://www.mondediplomatique.fr/publications/l_atlas_un_monde_a_l_envers/a5382

Trading Economics, database, website. Consulté sur :https://tradingeconomics.com/united-kingdom/inflation-cpi

Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne (2016), *Journal Officiel de l'Union Européenne*, 59^{e} année, 7 juin.

Trichet J.C. (2007), « L'union monétaire en Europe : de Bretton Woods à nos jours », dans : « 50

ans après le Traité de Rome » *Revue d'économie financière*, n°88, 2007, pp. 57-74.

Triffin R. (1960) *Gold and the Dollar Crisis : the Future of Convertibility*, Version française : *L'or et la crise du dollar*, P.U.F., Paris, 1962.

Turner et al. (2010), « The future of finance and the theory that underpins it », *London School of Economics,* London, 2010

Turner A. (2013), « Debt, money and Mephistopheles: how do we get out of this mess? » Occasional Paper, *Cass business school*, London, 6th February.

Turner A. (2014), « Wealth, debt, inequality and low interest rates:four big trends and some implications », *Cass business school,* 26/03/14

Turner A., (2015), *Between Debt and the Devil : Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, 2015

Turner A. (2017), *Reprendre le contrôle de la dette. Pour une réforme radicale de la monnaie, du crédit et de la banque*, Les Editions de l'Atélier/Editions Ouvrières, Paris 2017.

Ulbrich J. Lipponer A., (2014), « Balances in the target2 payment system – a problem ? » *CESIFO Working Paper.*, Consulté sur :. www.bis.org/publ/work393.pdf

Vanthoor W.F.V. (1996) *European Monetary Union Since 1848 A Political and Historical Analysis*, Edward Elgar Pub., London.

Verdoorn, P.J. (1949) "Fattori che regolano lo sviluppo della produttività del lavoro", L'Industria, 1, translated in Pasinetti, L. (ed.) Italian Economic Papers, vol. II.

Passarella Veronese M. (2014), « Against Neoliberalism », *MPRA Paper* n° 60350, University of Leeds, 2 décembre.

Vianello F. (2013), « La moneta unica europea », *Economia e Lavoro*, n°1, p.17-46.

White W. R. (2012), « Ultra easy Monetary policy and the Law of Unintended Consequences » Globalization and monetary policy institute, *FED Dallas*, août.

Wolf M. (2013), " The case for helicopter money », *The economist*, 12 février.

Wray L. R. (2010), « Alternative Approaches to Money », *Theoretical Inquiries in Law*, Volume 11, Number 1 January.

Wren-Lewis S. (2014) « Why the Eurozone suffers from a Germany problem », Consulté sur :http://mainlymacro.blogspot.it/2014/10/why-eurozone-suffers-fromgermany.Html

Wyplosz C. (2013), « Europe's Quest for Fiscal Discipline », *European Economy Economic Papers*, No. 498.

Zawilska-Florczuk M., Ciechanowicz A. (2011), « One country, two societies ? Germany twenty yaers after reunification », *Prace OSW*, n° 35, Warsaw, février.

Zielinski B. (2011), « L'unification économique de l'Allemagne en 1990 », *Vingtième Siècle. Revue d'histoire*, n° 110, Presses de Sciences Politiques.

Titre : Les mouvements de capitaux en union économique et monétaire : approches historiques et théoriques.

Mots clés : financiarisation, intégration financière, unions monétaires, UEM.

Résumé : La libéralisation des mouvements internationaux de capitaux semble liée à l'augmentation et l'exacerbation des crises financières. A partir de la crise de 2007, le coté idéologique de la « *mondialisation heureuse* » a mis en lumière, donnant une nouvelle force, aux voix discordantes que l'on n'avait pas pu entendre avant. La thèse tente d'évaluer l'importance de la libéralisation des mouvements des capitaux sur la stabilité d'un système financier. Le but de ce travail est de mettre en relation les systèmes financiers et différents degrés de libéralisation financière en prenant comme exemple l'Union Economique et Monétaire, qui a conjugué la libéralisation totale du marché des capitaux à l'intérieur de la zone aussi bien que dans les rapports avec l'extérieur . Nous avons envisagé la nécessité ou l'opportunité de règlementer le marché global des capitaux afin de limiter l'instabilité économique et financière. L'Union Monétaire reste la région la plus touchée, celle où la croissance stagne et les crises politiques se succèdent, car ses défauts structurels se sont révélés au grand jour : des divergences économiques croissantes et accentuées par la monnaie unique, le manque d'institutions de gestion des crises bancaires, financières et économiques, le manque d'une culture unificatrice. Dans cet espace, les capitaux circulent librement, la séparation entre l'espace monétaire et l'espace fiscal est très nette, les transferts budgétaires et la mutualisation de la dette sont impossibles, ainsi que l'interdiction du financement monétaire. Le but de ce travail est de montrer que tout cela empêche la coordination des cycles économiques et financiers, et laisse planer le doute sur la possibilité de survie de la zone.

Title : Capitals flows within economic and monetary unions : historical and theoretical approaches

Keywords : financialization, financial integration, monetary union, EMU.

Abstract : The liberalization of international capital flows seems linked to the increase and worsening of financial crisis. Since the financial crisis in 2007-2008, the ideological dimension of "happy globalization" has brought to light and given new strength to dissentient voices that could not be heard before. This thesis tries to evaluate the importance of capital flows on the stability of à financial system. Its purpose is to compare different financial systems and levels of financial liberalization, using the Economic and Monetary Union as an example because it combined full liberalization of the capital market within the zone a well as in relations with the outside. We have considered the need or desirability of regulating the global capital market in order to limit economic and financial instability. The Monetary Union remains the most affected region by the crisis, where growth stagnates and political crises follow one another, because its structural flaws have been revealed: growing economic divergences accentuated by the single currency, the lack of institutions management of banking, financial and economic crises, the lack of a unifying culture. In this economic space, the capital flows freely, the separation between the monetary space and the fiscal space is very clear, the budgetary transfers and the sharing of the debt are impossible, as well as the prohibition of the monetary financing. The purpose of this work is to show that all this prevents the coordination of economic and financial cycles, and leaves some doubt about the possibility of survival of the area.