

Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe

N° 28

Été 2013

Université de Strasbourg : Bureau d'économie théorique et appliquée (BETA).

Editorial - Lorsque les États découvrent les conséquences de leurs choix de Michel Dévoluy, Université de Strasbourg, BETA

La crise a conduit les États de la zone euro à radicaliser leurs méthodes de coordination coercitive de leurs politiques économiques. Ils ont ainsi accentué l'emprise de ce que j'appelle le fédéralisme tutélaire. Mais certains de ces États ne semblent pas avoir mesuré les conséquences de leurs choix. Il est trop facile de s'insurger contre les recommandations d'une Commission tatillonne et intrusive. En réalité, la Commission ne fait rien d'autre que de suivre les grandes lignes stratégiques et politiques tracées par les Chefs d'État et de gouvernement réunis au sein du Conseil Européen. Précisément, tout ce qui arrive était déjà parfaitement programmé dans les Conclusions du Conseil européen des 24 et 25 mars 2011. Ces deux jours là, les Chefs d'État et de gouvernement ont en effet adopté « un vaste ensemble de mesures destinées à faire face à la crise, à préserver la stabilité financière et à créer les conditions d'une croissance intelligente, durable, fondée sur l'intégration sociale et créatrice d'emplois, ce qui permettra de renforcer la gouvernance économique et la compétitivité de la zone euro et de l'Union européenne. »

Ainsi, le Conseil européen de mars 2011 prévoyait très explicitement la mise en œuvre du semestre européen qui renforce la gouvernance économique européenne et accentue le contrôle des politiques des États membres par la Commission. De même, le *Pacte pour l'euro plus*, également présent dans les Conclusions du Conseil européen, envisageait clairement que la Commission joue un rôle central dans le suivi des politiques des États membres.

Toutes ces mesures programmées par le Conseil européen ont pris une forme législative à travers un ensemble de textes. Conformément au Traité en vigueur, c'est la Commission qui a préparé les textes. Ils ont ensuite été

soumis à la procédure de codécision entre le Parlement européen et le Conseil des ministres. Toujours conformément au Traité, c'est à la Commission qu'il revient alors de veiller à l'application de ces textes, jusques et y compris en proposant des recommandations très concrètes aux États membres. Et tout s'est déroulé comme prévu : les textes, ensuite leurs mises en pratique.

Nous avons d'abord eu le *Paquet de six* (Cinq règlements et une directive) et le *Paquet de deux* (deux règlements). Notons que le Mécanisme européen de stabilité (MES) et le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) découlent eux aussi des orientations données par ce même Conseil européen. Mais le MES et le TSCG ont été adoptés selon des procédures de ratifications de traités internationaux.

Par la suite, lorsque la Commission a présenté le 29 mai 2013 ses recommandations précises, pays par pays, elle n'a fait qu'appliquer les textes que le Conseil européen a voulu et que le Parlement européen et le Conseil des ministres ont voté. Des États, dont la France, ont réagi en considérant que la Commission allait trop loin dans ses remarques. Mais ce n'est pas la Commission qui est en cause : elle applique les règlements et les traités. La question de fond est ailleurs. En refusant une union politique au niveau de la zone euro, les États ont accepté de subir les Fourches Caudines d'un fédéralisme tutélaire appliqué et contrôlé par la Commission. Mais, répétons-le, ce sont les États qui ont choisi. Le résultat est là : un fonctionnement insatisfaisant de la démocratie européenne et la présence de règles fortement inspirées de la doctrine néolibérale.

La crise de la zone euro : quelles sont les solutions durables ?

Florence Huart*

La crise de la zone euro perdure et menace son existence-même. Est-ce que l'on peut effacer les dettes publiques des pays en grande difficulté! pour les aider " redresser la situation économique plus rapidement et moins douloureusement # Est-ce que l'on peut mettre en place des mécanismes budé-
taires de solidarité # \$u faut-il! finalement! renoncer " l'euro #

La crise de la zone euro était, au départ, une crise de la dette souveraine, qui a commencé avec la crise grecque à partir de la fin 2009 et qui a suivi la crise financière internationale de 2008-2009. Elle s'est manifestée, sur la période 2010-2012, par une forte divergence des taux d'intérêt de long terme entre les pays de la zone euro et une forte augmentation de l'endettement public dans certains pays membres. Elle est devenue une crise institutionnelle et une crise économique. A ce jour (juin 2013), elle n'est pas terminée, non seulement parce que la zone euro sera encore en récession en 2013 après une récession en 2009 et en 2012 (selon les dernières prévisions macroéconomiques de la Commission européenne, établies au printemps), mais aussi parce que la série des pays en difficultés s'allonge (Chypre et la Slovaquie, à la suite de l'Irlande, la Grèce, le Portugal, l'Italie, et l'Espagne) et que les chefs d'Etat et de gouvernement des pays de la zone euro continuent à tergiverser sur les solutions à apporter pour tourner définitivement la page de cette crise. Parmi les pistes envisagées, ont été évoquées : un effacement des dettes publiques des pays qui ne peuvent plus honorer leurs engagements, un fédéralisme budgétaire et un éclatement de la zone euro¹. Ce sont des solutions radicales, qui ne sont pas toutes souhaitables ou qui présentent des difficultés. Voyons pourquoi, après une mise au point des faiblesses institutionnelles dans le processus de décision européen (un éventail des erreurs à ne plus commettre) au niveau de la zone euro ou de l'Union européenne (UE).

¹ Ce texte s'appuie sur une communication à une conférence organisée par l'IAE de Lille, le 13 mai 2013, sur le thème « La crise de la zone euro : remise des dettes publiques, saut fédéral ou dissolution ».

* Laboratoire EQUIPPE, Université de Lille 1

% des problèmes de supervision et de gouvernance

Dans la gestion de la crise, les pays européens ont montré deux mauvais exemples, qui sont de mauvais signaux pour le futur en ce qui concerne la discipline budgétaire ou financière. En effet, ils ont apporté un soutien à deux pays, qui ne sont pas des parangons de vertu : la Grèce dont on connaît la falsification des comptes publics à deux reprises (2004 et 2009), et Chypre, dont on connaît la spécialisation déséquilibrée du secteur productif avec des institutions financières dont les actifs financiers représentent 7 fois le PIB² (et un secteur bancaire susceptible de bénéficier des activités d'évasion fiscale et de blanchiment d'argent par des non-résidents)³. Néanmoins, au nom d'un principe supérieur de solidarité, il convenait à juste titre d'intervenir pour alléger la souffrance des populations des pays en crise.

Il y a eu des insuffisances dans la supervision et la gouvernance, mais il y a eu aussi des décisions prises pour les corriger. En ce qui concerne la supervision, Eurostat, l'Office statistique des Communautés européennes, a désormais un pouvoir de contrôle sur pièces des comptes publics. Rappelons qu'en 2004, cette institution avait été ébranlée par le scandale des comptes publics grecs falsifiés.

² Données de 2011. Dans les autres pays de la zone euro, les actifs financiers représentent en moyenne 300 % du PIB, sauf en Irlande (2000 %) et aux Pays-Bas (900 %). Source : base de données AMECO de la Commission européenne.

³ En 2008, les principaux pays créanciers de Chypre, qui détiennent des actifs financiers nets vis-à-vis du pays, sont la Grèce, la Russie et la Chine (pour les trois, cela représente plus de 80 % du PIB chypriote), l'Autriche, l'Allemagne, la France, l'Irlande et Guernesey. Source : C. Waysand, K. Ross and J. de Guzman (2010), "European Financial Linkages : A New Look at Imbalances", *IMF Working Paper* No. 10/295.

Mais Eurostat n'est pas la seule institution où la supervision était défaillante. Au sein même de l'Eurosystème – fédérant la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales de la zone euro – il convient de ne pas oublier l'épisode des obligations pourries islandaises détenues au sein des actifs du bilan de l'Eurosystème via la Banque du Luxembourg⁴. Interrogé par le Parlement européen à ce sujet en mars 2009, Jean-Claude Trichet, le président de la BCE, ne semblait pas bien informé. Cet épisode dénotait un manque de transparence de la banque centrale. Une plus grande transparence sur l'établissement des comptes nationaux⁵ et la conduite des politiques économiques nationales est capitale, car il y a un manque de confiance entre les gouvernements des pays du Nord et ceux des pays du Sud de la zone euro, qui fait obstacle à un renflouement solidaire. Pour faciliter cette transparence, émerge l'idée d'une autorité budgétaire indépendante dans chaque pays, qui serait garante de la qualité des informations relatives aux finances publiques. Il existe déjà, en principe, au sein de chaque pays, une Cour des comptes indépendante, qui doit certifier les comptes publics. La responsabilité de l'autorité budgétaire indépendante serait de garantir le respect du principe de sincérité des comptes et des prévisions. En France, un Haut conseil des finances publiques, créé par une loi de décembre 2012 et présidé par l'économiste Michel Aglietta, a justement pour rôle de donner des avis sur l'adéquation de l'orientation des finances publiques avec les règles budgétaires européennes et françaises.

En ce qui concerne la gouvernance, il aurait fallu organiser une restructuration de la dette publique grecque dès la fin 2009, lorsque les économistes savaient déjà que le gouvernement grec était en défaut de paiement. Ce dernier a été déclaré officiellement en 2012, trop tard. Quant à la manière de gérer la crise chypriote en 2013, l'erreur a été la même que pour la Grèce : au début, on se dit qu'il n'est pas nécessaire d'intervenir parce que le pays est petit en proportion du PIB de la zone euro, mais c'est oublier le risque systémique dans l'ensemble de la zone euro, qui est lié aux

interdépendances fortes entre les secteurs bancaires nationaux. Pour aider Chypre, le montant des fonds nécessaires était de l'ordre de « seulement » 17 milliards d'euros (approximativement dix fois moins que l'aide destinée à la Grèce). On a tardé à intervenir parce que c'était moralement peu recommandable (les créanciers des banques chypriotes ne sont pas les petits déposants mais des non-résidents fortunés aux activités inconnues). L'erreur a surtout concerné la méthode d'intervention du gouvernement chypriote : l'idée de changer les règles du jeu sur l'assurance des dépôts, après que l'évènement risqué survient, était incongrue sinon inopportune, car les déposants chypriotes doivent avoir confiance dans le système d'assurance des dépôts (c'est le principe de base pour éviter les ruées bancaires). On ne devait donc pas déclarer que les dépôts d'un montant inférieur à 100 000 € ne seraient plus garantis. Un aspect positif de ces errements est que la surveillance bancaire va être renforcée au niveau supranational.

La zone euro souffre aussi d'un processus de décision trop lent : le président de l'Eurogroupe doit appeler les 17 capitales, les préférences économiques des pays sont hétérogènes, et les calendriers électoraux nationaux retardent et gênent la gouvernance européenne. Dès qu'un grand pays a des échéances électorales dans l'année, des décisions européennes sont repoussées voire abandonnées parce que le contexte politique de ce pays ne se prête pas à des perspectives susceptibles de modifier radicalement l'intégration européenne. Dans la mesure où les calendriers électoraux nationaux se chevauchent, les blocages sont fréquents. Pour corriger cela, il conviendrait d'harmoniser les dates d'élections nationales en ce qui concerne les élections présidentielles et législatives. Chaque pays de la zone euro organiserait le même jour les élections. Cela nécessiterait d'uniformiser la durée des mandats.

(.) n effacement des dettes publiques

L'effacement des dettes publiques présente des risques. Il y a évidemment un aléa moral (au sens où on prend plus de risques quand on est assuré) : les gouvernements pourraient se comporter de manière opportuniste à l'avenir, c'est-à-dire ne pas faire d'efforts pour maintenir des finances publiques saines. L'effacement total n'est pas souhaitable. Une

⁴ Voir A. Sibert (2010), *Love letters from Iceland : Accountability of the Eurosystem*, Vox, 18 May. (2) <http://www.voxeu.org/article/love-letters-iceland-accountability-eurosystem>

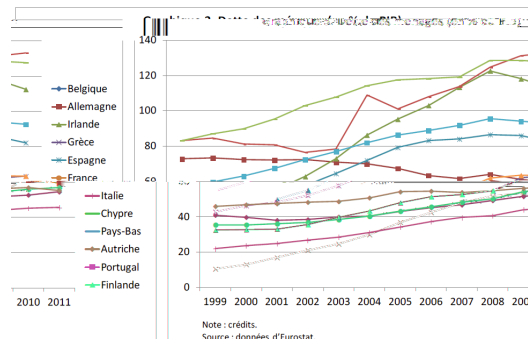
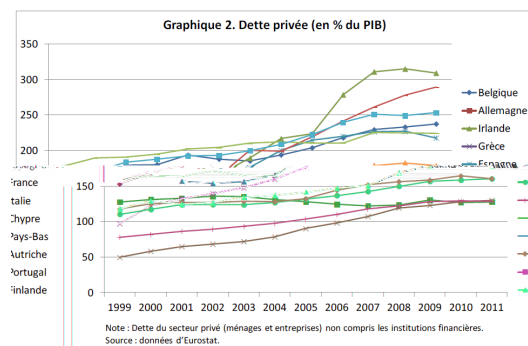
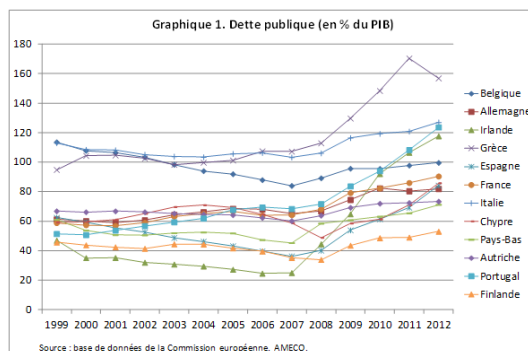
⁵ Dans le préambule du Traité budgétaire de 2012, les États membres s'engagent à s'abstenir « d'accumuler une dette en dehors des comptes des administrations publiques ».

restructuration est préférable à un effacement, et ce, au cas par cas. Par exemple, la maturité des prêts européens à l'Irlande et au Portugal vient d'être allongée de 7 ans. Certes, une restructuration est plus simple à organiser quand les créanciers sont peu nombreux et du secteur public.

Peut-on, au moins, envisager un effacement *partiel* des dettes publiques des pays les plus en difficulté, par exemple de la dette contractée pendant (à cause de) la crise financière ? Dans ce domaine, il convient d'être prudent, car plus on efface, plus les taux d'intérêt sur les futurs emprunts seront élevés (prime de risque de défaut plus élevée). De plus, si on efface, cela veut dire qu'il faudra renflouer les banques, qui détiennent les obligations souveraines⁶. A cet égard, le projet en cours d'union bancaire (supervision centralisée et renforcée) est essentiel⁷. En effet, actuellement, les principaux problèmes sont l'endettement du secteur privé (ménages, entreprises, institutions monétaires et financières) et l'étroite relation de dépendance réciproque (ou « *l'étreinte mortelle* » selon l'expression de l'économiste belge Paul de Grauwe) entre les gouvernements et les banques⁸.

Avant la crise financière de 2008-2009, la dette du secteur public avait tendance à diminuer en proportion du PIB, à quelques exceptions près (graphique 1 *infra*)⁹. Le problème de l'endettement public est bien dû à la crise financière : les dettes publiques ont grossi en raison du renflouement du secteur bancaire (essentiellement en Irlande), de la chute des recettes fiscales pendant la récession, des mesures de soutien de l'activité ou, lors de la crise de la dette souveraine, de l'alourdissement des charges d'intérêts (en premier lieu en Grèce). L'histoire est différente en ce qui concerne le secteur privé (graphique 2), et en particulier les ménages (graphique 3) : on observe une hausse régulière de l'endettement du secteur privé

depuis 1999 (sauf en Allemagne). Avant la crise, l'endettement des ménages avait fortement augmenté en Grèce, en Irlande, en Espagne, en Italie, au Portugal et en Finlande (mais dans ce dernier pays, il est relativement plus faible en proportion du PIB).



⁶ D'après une note de Stefan Collignon dans un document de la Commission européenne (*Eurobonds : concepts and implications*, 2011), les banques allemandes ont déjà renoncé à 22 % de leur capital en effaçant les mauvaises dettes entre 2008 et 2010 (les banques françaises 10 %), et il faudrait renoncer à un peu près autant (23 %) si on effaçait de moitié leurs créances sur la Grèce, le Portugal et l'Irlande (12 % pour les banques françaises).

⁷ Les modalités ne font pas l'objet d'un consensus. Voir le numéro précédent du Bulletin de l'OPEE.

⁸ Cf. P. de Grauwe (2013), "Design Failures in the Eurozone : Can they be fixed ?" *LQSE Working Paper No. 57/2013*.

⁹ Par commodité d'exposition, tous les pays de la zone euro ne sont pas représentés dans les graphiques.

Aujourd'hui, le secteur privé cherche à se désendetter. On voit, d'ailleurs, que la dette des ménages irlandais et celle des ménages espagnols ont diminué depuis 2009 (c'est aussi le cas des ménages allemands). Or, pour réduire sa dette, le secteur privé vend des actifs. Il s'ensuit que les prix des actifs baissent, ce qui met en difficulté financière d'autres agents, qui doivent réduire aussi leur endettement. Il peut alors se produire une spirale déflationniste. Pour arrêter cette baisse des prix, il faut des acheteurs : cela peut être la banque centrale, le gouvernement ou le reste du monde. Dans le premier cas, la BCE a annoncé, fin 2012, un programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) à certaines conditions. Dans le second cas, il y

a une hausse de la dette publique. Dans le troisième cas, la richesse nette de la nation diminue ou sa dette nette s'accroît. Au total, il n'est pas souhaitable que les gouvernements cherchent à réduire trop rapidement la dette publique, car le désendettement concomitant des secteurs public et privé risque de mener à une situation déflationniste, d'autant que les politiques budgétaires restrictives ne permettent pas de sortir de la récession ni, dans ce contexte, de réduire les déficits publics (moins de rentrées fiscales et plus d'allocations versées au titre de l'indemnisation du chômage). Il faudra aussi, à l'avenir, surveiller l'évolution des crédits au secteur privé.

Par ailleurs, les gouvernements et les banques sont très interdépendants, dans la mesure où les premiers ont besoin des secondes pour acheter les obligations d'Etat émises sur les marchés, et dans la mesure où les banques ont besoin des titres publics pour diversifier leurs portefeuilles d'actifs ou pour se refinancer auprès de la BCE. On peut ainsi constater que la part de la dette publique espagnole détenue par les banques espagnoles est de 33 % en 2012 (graphique 4)¹⁰. Quant à la part des titres émis par les

ces titres publics, il y a bien entendu des obligations d'Etat diversement notées (dans une logique de diversification).

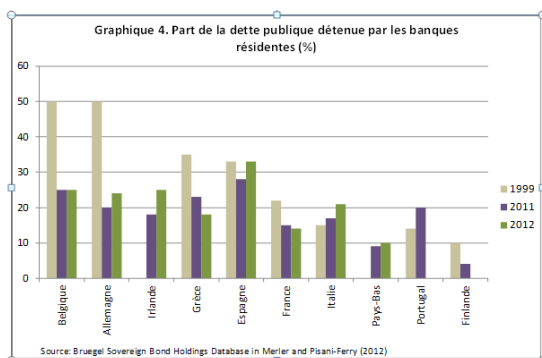
L'étroite relation de dépendance entre gouvernements et banques peut être contraignante en cas d'endettement excessif des uns ou des autres. Si le gouvernement se porte prêteur en dernier ressort du secteur bancaire et si ce dernier a une position financière fragile (des pertes), alors le gouvernement subit des taux d'intérêt plus élevés sur les titres qu'il émet, parce que la prime de risque de défaut augmente si sa dette implicite (garantie de renflouement des banques) augmente. Cela peut le mettre en difficulté de rembourser, et du coup, cela peut détériorer les actifs des banques, qui détiennent les titres publics. Certes, depuis 1999, il y a plutôt une tendance au desserrement de cette « étroite » entre gouvernements et banques. Au total, il faut des politiques de soutien de la croissance pour faciliter le désendettement du secteur privé, et par là, du secteur public.

*. Le fédéralisme budétaire

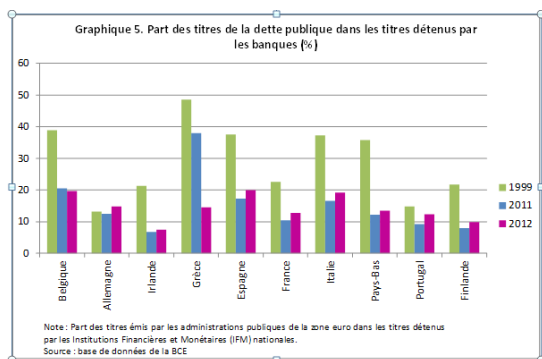
Le fédéralisme budétaire est une forme d'organisation centralisée des finances publiques, qui peut concerner la politique fiscale, les dépenses publiques ou la gestion de la dette. Dans le contexte européen, deux dimensions du fédéralisme budétaire sont envisagées. Dans le court terme, il s'agit de mettre en commun les dettes publiques et de créer des euro-obligations pour faciliter l'accès des pays les plus endettés aux marchés financiers. Dans le long terme, il s'agit de mettre en place un budget fédéral pour amortir l'impact des chocs spécifiques à telle ou telle économie.

Une mutualisation de la dette (euro-obligations)

Mutualiser la dette, c'est donner la possibilité aux Etats membres de la zone euro d'emprunter en émettant des obligations (libellées en euros) sans supporter une prime de risque de défaut spécifique, parce que ces obligations sont des titres sur lesquels l'identité et la qualité de l'émetteur ne correspondent pas à l'Etat emprunteur, mais à une entité commune aux pays, à savoir la zone euro dans son ensemble. Autrement dit, c'est la zone euro qui est l'émetteur de ces obligations, que l'on appelle, donc, « euro-obligations ». Pour les Etats les plus endettés, qui subissent une prime de risque de défaut plus élevée que celle des autres pays, cette



gouvernements de la zone euro dans le portefeuille de titres des banques espagnoles, elle est de 20 % en 2012 (graphique 5). Parmi



¹⁰ Il y a des données manquantes pour certains pays et pour certaines années. Voir S. Merler and J. Pisani-Ferry (2012), "Who's afraid of sovereign bonds", *Bruegel Policy Contribution* No. 2012/2, February.

solution permet une baisse des taux d'intérêt sur les emprunts publics. Mais pour les Etats les moins endettés, cela implique une hausse des taux d'intérêt, si l'entité « zone euro » est moins bien notée qu'eux par les agences de notation. Cela est possible si on considère que cette entité comprend des pays dont la dette publique est très élevée en proportion du PIB (ou les actifs nets de certains pays ne sont pas suffisants pour compenser les passifs des autres). Sans surprise, quand on a évoqué un projet d'euro-obligations en 2011, l'Italie le soutenait ardemment, tandis que des pays dont la dette publique était notée AAA étaient réticents (tels que les Pays-Bas, la Finlande, et l'Allemagne). L'inconvénient majeur de ce type de projet est qu'il présente un aléa moral. Si les Etats ne supportent pas la responsabilité d'une hausse de leur endettement par une prime de risque plus élevée et donc par des taux d'intérêt plus élevés sur leurs emprunts, alors il n'y a aucune incitation à réduire les déficits publics et les dettes publiques. Or, dans une union monétaire, il est nécessaire qu'une discipline budgétaire s'exerce pour éviter que des déséquilibres macroéconomiques importants ne mettent en danger l'édifice monétaire. La crise grecque illustre malheureusement cette nécessité. Lorsque l'on partage une monnaie commune, on doit accepter d'en respecter les règles du jeu. Et si ces règles du jeu sont considérées comme non pertinentes, alors il faut négocier une modification des textes ou quitter l'union (ou ne pas entrer dans l'union pour ceux qui n'y participent pas déjà).

Pour limiter l'aléa moral des euro-obligations, une proposition de créer des « obligations bleues » avait déjà été faite en 2010 par l'économiste français Jacques Delpla et l'économiste allemand Jakob von Weizsäcker¹¹. Leur proposition consistait à

Édhs EzP co& rssG III ansi n'xansrend les dettes puEdl n'y

ne dispose pas de budget propre. C'est une spécificité inédite, car une union monétaire est généralement associée à une union budgétaire, laquelle nécessite une union politique. Autrement dit, pour que la zone euro dispose d'un budget fédéral, il faut réfléchir aussi à la mise en place d'un gouvernement qui exécute ce budget et d'un Parlement qui l'autorise. Pour rendre les choses moins compliquées, on pourrait concevoir qu'une partie du budget de l'UE soit consacrée aux besoins de stabilisation de la zone euro.

Comment fonctionne un budget fédéral sur le plan de la stabilisation ? Jeffrey Sachs et Xavier Sala-i-Martin (1991) ont montré, dans le cas des Etats-Unis, que lorsque le revenu par tête d'un État chute de 1 dollar, les impôts qu'il verse au gouvernement fédéral baissent d'environ 34 cents tandis que les transferts qu'il reçoit du gouvernement fédéral augmentent d'environ 6 cents. Les variations nettes des paiements et transferts fédéraux compensent ainsi 40 % d'une chute de 1 dollar du revenu régional. Le degré de stabilisation est donc de 40 %¹³. Il varie d'une étude à l'autre, entre 15 et 30 % selon la méthodologie utilisée, les pays considérés (Etats-Unis, Canada, Suisse, Allemagne) et la période couverte. Cependant, la fonction de stabilisation est difficilement séparable de la fonction de redistribution. En principe, au niveau d'une fédération, la stabilisation vise à ce que tout Etat, région ou province, riche ou pauvre, bénéficie de transferts automatiques ou de réductions d'impôts dès lors qu'il subit une diminution de revenu temporaire à cause de perturbations spécifiques défavorables. La redistribution, elle, consiste en des transferts au bénéfice des Etats, régions ou provinces, les moins développés, qu'ils soient confrontés à des chocs ou non. A cet égard, si on veut mettre en place un budget fédéral pour la zone euro, alors il faut réfléchir au niveau de stabilisation : vise-t-on une stabilisation des revenus des Etats (régions) ou des revenus des individus ? Par ailleurs, les transferts fédéraux sont susceptibles de perturber un autre mécanisme d'ajustement aux chocs, à savoir la mobilité du travail (soit l'un des critères d'une zone monétaire optimale mis en avant par Robert Mundell en 1961)¹⁴. Au début des années 1990, l'économiste canadien Thomas

Courchene expliquait ce que l'on a pu appeler « la maladie canadienne » : le système d'assurance chômage, qui faisait partie du système fédéral de transferts interrégionaux (entre provinces), a pu susciter des comportements de recherche de rentes, sous la forme de flux migratoires vers les régions où le taux de chômage était élevé, parce que le nombre de semaines travaillées requis pour bénéficier des transferts dépendait du taux de chômage régional, soit 20 semaines pour les zones à faible taux de chômage, mais 10 semaines pour les zones à fort taux de chômage¹⁵.

La mise en place d'un budget fédéral européen rencontre des obstacles d'ordre politique, parce qu'elle implique une perte de souveraineté dans le domaine fiscal : les États membres doivent accepter qu'une autorité supranationale lève un impôt frappant leurs citoyens ou partage avec eux une partie des recettes fiscales nationales, et qu'elle décide de l'affectation de ses recettes fiscales (sur la base de règles préalablement définies). Concrètement, il y a trois possibilités pour mettre en place ce type de budget : créer un impôt européen, centraliser une partie des recettes fiscales ou organiser des transferts conjoncturels.

Premièrement, il faudrait que l'impôt européen ait une base d'imposition large et, si possible, stable (prévisible), et qu'il frappe les bases d'imposition les plus mobiles (comme les entreprises, qui sont les plus susceptibles de faire de l'optimisation fiscale en profitant des différences nationales de réglementation). L'impôt sur les bénéfices des sociétés répond peu ou prou à ces conditions (sauf la stabilité), mais il est peu probable que les États membres acceptent d'abandonner ce type d'impôt (et il n'est pas souhaitable d'avoir une double imposition au niveau national et au niveau européen). En effet, dans le moyen terme, ils ont des contraintes de réduction des déficits publics, et ce type d'impôt a un rendement non négligeable (quoiqu'en diminution). Par exemple, en France, son rendement varie, selon les années, entre 21 milliards d'euros (2009) et 50 milliards d'euros (2008)¹⁶. Vu qu'un impôt sur les transactions financières (obligations,

¹³ J. Sachs and X. Sala-i-Martin (1991) "Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas : Evidence for Europe from the United States", *NBER Working Paper* No. 3855.

¹⁴ R. Mundell (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, Vol.51, No. 4, pp. 657-65.

¹⁵ T. Courchene (1993), "Reflections on Canadian federalism : Are there implications for European economic and monetary union ?" in *The Economics of Community Public Finance*, European Economy, Reports and Studies, No. 5, pp. 123-166.

¹⁶ Source : Rapports annuels sur les prélèvements obligatoires et leur évolution, annexés aux projets de loi de finance.

actions, devises, produits dérivés) n'est pas efficace au niveau national, parce que le volume des transactions se réduit (elles sont faites ailleurs), il serait intéressant de créer un tel impôt au niveau européen. Il faudrait convaincre le Luxembourg de l'accepter (les questions fiscales sont votées à l'unanimité dans l'UE). Son économie étant fortement spécialisée dans les services financiers, ce pays craint que les transactions ne se fassent hors de l'UE si un tel impôt était créé¹⁷.

Deuxièmement, une partie des recettes fiscales nationales, collectées sur un impôt donné, pourrait être partagée avec l'UE (ou la zone euro). A ce sujet, revenons à l'impôt sur les bénéfices des sociétés : il faut uniformiser la définition de l'assiette dans les différents pays. A l'heure actuelle, cet impôt a un taux effectif plus faible que le taux légal, et ce en raison des nombreuses exceptions qui réduisent son assiette ou son montant (abattements, déductions, exonérations, taux réduits, réductions ou crédits d'impôt). Ces exceptions correspondent à ce que l'on appelle les dépenses fiscales (ou niches fiscales en France). Par exemple, la France se trouve dans une situation peu enviable où le taux légal d'imposition des bénéfices des sociétés est parmi le plus élevé dans l'UE, mais où le taux effectif (rapport de son montant à son assiette) est relativement faible. Ainsi, n'est-elle pas le pays qui taxe relativement plus les bénéfices. Cependant, dans leurs choix de localisation, les entreprises observent les taux légaux (officiels) et non les taux effectifs (qu'il faut calculer). Le fait d'harmoniser la définition de l'assiette entraverait aussi les pratiques d'optimisation fiscale des entreprises, et ferait donc moins perdre de recettes fiscales à certains Etats membres. Ensuite, après s'être mis d'accord sur les caractéristiques de cette assiette (et notamment les dépenses fiscales), il faut s'entendre sur le montant des recettes fiscales nationales, qui serait alloué au budget européen : par exemple, la part de chaque Etat pourrait être équivalente à la part des bénéfices des entreprises domestiques dans le PIB de la zone euro ou dans le total des bénéfices des entreprises de l'UE (ou de la zone euro).

Troisièmement, une forme moins ambitieuse de fédéralisme budgétaire est d'organiser des transferts conjoncturels : les pays dont la croissance du PIB est au-dessus de son potentiel versent des transferts au budget

centralisé et ceux dont la croissance est au-dessous reçoivent des transferts. Il y a, naturellement, un problème de versements au budget, lorsque tout le monde est en récession ! De plus, la production potentielle n'est pas mesurée précisément (différences d'évaluation selon la méthodologie). C'est pourquoi, un autre système envisageable est un système de transferts fédéraux reposant sur les différentiels de taux de chômage régionaux (en évitant les anciens problèmes canadiens, mentionnés précédemment). Alexander Italianer et Jean-Pisani Ferry avaient étudié un tel système dans un article paru en 1992 : un Etat membre bénéficierait d'un transfert, proportionnel à son PIB, si l'accroissement annuel de son taux de chômage est supérieur à celui de la moyenne communautaire (de l'UE)¹⁸. Par exemple, chaque différence d'un point par rapport à la moyenne communautaire se traduirait par un transfert annuel reçu d'un point de PIB. Les variations relatives de taux de chômage supérieures à deux points ne seraient pas compensées. On peut penser qu'il faut éviter la manipulation des données du chômage ou les incitations à ne pas lutter contre le chômage. En simulant le fonctionnement de ce mécanisme de stabilisation, les auteurs trouvent qu'une baisse d'un point du PIB relatif, qui se traduit par une hausse de 0,18 point du taux de chômage relatif, donnerait lieu à un transfert de 0,18 % du PIB, soit un degré de stabilisation des chocs de 18 %. Ils ont calculé que le coût budgétaire de ce mécanisme serait en moyenne de 0,23 % du PIB communautaire sur la période étudiée (1984-1991), allant d'un minimum de 0,06 % en 1990 à un maximum de 0,36 % en 1984. On retrouve un système similaire dans les propositions faites dans une note récente du CAE (*op. cit.*).

+ . L'éclatement de l'union monétaire

A priori, une disparition de l'euro n'est pas souhaitable. Outre les gains d'une monnaie unique (diminution des coûts de transaction, meilleure allocation des ressources entre territoires, taux d'intérêt plus faibles), il faut se souvenir des raisons historiques et politiques de la création de l'union monétaire. C'est notamment la France, qui est venue à bout du projet de monnaie unique, en convainquant l'Allemagne, peu enthousiaste d'abandonner le deutsche mark, d'accepter le projet. Elle lui

¹⁷ Hors zone euro, le Royaume-Uni y est opposé pour la même raison.

¹⁸ A. Italianer et J. Pisani-Ferry (1992), « Systèmes budgétaires et amortissement des chocs régionaux : implications pour l'Union économique et monétaire », *Économie Prospective Internationale*, No. 51, pp. 49-69.

a même presque forcé la main : c'était une condition posée par le président français François Mitterrand au chancelier allemand Helmut Kohl en contrepartie de la réunification allemande. Sur le plan économique, la France ne voulait plus se soumettre aux contraintes du Système Monétaire Européen (SME), un système de taux de change fixes ajustables. Depuis la libéralisation des mouvements de capitaux

biens (certes, cela est moins vrai pour les services). Par conséquent, une dépréciation de la monnaie domestique tend à accroître leurs coûts de production. De plus, les petits pays sont généralement obligés d'emprunter en devises étrangères pour financer la dette du secteur public ou du secteur privé, parce que leurs marchés financiers domestiques sont trop étroits (nombre de participants insuffisant). Pour eux, une dépréciation de la monnaie domestique implique des remboursements plus lourds. Et même si un pays peut émettre des obligations d'Etat libellées dans sa propre monnaie, il reste que si sa monnaie tend à se déprécier sur les marchés des changes, alors les taux d'intérêt sur les obligations qu'il émet seront plus élevés, parce que les prêteurs étrangers exigeront une prime de risque de taux de change¹⁹. D'ailleurs, pour l'Italie, le fait d'adopter l'euro lui a permis de bénéficier de taux d'intérêt de long terme beaucoup plus faibles, parce qu'elle ne subissait plus une prime de risque de taux de change²⁰. Et il est aussi notoire que les menaces des responsables politiques grecs de quitter la zone euro (si le pays n'était pas renfloué par les autres) n'étaient pas crédibles, car le coût d'une sortie, en pleine crise, aurait été exorbitant (effondrement de la drachme et taux d'intérêt nettement plus élevés).

Pour les pays qui ont des excédents extérieurs, le flottement se traduit par une appréciation de la monnaie domestique vis-à-vis des autres monnaies. Cela n'implique pas nécessairement une perte de compétitivité, car cela dépend de l'évolution des coûts et prix domestiques, ni une perte de parts de marché, car cela dépend de la qualité de la spécialisation internationale (pour certains biens ou services, les clients étrangers sont prêts à payer un prix élevé si la qualité est élevée ou si le bien ou service n'a pas de substituts proches).

¹⁹ Ils anticipent une baisse de la rémunération du prêt si la monnaie dans laquelle le prêt a été accordé se déprécie vis-à-vis de leur propre monnaie.

²⁰ Il y avait des anticipations de dépréciation de la lire italienne, étant donné les dévaluations régulières de la lire au sein du SME avant 1990 ou les déficits extérieurs croissants avant la crise de change de septembre 1992.

En conclusion, la crise de la zone euro illustre un enseignement de la littérature sur les zones monétaires optimales, selon lequel une union monétaire n'est pas viable si les pays participants ne partagent pas les mêmes préférences de politique économique. On constate que les Néerlandais, les Autrichiens, les Finlandais ou les Allemands, sont attachés au respect des règles en général, et de la discipline budgétaire (équilibre des finances publiques) en particulier. Ils sont irrités de devoir renflouer des pays du Sud qui font fi des règles (la Grèce) ou qui n'ont pas pris des mesures pour éviter une aggravation des déséquilibres macroéconomiques, financiers ou extérieurs (les autres pays du Sud). Une erreur a été d'élargir trop rapidement la zone euro à des petits pays, en croyant que les évolutions économiques dans ces pays n'affecteraient pas l'ensemble de la zone euro. Un des critères d'une zone monétaire optimale est une forte interdépendance commerciale (contribution de Ronald McKinnon en 1963)²¹. Or la part des échanges intra-zone euro dans le commerce extérieur de la Grèce est relativement limitée. Il faudrait au minimum vérifier ce critère à l'avenir, si un pays est candidat à la zone euro. De même, il faudrait s'assurer que le pays partage la même éthique en ce qui concerne le respect des règles de vie en commun. Au regard de ces critères, il ne serait pas étonnant que les pays du Nord songent à une union monétaire entre eux, si jamais les Etats membres ne parviennent pas à s'entendre sur les mécanismes de prévention et de résolution des crises. Il faudra, en tout cas, que les Etats membres n'ignorent plus les critères de la théorie des zones monétaires optimales, parmi lesquels figuraient justement un budget fédéral (contribution de Peter Kenen en 1969)²². Tout bien considéré, une dissolution de la zone euro doit être évitée si elle est une menace pour la construction européenne, qui nous a apporté la paix sur le continent.

²¹ R. McKinnon (1963), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, Vol.53, No. 4, pp. 717-25.

²² P. Kenen (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas : An Eclectic View", in R. Mundell and A. Swoboda (eds), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago University Press, pp. 41-60.

Les stratégies et les performances américaines et européennes en période de crise

Gilbert Koenig*

Les Etats-Unis bénéficient d'une reprise économique qui, malgré sa modestie, semble durable, alors que la Zone euro subit une récession et un chômage très important avec des perspectives d'avenir assez incertaines. La comparaison des stratégies de sortie de crise et des performances américaines et européennes au cours de la période récente permet de spécifier les causes de cette différence. Elle montre que cette divergence dans les évolutions économiques des Etats-Unis et de la Zone euro provient essentiellement des différences dans les fondements théoriques de leurs politiques et dans les caractéristiques institutionnelles et structurelles du cadre de leurs stratégies.

La crise économique qui a culminé en 2009 a entraîné une récession importante aux Etats-Unis et dans la Zone euro et les plans de relance qu'elle a nécessités ont conduit à une détérioration importante de leurs finances publiques. La correction de ces déséquilibres est menée d'une façon différente aux Etats-Unis et dans la Zone euro. Dans le court terme, une reprise de l'activité économique et une amélioration sensible des finances publiques se manifestent aux Etats-Unis, alors que la Zone euro se trouve en récession et éprouve des difficultés à améliorer la situation financières de ses membres. La comparaison des performances et des stratégies de sortie de crise des Etats-Unis et de la Zone euro montre que la différence entre leurs

caractéristiques institutionnelles et structurelles de leurs économies. De ce fait, si les responsables européens veulent s'inspirer de l'expérience américaine pour améliorer la situation économique et financière de la zone euro, il conviendra de réviser les fondements théoriques de leurs actions et d'envisager un certain nombre de réformes institutionnelles.

%. Les performances comparées de la Zone euro et des Etats-Unis

Le tableau suivant permet de comparer les performances réalisées dans la Zone euro et aux Etats-Unis depuis le début de la crise économique et financière et leur évolution attendue.

	Taux de croissance		Taux de chômage		Taux d'inflation		Endettement public (en % du PIB)		Déficit public (en % du PIB)	
	USA	Zone euro	USA	Zone euro	USA	Zone euro	USA	Zone euro	USA	Zone euro
2008	-0,3	0,4	5,8	7,6	3,8	3,3	53,6	70,2	6,6	2,1
2009	-3,1	-4,4	9,3	9,6	-0,3	0,3	65,9	80	11,9	6,4
2010	2,4	2	9,6	10,1	1,6	1,6	74,3	85,6	11,4	6,2
2011	1,8	1,4	8,9	10,2	3,1	2,7	81,6	88	10,2	4,2
2012*	2,2	-0,6	8,1	11,4	2,1	2,5	86,5	92,7	8,5	3,7
2013*	1,9	-0,4	7,5	12,2	1,6	1,6	90,1	95,5	6,8	2,9
2014*	2,8	1,2	7	12,1	1,9	1,5	91,2	96	5,2	2,8

*Estimations

Sources : European Economic Forecast, mai 2013 ; Perspectives économiques de l'OCDE, mai 2013.

évolutions économiques et financières résultent à la fois de celles des fondements théoriques de leurs stratégies et des

La crise économique et financière qui s'est développée à partir de 2007 aux Etats-Unis et qui s'est diffusée ensuite en Europe a

* Université de Strasbourg (BETA)

déterminé en 2009 une baisse importante du PIB dans les deux ensembles économiques et une détérioration forte de l'emploi, notamment aux Etats-Unis. La perspective de cette évolution en 2008 a incité les gouvernements à mettre sur pied des plans de relance dont les effets cumulés avec ceux de la crise ont entraîné une détérioration importante des finances publiques en 2009 et 2010. Ces programmes ont suscité une reprise économique en 2010, mais la croissance économique obtenue n'a pas compensé la baisse importante du PIB de 2009. Pourtant les autorités européennes ont considéré que la crise était terminée et qu'il était temps de corriger les dérives des finances publiques provoquées par la crise et les plans de relance¹. Par contre le gouvernement américain a maintenu son effort de soutien à l'économie.

Les politiques budgétaires restrictives adoptées par les membres de la zone euro ont permis de réduire sensiblement le déficit budgétaire européen en 2011 et 2012 et de ralentir la progression de l'endettement public. Presque tous les pays de la Zone euro ont bénéficié de ces améliorations, mais les situations de leurs finances publiques respectives restent encore très différentes et assez éloignées des objectifs fixés par les Traités. C'est ainsi qu'en 2011, 70% des pays ont encore un déficit public supérieur à 3% du PIB et un endettement supérieur à 60% du PIB. Selon les prévisions de la Commission européenne, la baisse du déficit public de la Zone euro et la hausse de l'endettement public se poursuivront en 2013 et 2014, mais à un rythme moins important que précédemment, notamment à cause de la faiblesse des perspectives de croissance.

L'assainissement progressif des finances publiques s'est accompagné d'une baisse du PIB de la Zone euro, d'un chômage très important et d'une réduction de l'inflation en 2012 et 2013. Ces effets sont sensiblement différents selon les pays. C'est ainsi que la contraction subie par la Zone euro en 2012 résulte surtout de la baisse importante du PIB qui se réalise dans certains pays du sud de l'Europe, comme la Grèce (-4,7%) et le Portugal (-3,3%) et qui n'est pas assez compensée par la hausse du PIB dans les autres pays. A cette dispersion des taux de croissance des pays européens autour de la moyenne de la zone correspond celle du taux de chômage qui variait en février 2013 entre

4,8% en Autriche et 26,4% en Grèce et en Espagne.

La prévision d'une reprise à partir de 2014 se fonde sur l'espoir d'une hausse de la demande intérieure et extérieure. Mais la demande intérieure anticipée reste assez modeste notamment à cause des difficultés d'accès aux crédits bancaires et aux effets du chômage sur le pouvoir d'achat. Quant à la demande extérieure, elle ne peut augmenter sensiblement qu'en cas de reprise économique mondiale à laquelle les Etats-Unis pourraient participer d'une façon importante.

Contrairement à la zone euro, la croissance s'est maintenue aux Etats-Unis en 2012 et 2013, ce qui a permis de réduire le taux de chômage tout en diminuant la pression inflationniste. Cette évolution est due en grande partie à la reprise de la consommation privée favorisée par le redressement du secteur immobilier et les bonnes conditions de crédit. Selon les estimations de l'OCDE, le déficit public qui représentait 10,2% du PIB en 2011 doit passer à 5,2% en 2014. Le Bureau du Congrès pour le budget qui est un organisme indépendant a publié récemment des prévisions encore plus optimistes sur l'évolution des finances publiques américaines. Selon ses estimations, le déficit et l'endettement publics devraient représenter respectivement 4,2% et 73% du PIB en 2013, et 2% et 77% en 2014². Ces prévisions s'expliquent par une hausse des rentrées fiscales provenant de l'accroissement de certains taux d'imposition et de la reprise de l'activité économique, par une baisse de certaines dépenses publiques, notamment dans le secteur militaire, et par le remboursement de plusieurs milliards de dollars effectué par deux organismes de prêts immobiliers que l'Etat avait renfloués pendant la crise financière. Cette amélioration devrait se poursuivre jusqu'en 2016, puis le déficit public devrait progressivement augmenter pour atteindre 3,5% du PIB en 2023 à cause de la hausse des charges de l'assurance maladie et de la dette publique. A cette date, l'endettement public devrait représenter 70% du PIB, ce qui est largement supérieur au taux réalisé au cours de ces dernières années aux USA, mais qui est proche du taux atteint dans la Zone euro de 1999 à 2007. Cette projection suppose que le Congrès ne modifie pas la législation actuelle. Si l'on tient compte

¹ Voir G. Koenig (2010), L'Europe face aux déficits budgétaires de ses membres, *Bulletin de l'OPEE*, n° 22.

² Congressional Budget Office, Analysis of the president's 2014 budget, rapport, Office of Management and Budget, mai 2013.

de différents changements législatifs prévisibles, notamment dans le domaine de la protection sociale, on risque d'arriver à un taux d'endettement de près de 80% du PIB en 2023.

La comparaison des performances économiques et financières de la Zone euro et des Etats-Unis permet de constater que l'écart entre les taux de chômage, généralement favorable aux Etats-Unis depuis 2000, est croissant depuis 2009 et que l'inflation s'est stabilisée dans les deux ensembles avec un taux de croissance américain positif et une réduction du PIB européen. De plus, elle montre que le maintien du soutien apporté par le gouvernement américain à l'économie n'a pas empêché un assainissement important des finances publiques. Selon les estimations du Bureau du Congrès pour le budget, cette amélioration est même plus importante que celle obtenue par la Zone euro avec sa politique de discipline budgétaire. Mais, selon ses projections économiques, le poids de la dette publique américaine risque d'être largement plus important à long terme que dans les périodes précédant la crise. Pour la Zone euro, il semble difficile de faire de telles projections fondées sur l'hypothèse du maintien de la politique actuelle, car le coût en termes de croissance et de chômage du maintien de mesures privilégiant l'assainissement budgétaire risque de susciter des réactions sociales importantes et de rendre ainsi ces prévisions de long terme peu réalistes.

(. Les stratégies de sortie de crise

Les responsables américains et européens ont dû faire face à une crise qui s'est développée en deux étapes. La récession et la hausse du chômage qui se sont manifestées en 2009 ont obligé les pays à mettre en œuvre des plans de relance, puis les effets de ces plans et de la baisse d'activité ont conduit à une détérioration des finances publiques qui nécessite l'adoption de mesures correctives.

Face à cette crise, les stratégies économiques et financières des Etats-Unis et de l'Europe sont fondées sur les principes du libéralisme économique. Mais, ces principes sont appliqués d'une façon pragmatique aux USA et assez dogmatique dans la Zone euro. C'est ainsi que la récession de 2009 a incité le gouvernement américain à prendre des mesures budgétaires mobilisant 5% de son PIB pour relancer son économie sans grande considération des effets immédiats de cette

politique sur les finances publiques. Quant à la Banque centrale, elle a acquis plus de 1000 milliards de dollars de titres publics et privés

L'essentiel de la relance budgétaire est confié aux Etats européens dans le cadre d'un programme élaboré par la Commission européenne. La coordination des plans nationaux se limite aux mesures restrictives des traités qui portent sur les déficits budgétaires et sur l'exercice de la concurrence et qui sont assouplies transitoirement. Quant à la Banque centrale européenne, elle a joué un rôle actif en utilisant à l'extrême les possibilités que lui laissent ses statuts. Dans cette optique, elle a injecté des centaines de milliards d'euro dans le système bancaire et elle a assoupli ses modalités d'intervention³.

A la différence du gouvernement américain, la Commission européenne a exigé que, deux ans après le début du lancement du programme européen de relance, les Etats devaient corriger les dérives de leurs finances publiques par rapport aux normes définies par le pacte de stabilité en réduisant leurs dépenses publiques et en effectuant des réformes structurelles⁴. Elle considérait d'ailleurs que la crise était terminée en 2010, notamment parce que la situation des institutions financière s'était sensiblement améliorée. A la faveur des politiques de rigueur budgétaire mises en œuvre, l'objectif d'un déficit budgétaire inférieur à 3% sera atteint en 2013 et 2014, mais au prix d'un chômage très élevé. Par contre l'endettement public restera encore loin du plafond de 60% du PIB imposé par les Traités. De plus, ces performances sont très différentes selon les pays de la Zone euro.

*. Les causes de la différence de stratégies et de performances économiques et financières

Le choix des instances européennes d'imposer la rigueur budgétaire à certains pays et de la préconiser pour d'autres se fonde sur une conception de la hiérarchie des objectifs de politique économique qui considère que l'assainissement des finances publiques est la condition première du rétablissement de la croissance. Cela suppose qu'à court terme les effets de la restriction budgétaire sur la croissance et le chômage sont faibles ou nuls et qu'à moyen et long terme l'assainissement des finances publiques rétablit la confiance des consommateurs et des investisseurs, ce qui favorise la

croissance. Or, ces hypothèses se sont révélées erronées. En effet, comme le reconnaît le FMI, les effets négatifs de court terme et de moyen terme des mesures de restrictions budgétaires dans la zone euro ont été largement sous-estimés. De ce fait, les prévisions de reprise économique pour 2012 ne se sont pas réalisées. De plus, en incitant les pays à réduire rapidement leur endettement public pour relancer leur économie, la Commission européenne se référait à l'étude de C. Reinhart et K. Rogoff⁵ qui montrait que la croissance ralentissait dans les pays ayant un endettement public supérieur à 90% du PIB. Or, cette étude comporte des erreurs et des lacunes qui mettent en cause l'existence d'un tel seuil⁶.

Les Etats-Unis ont adopté une hiérarchie des objectifs de politique économique inverse de celle de la zone euro. En effet leur gouvernement se fixe comme objectif essentiel la diminution du chômage et compte sur le maintien de la croissance pour renforcer ses efforts d'assainissement financier. Cette différence de stratégie explique en grande partie l'évolution des grandeurs économiques et financières des Etats-Unis et de la Zone euro.

Bien que la stratégie américaine se soit révélée plus efficace, au moins à court et moyen terme, que la stratégie européenne, il aurait probablement été difficile pour les Européens d'adopter une telle politique sans modifications institutionnelles et structurelles. En effet, les dispositions des traités européens qui ont été élaborées pour gérer des situations caractérisées par de faibles fluctuations économiques, n'ont pas assez de souplesse pour être utilisées efficacement en cas de crise grave. C'est ainsi que faute d'une structure fédérale, comme celle des Etats-Unis, dans laquelle le gouvernement central prend toutes les décisions budgétaires, les responsabilités de la gestion d'une crise est assez diffuse en Europe, ce qui retarde les prises de décisions. De tels retards peuvent réduire l'efficacité des mesures, comme l'a regretté récemment le directeur du département de recherche du FMI au sujet de la restructuration de la dette grecque qui aurait dû être mise en œuvre au début de la crise. Par contre, du fait de l'existence d'une

³ Voir G. Koenig (2008), La gestion européenne de la crise, *Bulletin de l'OPEE*, n°19.

⁴ Voir G. Koenig (2010), L'UEM face aux déficits budgétaires de ses membres, *Bulletin de l'OPEE*, n°22.

⁵ C. Reinhart, K. Rogoff (2010), "Growth in a time of debt", *American Economic Review, Papers and Proceedings* 100, p. 573-578

⁶ Voir T. Herndon, M. Ash, R. Pollin (2013), "Does high public debt consistently shift growth? A critique of C. Reinhart et K. Rogoff", *PERI Working Papers Series*, n°322.

monnaie unique, la banque centrale européenne a la responsabilité unique de la politique monétaire comme la banque centrale américaine. Mais, ses statuts sont trop restrictifs pour lui permettre d'agir aussi efficacement que cette dernière. C'est ainsi que la BCE a comme mission principale de stabiliser les prix à un niveau faible, alors que la FED a comme objectif la stabilisation de l'inflation et la lutte contre le chômage de sorte qu'elle s'est engagée en 2013 à ne pas accroître son taux d'intérêt avant que le chômage ait atteint 6,5% de la population active. De plus, ses statuts lui donnent un pouvoir d'intervention plus faible que celui exercé par la FED, notamment en matière d'achats de titres publics et privés qui permettent d'influencer les taux d'intérêt à moyen et long terme. Le caractère légal d'une partie de cette activité a d'ailleurs été contesté récemment devant la Cour Constitutionnelle de Karlsruhe qui pourrait bloquer, par un avis négatif, la participation de l'Allemagne au mécanisme de sauvetage des pays en difficulté. Les dispositions du pacte de stabilité sont également très contraignantes, mais elles ont pu être assouplies. Cet assouplissement n'a été cependant que de courte durée. De plus, il a été rendu beaucoup plus difficile dans l'avenir par les mesures récentes du Traité sur la coordination, la stabilité et la gouvernance et des règlements formant le « 6 pack »⁷.

Mais si les instances européennes se sont plus préoccupées que le gouvernement américain des effets de leurs décisions sur les finances publiques, ce n'est pas seulement pour respecter les normes fixées par les traités, mais aussi pour éviter la défiance des opérateurs financiers qui risquait de renchérir sensiblement le coût des emprunts internationaux. Ce risque est beaucoup moins important aux Etats-Unis à cause de la confiance des opérateurs financiers dans la vigueur de l'économie américaine et dans les moyens mis en œuvre pour vaincre la crise. C'est pourquoi, le coût des emprunts internationaux américains n'a pas été influencé par la dépréciation de la note attribuée à ces emprunts par les agences de notation. La dépendance importante des pays européens, notamment de ceux qui sont en difficulté, par rapport aux appréciations des opérateurs financiers internationaux pourrait être atténuée par la mutualisation des dettes

publiques de l'ensemble des pays de la zone euro. Cela favoriserait des mesures d'assainissement des finances publiques réparties dans le temps et la mise en œuvre de dispositions favorables à la croissance sans la crainte de réactions financières négatives à très court terme.

Même si les politiques européennes de relance et d'assainissement financier étaient analogues à celles mises en œuvre aux Etats-Unis, leurs performances seraient probablement inférieures à cause des différences structurelles des deux ensembles économiques. Selon P. Artus⁸, la supériorité des performances économiques des Etats-Unis par rapport à celles de la Zone euro dans la période récente est due, au moins en partie, aux caractéristiques structurelles suivantes :

- le prix de l'énergie plus bas qu'en Europe grâce à la production de gaz de schiste, ce qui favorise la production et l'investissement dans le secteur industriel,
- la vitesse d'ajustement plus importante des entreprises américaines que celle des firmes européennes en période de récession grâce à la flexibilité du marché du travail, ce qui permet de restaurer plus rapidement qu'en Europe la productivité d'avant la crise,
- la réaction plus rapide des agents économiques américains à la perspective d'une hausse future des revenus et l'importance plus grande des effets de richesse dans les décisions des consommateurs et des investisseurs américains.

Conclusion

Du fait des différences institutionnelles et structurelles des Etats-Unis et de l'Europe, il n'est pas possible de transposer la stratégie américaine de sortie de crise à la zone euro. Une telle transposition pourrait même ne pas être souhaitable, car il est difficile d'en connaître les résultats à long terme. Par contre les instances européennes pourraient tirer quelques enseignements de la comparaison de ces politiques divergentes. Cette comparaison illustre d'abord ce que l'analyse théorique a démontré depuis longtemps : une politique de restriction budgétaire en période de ralentissement ou de récession économique ne peut pas déboucher sur la croissance économique et a peu de chance d'améliorer sensiblement les finances publiques. Elle montre également que le

⁷ Voir D. Broussolle (2012), « Le renforcement de la discipline budgétaire dans la zone euro, gouvernance contre gouvernement économique », *Bulletin de l'OPEE*, n° 26, p.11-18.

⁸ P. Artus (2013), « Quelles différences profondes entre les Etats-Unis et la Zone euro ? », *Natixis Flash économie* n° 224

cadre fixé par les traités européens aux politiques économiques est trop rigide pour faire face efficacement à une crise grave. Bien que la Commission européenne et la BCE aient accepté temporairement quelques assouplissements, un renforcement de la rigidité de certaines dispositions a pourtant été décidé récemment. Enfin, l'absence d'une structure politique fédérale et la séparation stricte des missions de la BCE et de celles des autorités budgétaires nationales ne permettent pas de mener une politique budgétaire centralisée en coordination avec une

politique monétaire ayant également un objectif d'emploi. En l'absence de réformes institutionnelles dans un avenir proche en vue d'une gestion plus efficace d'une crise grave, les pays de la zone euro doivent compter essentiellement sur le renforcement de la reprise mondiale, notamment américaine, pour stimuler leurs économies et résorber un chômage de masse qui devient socialement insoutenable. Mais cette reprise risque d'être handicapée par la faible croissance européenne.

Dérégulation financière et dettes publiques

Michel Dévoluy*

La détérioration des finances publiques semble en phase avec le mouvement général de financiarisation des économies. Cette observation renvoie à une réflexion générale sur les méthodes de financement des dettes publiques.

L'examen des modes de financement des déficits publics permet de rappeler que les Etats, notamment dans la zone euro, ont délibérément choisi d'emboîter le pas de la mondialisation financière. Ils se sont ainsi soumis aux lois du marché et ont accepté de perdre une partie de leur souveraineté. Pourtant, d'autres choix sont possibles, il suffit pour s'en convaincre de regarder l'histoire. Changer de voie exige de prendre du recul par rapport au paradigme en vigueur. L'entreprise est difficile, mais il faut néanmoins accepter de se confronter au problème, même si cela apparaît iconoclaste dans le contexte actuel.

1. Les modes de financement des déficits

Considérons un déficit donné. L'Etat peut faire appel à deux modes de financement : l'emprunt et la création monétaire. Par hypothèse, les possibilités d'une hausse des impôts et/ou de la baisse des dépenses pour réduire ce déficit ne sont pas envisagées ici.

Le recours à l'emprunt pour financer les dépenses de l'Etat passe par l'émission de bons du Trésor. Par ailleurs, l'Etat peut recourir à des dépôts réglementés qui s'apparentent à des emprunts forcés. Cela signifie que la puissance publique oblige certains acteurs économiques à déposer des fonds auprès du Trésor public. Généralement, ces fonds ne sont pas rémunérés. Ces modalités particulières de financement ont été délaissées au sein de la zone euro¹. Elles seraient en totale contradiction avec la logique libérale.

La création monétaire au profit de l'Etat implique le recours à la banque centrale. Cette planche à billets, comme on l'appelle parfois, permet de financer les déficits grâce à

une création monétaire. Concrètement, il s'agit d'avances gratuites faites à l'Etat en créditant le compte du Trésor public. La méthode fut longtemps utilisée et son poids dans le financement global de l'Etat a été variable en fonction des circonstances économiques et politiques. Cette modalité est désormais interdite dans le cadre de la zone euro. Précisément, le financement monétaire des dettes publiques est devenu l'ennemi à combattre sur la base de deux arguments : il serait inflationniste et sa présence inciterait les gouvernements à relâcher l'impératif du sérieux budgétaire.

2. Un regard sur l'histoire

L'histoire économique permet d'observer quelques faits saillants. Au cours des soixante dernières années, le profil du poids des dettes publiques par rapport au PIB des grands pays industrialisés adhérents au système de marché (le G7) fait apparaître une courbe en U. En 1950, le ratio était d'environ 115%, conséquence directe du conflit mondial. Ensuite, il a baissé régulièrement pour atteindre un minimum de 33% en 1974². Depuis lors, ce ratio suit une pente ascendante qui le ramène pratiquement en 2010 au même niveau que celui de 1950. La crise qui éclate fin 2007 n'a fait qu'accélérer cette tendance. Pour la France, les chiffres sont passés de 20% en 1980 à pratiquement 90% aujourd'hui. Ainsi, le poids de la dette publique s'est allégé pendant les *trente glorieuses* caractérisées par l'existence d'un compromis social-démocrate. Par contre, la dette s'est régulièrement alourdie depuis le renouveau du libéralisme. Cette évolution mérite un commentaire. On comprend bien que les dettes aient baissé pendant la période

¹La France a utilisé de façon systématique ces procédures. Elles ont été pratiquement délaissées à partir des années 1980. Il existe toujours en France des « correspondants du Trésor public » qui déposent des fonds, mais cela ne s'inscrit plus dans la logique du financement de l'Etat. Il s'agit d'opérations purement techniques.

* Université de Strasbourg, BETA

²Ce profil des dettes des pays du G7 est repris du *Global Financial Stability Report* publié par le FMI en avril 2010. Cette tendance générale gomme naturellement les situations spécifiques de chacun des Etats concernés. Pour ce qui concerne la France, notons que son budget a toujours été en déficit depuis 1929 à l'exception de quatre années : 1970, 1972, 1973 et 1974.

de croissance forte. Mais il est plus surprenant de les voir remonter depuis que la vision néolibérale s'est imposée, même si la croissance s'est ralentie. En effet, la nouvelle doctrine économique défend le recul de l'Etat et la vertu budgétaire. Elle devrait donc conduire à éviter à tout prix les déficits. Les arguments expliquant cet apparent paradoxe sont connus et largement diffusés. Ils disent en substance : les Etats ont tenu à maintenir les bénéfices de l'Etat providence alors que la croissance ralentissait, que les populations vieillissaient, que le chômage augmentait, que la concurrence mondiale sévissait et que l'inflation n'était plus assez forte pour réduire le poids de la dette réelle. Mais continuons à regarder l'histoire afin d'observer que cette évolution se trouve en parfaite résonance avec la nécessité de soutenir et d'alimenter le processus de financiarisation de l'économie mondiale.

Les instruments qui composent la dette publique sont multiples et ont évolué au cours du temps. Aujourd'hui, la dette publique des Etats de l'UE est financée par l'émission de titres. En prenant l'exemple de la France, l'Etat s'est endetté selon diverses modalités. Avant 1914, les emprunts perpétuels et les titres de rente à très long terme étaient la norme. La planche à billets était également à l'œuvre. Aujourd'hui, 95% de la dette est constituée de titres négociables sur les marchés. Précisément, il s'agit d'obligations assimilables du Trésor (OAT) de bons du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel (BTAN) et de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF). Ces nouvelles procédures offrent une grande souplesse technique et beaucoup d'adaptabilité pour la gestion de la dette. Par ailleurs, ces instruments représentent les contreparties par excellence des opérations de refinancement des banques auprès de la banque centrale (notamment à travers les opérations d'*Open market*) ; ils sont également très appréciés sur le marché interbancaire.

Ainsi, les finances publiques ne sont pas du tout restées à l'abri du mouvement général de financiarisation des économies liée à la dérégulation des marchés et à la globalisation. Mieux, les Etats ont décidé de participer activement à cette nouvelle donne économique. Il leur est apparu rationnel et efficace d'abandonner les vieilles habitudes de financement des dettes publiques afin de recourir aux avantages de la modernité. Mais ce faisant, les Etats ont nourri les marchés financiers. La France n'a pas échappé à ce

mouvement. La création en 2001 de l'Agence France Trésor est à cet égard exemplaire. L'objectif principal de cette Agence est de placer la dette publique sur les marchés internationaux. Ses agents démarchent les prêteurs à travers le monde. Les choix opérationnels de l'Agence France Trésor s'inspirent d'un Comité stratégique marqué par la présence d'un nombre significatif de banquiers connus pour leurs compétences en la matière. En effet, sur les dix membres actuels de ce Comité, sept sont en relation directe avec le monde de la finance privée.

3. La perte de souveraineté financière des Etats

Au cours des trente dernières années, les banques ont été décloisonnées afin qu'elles puissent intervenir sur tous les marchés. Parallèlement, les produits financiers sont devenus de plus en plus sophistiqués et, parfois, opaques. On peut désormais spéculer sur la probabilité de défaut d'un Etat grâce à l'utilisation des CDS (*Credit default swap*). A titre d'exemple, la France a détricoté en trois grandes étapes son système mis en place en 1945 au lendemain de la Seconde Guerre Mondiale : une loi de 1973 sur l'évolution des missions de la Banque de France ; la loi bancaire de 1984 uniformisant le statut des banques ; la loi de 1993 fixant les nouveaux statuts de la Banque de France afin de les rendre compatibles avec la mise en place de l'euro.

En émettant leurs dettes sur les marchés comme n'importe quel autre acteur, les Etats ont totalement joué le jeu de la financiarisation de l'économie. Cette méthode évite la tentation de la planche à billets et le recours à des ressources administrées. Avec la titrisation de la dette publique, le marché devient le régulateur par excellence face aux risques d'insouciance budgétaires des Etats.

Nous sommes ainsi arrivés à une situation originale où des organismes privés à but lucratif (notamment Standard and Poor's, Moody's et Fitch Ratings) jugent sur des critères qu'ils décident eux-mêmes de la capacité financière d'un Etat souverain. Les Etats ont ainsi accepté l'idée qu'ils deviendraient plus économes et plus responsables grâce aux regards du privé. Ces évolutions semblent avoir fait l'objet d'un consensus, à tout le moins jusqu'à la crise. En réalité, elles nous interpellent sur le rôle et la place des Etats face à la globalisation financière. Ne conviendrait-il pas d'extraire les Etats souverains de la course aux bonnes

notes ? On est en droit d'attendre mieux d'une démocratie vivante que sa soumission aux agences de notation et, à travers elles, aux règles imposées par une finance dérégulée au niveau mondial.

4. L'importance de la structure de la dette

La qualité d'une dette publique ne dépend pas uniquement de son volume. La composition de la dette financée par emprunt s'apprécie sous trois critères : la maturité, la nationalité des détenteurs et la monnaie d'émission.

En France, les engagements financiers d'échéance supérieure à un an représentent plus de 80% de la dette. Les calculs du ministère donnent une durée moyenne de la dette en 2010 d'un peu moins de sept années³. Plus la durée est longue, moins le financement de la dette est sensible aux impacts de la conjoncture financière.

Les premiers emprunts sur les marchés extérieurs sont apparus entre les deux guerres mondiales. Pour la France, le président Charles de Gaulle avait tenu, pour assurer l'indépendance du pays, à ce que la dette externe soit totalement remboursée dans les années 1960. Elle a réapparu à partir des années 1980. Désormais, beaucoup d'Etats font appel aux marchés internationaux pour se financer. Mais les situations restent différentes. Les données d'Eurostat de 2009 montraient que 56,9 % de la dette publique française était détenue par des étrangers. Cette proportion était de 50,2 % pour l'Allemagne, 42,7% pour l'Italie, 2,6% pour le Luxembourg et 78,5% pour l'Autriche. Sous ce critère, les situations sont donc très variées. Un Etat dont toute la dette est détenue par le reste du monde apparaît plus dépendant et plus fragile que celui qui n'aurait que ses citoyens comme créanciers.

Enfin, une dette émise en devises étrangères est soumise aux fluctuations des taux de change. Les Etats de la zone euro émettent leurs dettes publiques en Euro, sauf exceptions marginales.

Au total, l'emprunt qui fragilise le plus la souveraineté d'un Etat est une dette financière

de court terme, détenue par des non-résidents et libellée en devises étrangères.

5. Le coût social de la dette

La charge de la dette se mesure dans un premier temps par ce qu'on appelle le service de la dette, c'est à dire les taux d'intérêt. Mais ce n'est pas tout. La dette doit être remboursée, en principe par l'impôt. Par conséquent, les créanciers de l'Etat sont payés sur les impôts de l'ensemble de la collectivité. Il s'agit là d'une forme de redistribution à l'envers, puisque les détenteurs de bons du Trésor sont généralement les citoyens les plus aisés. Il est intéressant d'ajouter ici que le mouvement de déconstruction du système d'assurances sociales au bénéfice des assurances privées est en parfaite cohérence avec le mécanisme de collecte de fonds privés par les intermédiaires financiers en vue du financement des déficits publics. Ainsi, la dette publique et ses modes de financement entraînent un coût social qui va au-delà de la stricte question de son remboursement.

Conclusion : Repenser le financement de l'Etat

Au fil du temps, les déficits publics sont devenus une aubaine pour les marchés financiers. Les Etats sont d'excellents clients et les bons du Trésor facilitent le fonctionnement des marchés interbancaires. Soit. Mais il est légitime de prendre du recul et de débattre sur les modalités de financement de l'Etat. L'enjeu est d'aller vers un financement moins cher, plus juste et qui préserve la souveraineté du politique. Plusieurs pistes peuvent être ouvertes : la monétisation de la dette, l'appel direct au public pour l'achat des bons du trésor, l'achat par la Banque centrale de bons du trésor à taux zéro et l'utilisation des trésoreries des grands acteurs économiques (intermédiaires financiers, compagnies d'assurances, entreprises détenues par du capital public, etc.). Ces modalités sont orthogonales aux visions actuelles. Les rejeter revient à admettre qu'il n'y a pas d'autre voie pour les Etats que de suivre le mouvement de financiarisation des économies. Rien n'est moins sûr au regard de l'histoire et de l'intérêt des sociétés démocratiques.

³Engagements financiers de l'Etat, Annexe au projet de loi de finance 2010.2013-06-16T19:06:11

La dimension macro-prudentielle de la régulation financière introduite par Bâle III

François Barry*, Meixing Dai**

La crise financière globale récente a amené le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire à revoir les Accords de Bâle II. Les nouvelles réglementations renforçant l'exigence en matière de fonds propres et de liquidité des banques et visant à limiter l'effet de levier sont préconisées dans les Accords de Bâle III. Elles seront appliquées de manière échelonnée d'ici (4%5. 16outant des mesures macro-prudentielles aux réformes micro-prudentielles, l'Accord de Bâle III pourrait toutefois être insuffisant pour éviter de grandes crises financières dans le futur.

La libéralisation financière entamée depuis les années 1980 a considérablement accru l'instabilité du système financier, qui peine à se doter d'une capacité suffisante à résister aux chocs et à résorber les déséquilibres. Pour protéger les banques du risque systémique et pour réduire le risque d'une crise bancaire contaminant le reste du système financier et l'économie réelle, les autorités de régulation financière internationales ont successivement adopté les Accords de Bâle I et II. En l'absence de cloisonnement entre les banques régulées et le système bancaire parallèle (*shadow banking*),¹ les arbitrages réglementaires ainsi que les innovations financières débridées et non-contrôlées des banques ont vite rendu ces réglementations micro-prudentielles insuffisantes voire obsolètes, comme le démontre la crise financière globale débutant en 2007. Dans la foulée de la crise, un consensus s'est dégagé chez les chercheurs et les décideurs sur la nécessité pour la régulation financière de prendre désormais une dimension macro-prudentielle (Hanson et al. 2011). Quelques éléments de cette régulation macro-prudentielle se retrouvent intégrés dans les Accords de Bâle III (BIS 2010a), comme le volant contra-cyclique dans le ratio du capital. Nous présentons ici une synthèse des débats actuels sur cette problématique cruciale pour la stabilité financière globale.

2. Insuffisance de la régulation micro-prudentielle face au risque systémique

¹ Celui-ci englobe un ensemble d'institutions non-régulées exerçant des activités d'intermédiation financière.

* Université de Strasbourg

** Université de Strasbourg

La grande crise financière récente démontre que la régulation micro-prudentielle existante pourrait même, du fait de sa pro-cyclicité, amplifier le risque systémique. Les problèmes révélés par la crise poussent non seulement à réformer la régulation micro-prudentielle, mais aussi à introduire des politiques macro-prudentielles.

Le risque systémique

Malgré le consensus sur le fait que le système de régulation financière doit se doter de mécanismes effectifs pour détecter le risque systémique et le gérer, il n'existe pas à ce jour de définition ou de mesure universellement acceptées pour le quantifier. Ceci peut être considéré comme le risque qu'un événement ou une succession d'événements, entraînent des déficiences sévères dans le fonctionnement de services financiers essentiels, tel l'octroi de crédits, pouvant se solder par un effondrement de l'ensemble du système financier. Il s'agit d'une situation d'instabilité financière généralisée, au point d'affecter sévèrement la croissance économique et le bien-être social.

La vulnérabilité du système financier vient de sa complexité, de son opacité, de l'interconnexion entre les institutions financières, et du fait que ces dernières créent et emploient une grande variété d'instruments qui leur permettent d'augmenter l'effet de levier, mais les rendent très fragiles face aux chocs.

Les limites de la régulation micro-prudentielle

Beaucoup d'observateurs considèrent que le système de régulation effectif avant la crise était déficient à cause de son caractère essentiellement micro-prudentiel (Blundell-Wignall et Atkinson 2010). Les régulations imposées par les Accords de Bâle I et II souffrent de nombreuses faiblesses. En particulier :

- Le minimum de fonds propres exigé par ces accords ne pénalise pas la concentration du portefeuille sur certains engagements. De plus, l'approche de Bâle I et II en matière de pondération des risques encourage la concentration des portefeuilles sur les actifs à faible risque (les obligations d'Etat, les crédits hypothécaires et les prêts interbancaires) ainsi que l'utilisation des produits dérivés comme les CDS (credit default swap) qui permettent de couvrir les risques de défaillance, pour réduire le besoin du capital.
- Utilisant un facteur de risque global unique, le modèle mathématique à la base de l'approche de Bâle I et II ignore la contribution du risque spécifique d'un pays au risque systémique global et les expositions excessives des institutions à certains risques.
- Les Accords de Bâle I et II négligent les risques pris par les institutions financières dans leurs activités de marché, notamment celles de titrisation des crédits en direct ou via des filiales dédiées, et les activités hors-bilan. Les risques de contrepartie dans ces activités interconnectant un nombre important d'institutions financières sont sources de contagion en cas de crise de liquidité.
- La régulation du capital est pro-cyclique, dans la mesure où les risques sont sous-estimés en période d'expansion et surestimés en période de récession, d'autant plus que l'évaluation des actifs est basée sur leur valeur courante de marché. De plus, la mesure du risque est faite à un instant donné et non sur le cycle complet et les politiques de rémunération favorisent une prise de risque excessive dans le court terme sans se soucier des conséquences néfastes des positions ainsi prises sur le cycle complet. Enfin, les banques sont responsables de leur propre évaluation des risques.

Ces problèmes ne pourraient être résolus ni par les autorités de surveillance qui pourraient être complaisantes avec les

institutions nationales et/ou incapables de mieux prédire les risques que les institutions soumises à leur surveillance, ni par la discipline des marchés financiers dont l'efficacité informationnelle ne semble pas se vérifier, comme l'atteste la formation de nombreuses bulles spéculatives dans le passé récent.

La critique essentielle formulée envers la régulation micro-prudentielle est qu'elle ne prend pas en compte l'impact, particulièrement indésirable en cas de crise, de l'ajustement des portefeuilles des banques individuelles sur la performance globale du système financier et de l'économie. Lorsqu'un régulateur pousse une banque à restaurer son *ratio du capital*, il est indifférent que cette dernière l'ajuste en acquérant du capital ou en diminuant leurs actifs. Or, en période de crise, une réduction simultanée des actifs de plusieurs institutions pourrait être très néfaste pour la stabilité financière et très nuisible à l'économie.

(. Les politiques macro-prudentielles

La régulation macro-prudentielle, dont l'objectif constitutif serait d'assurer la stabilité du système financier dans sa globalité, impose aux autorités de régulation d'affiner l'analyse des déterminants du risque systémique et de disposer d'outils innovants et adéquats pour le traiter.

Les objectifs de la politique macro-prudentielle. L'approche macro-prudentielle vise à limiter le risque de crise financière affectant l'ensemble du système, afin de maîtriser leur coût au niveau macroéconomique. Contrairement à une approche micro-prudentielle qui privilégie l'équilibre partiel et la résistance des institutions financières individuelles, l'approche macro-prudentielle insiste sur l'équilibre général et cherche à assurer une stabilité financière globale.

La finalité d'une politique macro-prudentielle est de prévenir l'apparition d'un risque systémique et de réduire ainsi la probabilité d'occurrence d'une crise financière, ou d'en diminuer l'impact s'il est impossible d'en empêcher la matérialisation. De telles politiques sont complémentaires par rapport aux politiques micro-prudentielles.

Les politiques macro-prudentielles sont définies, outre leur objectif, sur la base de deux autres éléments : 1) leur champs analytique qui est le système financier dans son ensemble, y compris les interactions

entre les sphères financière et réelle de l'économie ; 2) les instruments de leurs actions et leur utilisation. Selon les analyses que l'on fait du système financier dans son ensemble, les instruments de politiques macro-prudentielles peuvent être très différents. La limite des connaissances sur le système financier implique une capacité réduite des autorités de régulation à développer des outils efficaces, d'autant plus que l'objet des régulations et des surveillances financières, c.-à-d. les institutions et les opérateurs, réagissent à celles-ci en modifiant leur comportement.

L'analyse du risque systémique en vue d'une régulation macro-prudentielle

La parfaite compréhension des déterminants du risque systémique par les autorités macro-prudentielles est nécessaire au travail d'identification des menaces pour la stabilité financière. Pour détecter l'émergence du risque systémique et le réduire, il convient de distinguer sa dimension temporelle de sa dimension transversale, dont les évolutions sont souvent liées voire indissociables (Borio 2009).

La dimension temporelle reflète la formation de risque systémique au cours du temps, conséquence du comportement pro-cyclique des institutions financières, et se manifeste par l'apparition des cycles financiers. Il est essentiel de savoir comment le risque systémique est amplifié par les interactions au sein du système financier, et entre ce dernier et l'économie réelle. Les signes avant-coureurs qui s'inscrivent dans cette dimension traduisent ce que l'on appelle le « *paradoxe de l'instabilité financière* » (Borio et Drehmann 2010) : plus le système financier paraît robuste, plus il est vulnérable. Les sources du risque systémique tendent à s'accroître dès l'instant que les banques et leurs clients jugent le système stable et solide. La perception d'un faible niveau de risque crée une situation artificiellement robuste où l'offre de crédits est singulièrement forte, les prix des actifs sont anormalement élevés, les profits sont relativement confortables, etc. Or, ce qui semble peu risqué est en fait la démonstration d'une forte prise de risque. On remarque ainsi que les crises financières apparaissent avant que le niveau de production et l'offre de crédits aient significativement baissé, compliquant encore un peu plus le travail de détection des autorités macro-prudentielles.

La dimension transversale s'intéresse au mode de répartition du risque agrégé dans le système financier à un moment donné, autrement dit, aux relations et interconnexions entre établissements financiers. Le problème essentiel ici est l'existence d'expositions communes (corrélées) des institutions financières. L'autorité de régulation doit prendre en compte trois facteurs critiques considérés comme propices à l'amplification du risque dans le système financier. Le premier est un niveau excessif de l'effet de levier qui correspond au ratio des engagements financiers sur les fonds propres. Il est aussi une variable clef dans l'analyse de l'évolution des cycles financiers. Un surcroît de ce ratio permet d'accroître la rentabilité des capitaux propres grâce à l'utilisation intensive de capitaux empruntés, à condition que le coût de l'endettement soit inférieur à la rentabilité économique des fonds. Or, les banques dont l'effet de levier est le plus élevé s'exposent mécaniquement à plus de risques. Plusieurs banques au cœur de la crise de 2007 avaient vu leur effet de levier considérablement augmenter les années passées, et ce jusqu'à l'inversion du cycle financier.

Le deuxième facteur est la forte propension à l'exposition et à la prise de risque qu'ont les institutions financières. Qu'un risque individuel semble modéré aux yeux de l'institution qui l'a pris, ne garantit pas qu'il n'ait en réalité des conséquences désastreuses pour le système dans son ensemble. En effet, les incitations asymétriques, qui consistent à attribuer des primes importantes lors des succès spéculatifs et peu ou pas de pénalité en cas d'échec, conduisent à une prise de risque excessive des opérateurs financiers qui sont à la recherche de gains de court terme et qui ne se soucient guère des conséquences potentiellement néfastes à long terme de leurs engagements.

Enfin, le dernier facteur est l'extraordinaire complexité du système financier. Elle se caractérise entre autres par les nombreuses interconnexions entre les institutions financières qui se traduisent par un accroissement disproportionné des engagements entre celles-ci au fur et à mesure que les prix des actifs augmentent, aggravant ainsi considérablement le risque de contagion (Shin 2010).

Caractéristiques des outils standards des politiques macro-prudentielles

Il n'est pas toujours aisé de distinguer les politiques micro- et macro-prudentielles car d'une part, certains outils peuvent être interprétés comme des instruments destinés à la fois aux politiques micro- et macro-prudentielle, et d'autre part, nombreuses sont les mesures qui revêtent une apparence macro-prudentielle, sans pour autant cibler clairement la stabilité du système financier dans son ensemble.

Les instruments macro-prudentiels cherchent à combiner l'effet des deux dimensions du risque systémique. Pour en maximiser l'efficacité, ils doivent s'adapter aux deux phases de son développement. Lors de la phase d'accumulation, les outils préventifs se doivent d'accroître la résistance du système financier - par la création de coussins de fonds propres contra-cycliques (*capital buffers*) -, et de maîtriser l'amplitude des cycles financiers - par l'introduction des mesures modérant l'offre de crédits, le respect de plafonds sur les ratios de la dette sur le revenu (*debt-to-income ratio*) ou du prêt sur la valeur des actifs (*loan-to-value ratio*), de limites sur les décalages de liquidité (*liquidity mismatch*), etc. Dans la phase de matérialisation, il est essentiel de tempérer, via, entre autre, la communication, les éléments d'instabilité financière et de limiter les ajustements de panique suite aux révisions des différents agents. Tous les outils ne s'utilisent pas de la même façon, dans les mêmes conditions, et pour les mêmes types de risques. Il est ainsi important d'éviter une approche qui consiste à utiliser un seul type d'instrument pour résoudre toute sorte de risque systémique.

Les différents outils susmentionnés peuvent sembler a priori micro-prudentiels, du fait que l'on a l'impression de traiter chacune des banques au cas par cas (c.-à-d. au niveau micro). Toutefois, nous les interprétons bel et bien comme des outils macro-prudentiels, dans le sens où leur finalité est clairement de limiter le risque systémique et la pro-cyclicité. A notre avis, il convient de considérer un outil comme macro-prudentiel dès l'instant qu'il permet de réduire la probabilité de formation d'un risque financier systémique. En particulier, pour des outils qui traiteraient de l'interdépendance entre les banques, de l'uniformité des portefeuilles ou du fonctionnement du système bancaire parallèle, le terme 'macro-prudentiel'

prendrait tout son sens, sans aucune ambiguïté, de par la nature des problèmes évoqués et du fait que l'on perçoive clairement leur allure globale et systémique.²

*. Les Accords de l'Article 227 vers une surveillance macro-prudentielle

Pour remédier aux lacunes des Accords de Bâle I et II révélées par la crise financière globale, les Accords de Bâle III tentent de dépasser l'approche purement micro-prudentielle des régulations antérieures. Pour cela, Bâle III propose un ensemble d'outils de régulation financière contra-cycliques, avec des bénéfices attendus en termes de stabilité financière.

Contexte

Les Accords de Bâle III, publiés par le Comité de Bâle le 16 décembre 2010, visent à rétablir surtout la confiance gravement ébranlée par la crise récente et à réduire au mieux la probabilité d'apparition et la gravité des crises à venir, en limitant les comportements imprudents et en renforçant la solidité des institutions financières. Sous l'impulsion du Conseil de stabilité financière et du G20, une réforme internationale est en cours.

Plus que le simple renforcement des instruments micro-prudentiels, le Comité de Bâle propose également le développement de politiques macro-prudentielles. Les façons d'intégrer ce nouvel instrument dans la boîte à outils prudentiels ont été discutées au niveau international, européen, comme national. Dans ce contexte, la Commission européenne a créé le Comité Européen du Risque Systémique (CERS), dont la vocation est de devenir l'autorité européenne pour la surveillance macro-prudentielle. Si de tels organismes ont vu le jour, c'est grâce aux progrès réalisés dans le domaine du risque systémique et à l'analyse de la pro-cyclicité, et plus généralement à la meilleure compréhension de l'instabilité financière.

Bâle III est la troisième série des accords de Bâle. En 1988, le Comité de Bâle publie un ensemble d'exigences de fonds propres pour

² Dans ce sens, des outils mis en œuvre dans le cadre de Bâle III pour réguler l'effet de levier, la liquidité et le capital bancaire en fonction du cycle financier sont en général considérés comme macro-prudentiels (Blundell-Wignall et Atkinson 2010, Yellen 2011). Cet avis n'est pas partagé par tous. Ainsi, Shin (2011) considère que les mesures de Bâle III sous la forme acceptée en 2010 sont exclusivement micro-prudentielles. Pour une distinction entre les outils entre micro- et macro-prudentiels, voir Frait et Komarkova (2011).

les banques dans les Accords de Bâle I, exigences transposées en loi dans les pays du G10 en 1992. L'accent est mis sur le risque de crédit et la quantité de fonds propres doit renfermer le passif des banques pour faire face à d'éventuelles pertes. Les banques doivent respecter le ratio Cooke, à savoir, l'obligation de financer 8% de leurs actifs pondérés par des fonds propres (4 % de « Tier 1 » dont 2% de « Core Tier 1 », et 4 % « Tier 2 »).³ En 2004, Bâle II propose le ratio McDonough qui, en tant que version raffinée du ratio Cooke, élargit la gamme des risques couverts et perfectionne la méthode de calcul des coefficients de pondération des risques. Les Accords de Bâle III introduisent un ensemble de règles actualisées concernant entre autres les exigences de fonds propres imposées aux banques.

En raison des sous-pondérations des risques pratiquées par les banques mais autorisées par les Accords de Bâle II, des arbitrages réglementaires et des transferts de risque vers le système bancaire parallèle non-réglémenté, les fonds propres des banques sont très en-dessous de ces seuils assurant la résistance du système financier aux chocs financiers. Le rôle de Bâle II a largement été remis en cause, tant avant qu'après la crise. Des études incitent à penser que non seulement Bâle II n'aurait pas pu empêcher la crise, mais qu'il en aurait même amplifié l'impact, du fait qu'il renforce la pro-cyclicité du système financier (Rochet, 2008). On peut se demander si Bâle III aura des effets collatéraux comparables. La réponse dépendra essentiellement de l'adéquation entre les problèmes à traiter et les outils conçus, et de la façon dont les accords et les outils seront mis en place.

Règles et outils proposés par les Accords de Bâle III

Le Comité de Bâle joue un rôle clef dans la conception du régime et des nouveaux instruments de régulation propres aux Accords de Bâle III. Leur premier objectif est de réduire la tendance qu'a le système

³ Le capital Tier 1 est composé des fonds propres de base (Core Tier 1), c.-à-d. actions ordinaires ou capital social, et réserves moins les actions détenues en autocontrôle et les survaleurs d'acquisition, et d'autres éléments incluant, les actions de préférence (sans droit de vote), les obligations convertibles et les titres super subordonnés à durée indéterminée. Le capital Tier 2 correspond aux fonds propres complémentaires, visant à absorber les pertes en cas de liquidation. Il inclut un ensemble d'instruments financiers satisfaisant des critères définis par le Comité de Bâle notamment en matière d'exigibilité, de durée, de rachat, et de paiement de coupon ou principal. Pour plus de détails, voir BIS (2010a).

bancaire à amplifier les fluctuations des cycles économiques par une offre excessive de crédit lors des périodes prospères et leur compression exagérée lors des phases de tension. Pour y répondre, les autorités restent dans la lignée des Accords de Bâle I et II, à savoir que les exigences minimales en matière de fonds propres passent de 8% à 10,5% (6 % de « Tier 1 » dont 4,5% de « Core Tier 1 », et 2 % « Tier 2 ») incluant un volant de conservation de fonds propres égal à 2,5% des actifs pondérés. Ce volant, constitué des actions ordinaires et des réserves, pourra être mobilisé en période de tensions.

Cet outil que l'on peut qualifier de micro-prudentiel est ainsi complété par un nouvel instrument macro-prudentiel : l'introduction d'un volant de fonds propres contra-cyclique obligatoire, de 0% à 2,5%. Les banques devront constituer un coussin contra-cyclique en phase ascendante du cycle financier, pour les utiliser lorsque survient une phase descendante, afin d'en neutraliser les effets néfastes. Les agences bancaires ne commenceraient à créer leur coussin contra-cyclique qu'une fois que le ratio du crédit rapporté au PIB (*credit-to-GDP ratio*) est supérieur à un certain niveau, et ne les utiliseraient qu'après avoir accusé des pertes sévères ou constaté une baisse dangereuse de l'offre de crédit. Plus que de limiter le risque d'apparition d'une crise bancaire, un tel instrument permettra de maîtriser le boom originel, en modérant la croissance du crédit en période d'expansion.

Une mesure micro-prudentielle avec aspect macro-prudentiel, à savoir la surveillance de l'effet de levier des institutions financières, voit le jour avec Bâle III. Un levier élevé augmente la rentabilité potentielle d'une banque, mais aussi son risque de pertes. Dans les règles de Bâle, le ratio des fonds propres est appliqué aux actifs pondérés en fonction de leur niveau de risque respectif. Les grandes banques sont autorisées à déterminer elles-mêmes leurs coefficients de pondération des risques, ce qui n'est pas exempt d'effets pervers, car elles peuvent être tentées d'attribuer des coefficients plus faibles à leurs actifs afin d'augmenter leur effet de levier.

Bâle III s'attaque à ce problème et prévoit l'introduction d'un plafond de l'effet de levier, limitant le montant total des actifs qu'une banque peut posséder en fonction de ses fonds propres. Le ratio de l'effet de levier sera calculé en divisant les fonds propres Tier 1 par les actifs totaux. Ce ratio, ne prenant pas en compte les coefficients de

pondération, s'élèverait à 3%. Autrement dit, pour chaque euro de capital, une banque pourrait prêter jusqu'à un plafond de 33,3 euros. Cet outil permettrait de limiter la prise de risque des institutions financières, ce qui ne plaît pas aux banques qui investissent principalement dans des actifs à faibles risques, car elles considèrent qu'un tel plafond freinerait leur activité.⁴ De plus, nombreuses sont les banques qui s'opposent à l'idée de publier leur effet de levier.

Enfin, Bâle III prévoit d'introduire deux ratios de liquidité pour 2015 afin de limiter la transformation d'échéance par les banques, qui consiste à emprunter à court terme à l'aide d'instruments liquides et à placer les fonds ainsi obtenus dans des actifs de long terme non-liquides. Ce décalage de liquidité permet aux banques de gagner une marge correspondant à l'écart entre les taux d'intérêt de court et de long terme, qui s'accroît avec l'écart entre les échéances. En contrepartie, elles courent le risque de liquidité, matérialisé par des difficultés à se financer à l'échéance des emprunts de court terme, les obligeant ainsi à vendre des actifs de long terme à des prix sacrifiés. Les deux ratios de liquidité bancaire obligent les banques à conserver une réserve de liquidité minimale. Le premier est un ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio*), qui impose aux banques de détenir suffisamment d'actifs liquides pour couvrir les sorties nettes de trésorerie prévues pendant les trente prochains jours. Le second est un ratio structurel de liquidité à long terme (*net stable funding ratio*), dont la finalité est d'assurer que les institutions bancaires disposent de ressources suffisantes pour couvrir les besoins de financement des douze prochains mois. Il est important de noter que les problèmes de liquidité peuvent être le symptôme de troubles plus fondamentaux, tels que la méfiance des investisseurs quant à la solvabilité d'une banque.

Conséquences et bénéfices attendus

Les recommandations devaient être transposées en droit national et/ou communautaire par les Etats membres du Comité de Bâle, et ce avant le 1er janvier 2013. Le processus est donc toujours en cours dans de nombreux Etats, comme dans l'Union Européenne, par le biais d'un texte législatif

⁴ Comme on l'a constaté dans la crise de la dette souveraine en zone euro, le risque sur les obligations d'Etat peut être important, bien qu'elles aient été considérées comme sans risque, ce qui invalide leur critique.

appelé le CRD 4 (*Capital Requirements Directive 4*). Quant aux banques, elles ont jusqu'à 2019 pour appliquer les règles préconisées par le Comité, mais doivent s'y préparer dès aujourd'hui.

Nombreuses sont les institutions bancaires qui critiquent ouvertement les règles que les autorités de régulation proposent de leur imposer. La plupart des banques européennes prétendent par exemple que la réforme entraînerait une baisse significative des prêts aux entreprises et aux particuliers. Or, d'après la Commission européenne, l'application du nouveau dispositif en matière de fonds propres ne devrait réduire l'ensemble des prêts que de 1,8% d'ici 2020-2030, et ne devrait entraîner qu'une hausse de 0,15% de leurs taux d'intérêt.

Contrairement à ce que prétendent certaines banques, cette réglementation, bien que plus stricte, ne se limitera pas à les pénaliser. Fondées sur des hypothèses classiques, les résultats des analyses rigoureuses du Comité de Bâle (BIS 2010b et 2010c) attestent que les nouvelles normes n'auraient qu'un faible impact négatif sur la croissance économique lors de leur mise en place et que les bénéfices économiques inhérents aux exigences en capital et liquidité excéderaient nettement leurs coûts.

On peut toutefois reprocher à de telles études d'être menées par des organismes à la fois juges et parties. En réalité, les limites des Accords de Bâle III ne résident pas tant dans leur aspect contraignant pour les banques, ou dans leurs conséquences pour la croissance économique. Leurs faiblesses se situent ailleurs.

+ . Et apr' s /Ole 222 #

Avec Bâle III, les autorités poussent la régulation plus loin, à l'aide de règles plus strictes et d'outils innovants. Toutefois, les recommandations faites par le Comité de Bâle ne sont pas exemptes de certaines lacunes et insuffisances.

Insuffisances et problèmes laissés en suspens par Bâle III

Bien que l'arsenal financier déployé par Bâle III soit plus macro-prudentiel que celui des accords antérieurs, certains facteurs du risque systémique restent en suspens, d'autres s'en retrouvant même renforcés.

La réforme ne répond pas efficacement au problème d'interdépendance entre les banques. Or, c'est l'interdépendance

croissante qui est à l'origine de la vulnérabilité du système financier et constitue le facteur d'amplification d'une crise.

Une préoccupation parallèle, sur laquelle Bâle III ne s'engage pas, est celle de l'uniformité des portefeuilles, à savoir que les banques ont tendance à acquérir des actifs similaires, remettant en cause, par la même occasion, la stabilité du système. Le risque majeur d'un tel comportement se trouve dans la formation et l'explosion de bulles qui se caractérisent par la vente simultanée de mêmes actifs par toutes les banques et qui peuvent se matérialiser par une crise financière généralisée.

Quant au fait que la plupart des grandes banques ne peuvent effectivement pas faire faillite (*too big to fail*), il pose un problème d'incitation évident et s'avère propice à l'apparition d'aléa moral dans leurs comportements. En effet, si les coûts d'une éventuelle faillite sont couverts par l'Etat (et donc par les contribuables), les banques ne seront pas incitées à renforcer leurs fonds propres pour l'éviter. Cela remet considérablement en cause l'efficacité présumée des règles de Bâle III, tant ces banques chercheront à les contourner ou les ignorer.

Comme s'il avouait son impuissance face à sa complexité et son opacité, Bâle III ne cherche en aucun cas à réglementer le système bancaire parallèle. En plus, les règles qu'il impose aux institutions financières tendent de le renforcer. L'existence d'un secteur non-réglé peut inciter les banques à déplacer une partie de leurs activités vers le circuit parallèle, afin de réduire leurs besoins en matières de fonds propres. Sachant que l'innovation financière permet de réduire les coûts et de contourner la réglementation, on peut imaginer que de nouveaux instruments financiers verront le jour après Bâle III, instruments qui porteront le germe de la prochaine crise systémique. C'est le cas de la titrisation et des activités hors-bilan dont le développement s'accélère avec Bâle I et II.

En définitive, Bâle III risque de n'être surtout efficace qu'en termes de sécurité pour les banques à l'échelle individuelle, limitant ainsi son impact sur la prévention du risque systémique. Les Accords de Bâle III relèvent plutôt de l'occasion manquée, dès lors que les outils macro-prudentiels proposés se limitent à des règles très ciblées et chiffrées, et aucunement à des révolutions majeures dans la façon d'appréhender les problèmes précités, dont la régulation s'avère pourtant

plus que décisive pour la réduction du risque systémique.

Quelle coordination entre politiques macro-prudentielles et politique monétaire ?

Les politiques macro-prudentielles risquent de rentrer en conflit avec des politiques macroéconomiques, plus particulièrement, la politique monétaire qui cherche avant tout à assurer la stabilité des prix. De par la nature fondamentalement multidimensionnelle, instable et complexe des cycles financiers, les effets des politiques macro-prudentielles seront toujours plus incertains et plus difficiles à mesurer que ceux de la politique monétaire.

Cherchant toutes deux à modifier le comportement des agents, les politiques macro-prudentielles fonctionnent partiellement à travers les mêmes canaux de transmission que la politique monétaire, tel celui du crédit. Le risque encouru est ainsi de voir les premières altérer l'efficacité de la seconde, qui est à son tour susceptible de dénaturer les objectifs des premières. Des taux directeurs faibles, par exemple, peuvent stimuler le comportement pro-cyclique des banques et les inciter à prendre plus de risque, et ce à travers différents canaux, tels l'effet de levier ou la substitution d'actifs. A l'inverse, des bulles financières peuvent compromettre la transmission de la politique du taux d'intérêt.

Pour limiter les effets des répercussions indésirables, certains économistes suggèrent que les deux politiques doivent être étroitement coordonnées voire intégrées, toutes deux assignées à la Banque centrale (French et al. 2010). Tout en confiant certaines tâches de surveillance macro-prudentielle à la Banque centrale, les décideurs européens et américains optent pour la séparation des autorités macro-prudentielle et monétaire. Cette solution permet à l'autorité monétaire de garder son indépendance dans la conduite de la politique monétaire tout en profitant des informations tirées de l'exécution de ses tâches de surveillance, et renforce la surveillance du risque systémique grâce aux regards des régulateurs ayant des angles d'observation sur le système financier différents de ceux des banquiers centraux. Sur le plan théorique, on peut justifier une telle séparation des pouvoirs puisqu'il s'agit de deux objectifs différents et qu'il existe deux types d'instruments distincts. Néanmoins,

pour obtenir des résultats satisfaisants, l'autorité macro-prudentielle doit prendre en compte les effets de ses décisions sur celles de l'autorité monétaire et *vice versa*, ce qui implique un certain degré de coordination et de partage d'information entre les deux autorités.

Pour les objectifs macro-prudentiels assignés à l'autorité monétaire, ils se doivent d'être entièrement compatibles avec son mandat et clairement annoncés *ex-ante*, et ce d'autant plus qu'ils recouvrent des aspects discrétionnaires. Aussi, dès l'instant que les politiques sont en conflit, même temporairement, il est primordial que l'autorité monétaire soit transparente en l'annonçant publiquement. Bien qu'elles soient très hétérogènes, les entités désormais en charge des politiques macro-prudentielles américaines et européennes - respectivement le FSOC (*Financial Stability Oversight Council*) et le CERS - tendent de s'appuyer sur les recommandations précédentes, à savoir qu'elles opèrent de manière indépendante, tout en maintenant des relations étroites avec leur Banque centrale respective, voire très étroites dans le cas du CERS. Mais une difficulté persiste : le champ de responsabilité de l'autorité macro-prudentielle reste flou, vague, d'autant plus qu'il n'existe pas de réel consensus quant à la définition quantitative voire qualitative de la stabilité financière.

Quelques recommandations pour la mise en œuvre des politiques macro-prudentielles

L'introduction d'une surveillance globale du système financier au-delà de Bâle III s'impose comme un challenge opérationnel et analytique dans un environnement macroéconomique et financier à incertitude croissante, tant l'idée est récente, les expériences macro-prudentielles limitées, et les études comparatives voire théoriques rares.

Une difficulté majeure pour les autorités de régulation dans la mise en œuvre des politiques macro-prudentielles est que l'évaluation précise des effets des instruments macro-prudentiels s'annonce malaisée, tant leurs champs d'action et leurs dimensions sont hétérogènes, ce qui ne facilite pas le choix des instruments par les régulateurs. Ces derniers font face à plusieurs dilemmes (Lim et al. 2011) :

- Faut-il avoir un ou plusieurs instruments ?
La combinaison de plusieurs outils offre l'avantage d'aborder une même dé-

faillance sous différents angles, et donc l'assurance d'une meilleure efficacité. En contrepartie, on risque de compromettre le bon calibrage des outils et de faire subir aux banques des coûts plus élevés.

- Les instruments doivent-ils être plus ciblés ou avoir un champ d'application large ? Les instruments macro-prudentiels sont de nature plus ciblés que les instruments monétaires et fiscaux, à savoir qu'ils se focalisent souvent sur un type de transactions ou d'activités précises. Toutefois, il existe des outils à utiliser de manière polyvalente et indifférenciée.
- L'instrument choisi doit-il avoir une valeur fixe ou variable au cours du temps ? Afin de lisser les cycles, ou même de s'inscrire dans un processus d'essai-erreur, il peut être judicieux d'ajuster les outils à différentes phases du cycle. C'est l'exemple des coussins contra-cycliques de Bâle III. Toutefois, les ajustements se doivent d'être clairement justifiés et les réglages trop fréquents évités.
- Faut-il suivre des règles dans l'utilisation des instruments ou décider de manière discrétionnaire ? L'utilisation d'instruments à des fins régulatrices claires a l'avantage de réduire l'incertitude et de garantir une meilleure efficacité des politiques mises en place. De tels avantages ont été démontrés pour les politiques monétaires et fiscales. Cependant, comme dans la conduite de ces dernières, les décisions discrétionnaires ou adaptatives peuvent s'avérer très efficaces tant que les comportements des agents sont changeants et que des situations imprévues sont possibles.

Les régulateurs ont ainsi le choix entre plusieurs approches relatives à la mise en œuvre des différents instruments. Pour en assurer une mise en œuvre efficace, le cadre institutionnel doit comprendre une ossature réglementaire robuste et des politiques macroéconomiques crédibles. Afin d'éviter redondances et ambiguïtés, les relations et les différences entre les politiques macro- et micro-prudentielles doivent être clarifiées. Il convient de ne pas faire ce qui est observé aujourd'hui chez certains régulateurs qui, parce que les mandats étaient inappropriés, ont dû se contenter d'instruments micro-prudentiels et de les utiliser souvent dans une optique macro-prudentielle pour combattre le risque systémique.

Malgré l'utilité des expériences des autres pays, il est important de ne pas succomber à la facilité en imitant systématiquement ses

voisins (*one size fits all*), tant les structures réglementaires et financières diffèrent de pays en pays. L'indépendance opérationnelle de chacun n'empêche pas que les Etats se doivent de travailler ensemble. Les Accords de Bâle en sont l'exemple le plus concret. Cette coopération est nécessaire, voire imposée par l'intégration internationale du système financier et toutes les complications que cela implique.

Conclusion

Une réforme globale et exhaustive de la régulation du système financier, avec introduction d'une dimension macro-prudentielle, s'avère plus indispensable et urgente que jamais. Avec Bâle III, les Etats ouvrent un nouveau chapitre de la régulation internationale en proposant la mise en œuvre d'instruments dont l'objectif affiché est de prévenir et contenir le risque systémique. Mais il faut rester réaliste. Bien qu'innovantes, les mesures proposées sont timides, insuffisantes pour répondre efficacement à une nouvelle crise, d'autant plus que les banques disposent d'une large échéance pour se conformer aux règles de Bâle III. Quant au risque systémique et aux politiques destinées à l'éviter, des zones d'ombres persistent. Leur étude approfondie et leur meilleure intelligibilité, par les décideurs comme par les chercheurs, seront des défis majeurs des prochaines années.

Références

BIS (2010a), « Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires », Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Banque des Règlements internationaux.

BIS (2010b), "Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements", *Interim Report* by Macroeconomic Assessment Group, the Basel Committee, BIS.

BIS (2010c), "An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements," *Interim Report* by Long term Economic Impact Group, the Basel Committee, BIS.

Blundell-Wignall, Adrian, and Paul Atkinson (2010), "Thinking beyond Basel III : necessary solutions for capital and liquidity", *OECD Journal : Financial Market Trends* Vol. 2010(1), 1-23.

Borio, C. and M. Drehmann (2010), "Towards an operational framework for financial stability : 'Fuzzy' measurement and its consequences", Rodrigo Alfaro (ed.) *Financial stability, monetary policy and central banking*, Banco Central de Chile.

Borio, Claudio (2009), « L'approche macroprudentielle appliquée à la régulation et à la surveillance financières », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, N° 13, 35-46.

Frait, Jan, et Zlatuse Komarkova (2011), "Financial Stability, Systemic Risk and Macroprudential Policy", *Czech National Bank Financial Stability Report 2010/11*, 96-111.

French, Keneth R., Martin N. Baily, John Y. Campbell, John H. Cochrane, Douglas W. Diamond, Darrell Duffie, Anil K. Kashyap, Frederic S. Mishkin, Raghuram G. Rajan, David S. Scharfstein, Robert J. Shiller, Hyun Song Shin, Matthew J. Slaughter, Jeremy C. Stein, et René M. Stulz. 2010. *The Squam Lake Report : Fixing the Financial System*. Princeton University Press.

Hanson, Samuel G., Anil K. Kashyap, and Jeremy C. Stein (2011), "A Macroprudential Approach to Financial Regulation", *Journal of Economic Perspectives* 25(1), 3-28.

Lim, C., F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel, and X. Wu (2011), "Macroprudential Policy : What Instruments and How to Use Them ? Lessons from Country Experiences", *IMF Working Paper* No. 11/238.

Rochet, Jean-Charles (2008), « Procyclicité des systèmes financiers : est-il nécessaire de modifier les règles comptables et la réglementation actuelles ? », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, N° 12 – Valorisation et stabilité financière, 105-110.

Shin, Hyun-Song (2011), "Macroprudential policies beyond Basel III", *BIS Papers* No 60, 5-15. Yellen, Janet L. (2011), "Macroprudential Supervision and Monetary Policy in the Post-crisis World", *Business Economics* 46(1), 3-12.

Le renouveau de la conception de la politique monétaire : le cas de la Turquie

Irem Zeyneloglu*

L'article présente le nouveau mode d'intervention adopté par la Banque centrale turque en 2002 et le compare à celui mis en œuvre par la BCE. Une similitude peut être établie entre ces deux modalités du fait que le secteur bancaire occupe une place importante dans les deux ensembles économiques et qu'il s'agit dans les deux cas de influencer la liquidité de ces institutions. Et plus les deux banques centrales désirent assurer une stabilité financière internationale, mais les raisons d'une instabilité financière sont différentes en Turquie et en Europe. En Europe l'instabilité financière est liée à la structure du bilan des banques alors qu'en Turquie elle est liée à la volatilité des mouvements internationaux de capitaux qui entraîne une instabilité de son taux de change. Et ce fait la banque centrale turque privilégie comme mode d'intervention les facilités permanentes dont les taux d'intérêt définissent les limites d'un corridor qui s'élargit ou se réduit selon que l'on désire se défendre contre des sorties ou des entrées trop importantes de capitaux.

La politique monétaire a bénéficié d'un renouveau à partir des années 70 avec l'apparition de la stagflation. En effet, la manifestation de ce phénomène a mis en cause l'arbitrage entre l'inflation et le chômage. Sous l'influence des monétaristes, les autorités monétaires devaient se contenter de stabiliser l'inflation et laisser le soin à la concurrence parfaite sur les marchés d'assurer le taux naturel de sous-emploi et la croissance économique compatible avec l'évolution de la masse monétaire. Ces principes ont été appliqués au début des années 80 aux États-Unis, notamment sous l'administration Reagan, et en Europe, sous l'impulsion de M. Thatcher. Au cours de cette période, la Turquie a également connu la stagflation. Mais ce phénomène n'a pas incité ses responsables à modifier leur conception de la politique monétaire. Celle-ci devait plutôt soutenir la politique budgétaire en assurant le financement du déficit public que stabiliser les prix. Dans les années 90, en Europe, l'objectif de la stabilité des prix a été renforcé avec l'adoption des politiques de ciblage de l'inflation. Cette évolution a été réalisée sous l'influence des nouveaux classiques dont la conception sur la nature des anticipations a conduit les responsables monétaires à tenir compte de la cohérence intertemporelle de leurs décisions et de la crédibilité de la

politique monétaire en résultant. Malgré cette évolution théorique, la banque centrale turque a continué à financer le Trésor public jusqu'en 1998 et le gouvernement a poursuivi des politiques de stop-and-go pour éviter que l'inflation n'explode. L'objectif d'inflation n'a commencé à être privilégié qu'après 1999. Le pouvoir politique a instauré un système de ciblage implicite de l'inflation en 2002 qui a entraîné une baisse importante et rapide de l'inflation turque. Un ciblage explicite est adopté en 2006 avec des objectifs d'inflation ambitieux. Mais, la crise générale qui a débuté en 2008 a provoqué, encore une fois, une modification dans la conception de la politique monétaire en Europe. La BCE a réagi à la crise par une politique dite non-conventionnelle. Quant à la Turquie, elle a réalisé ce changement à la fin de 2010. Ce changement s'est manifesté à deux niveaux : les politiques non-conventionnelles impliquent une modification, d'abord dans les objectifs des banques centrales, puis dans les instruments utilisés par les autorités monétaires.

2. Le nouvel objectif de la politique monétaire

La crise globale est apparue d'abord dans le secteur financier et a provoqué ainsi une instabilité financière dans les pays

* Université de Galatasaray, Istanbul, Département d'Économie

industrialisés comme dans les pays émergents qui sont liés aux pays industrialisés par les échanges commerciaux internationaux et les mouvements internationaux de capitaux. Cela constitue une première raison pour inclure la stabilité financière à côté de la stabilité des prix dans les objectifs des banques centrales. Le système financier constitue le mécanisme principal de la transmission de la politique monétaire. Son bon fonctionnement est nécessaire pour une politique monétaire efficace. Cela constitue une seconde raison pour attribuer à la politique monétaire le soin d'assurer la stabilité financière.

Les politiques non-conventionnelles appliquées par la Réserve Fédérale des Etats-Unis (Fed), la Banque centrale européenne (BCE) ou la Banque centrale turque (BCT) sont assez similaires du fait que la stabilité financière apparaît parmi leurs objectifs. Par contre, il existe des dissemblances importantes au niveau de l'application du fait des structures et des caractéristiques différentes des secteurs financiers de ces ensembles économiques.

Les principaux acteurs du système financier sont les investisseurs institutionnels (fonds de pension, organismes de placement collectif, compagnies d'assurance, etc...) et les investisseurs financiers (banques, entreprises d'investissement). Le système financier des Etats-Unis est dominé par les investisseurs institutionnels qui possèdent 45% des actifs financiers détenus dans la zone OCDE ¹. Par contre, dans le système financier européen, les établissements de crédit qui possèdent environ 50% des actifs détenus par les 1000 plus grandes banques mondiales sont prépondérants. De ce fait, les politiques monétaires visant la stabilité financière concernent des organismes différents aux Etats-Unis et en Europe ce qui explique la différence des instruments monétaires utilisés par la BCE et la Fed. La Turquie est proche de l'Europe en ce qui concerne la structure de son système financier : les banques ont un rôle prépondérant. De ce fait, les instruments de la politique monétaire sont également similaires. Cependant, les caractéristiques des systèmes bancaires sont différentes en Europe et en Turquie ², ce qui crée des différences au niveau de l'utilisation de ces instruments.

¹ Lemoine M., Madiès P. et Madiès T., *Les grandes questions d'économie et de finance internationales*, Boeck, 2012, pp.448-449.

² I. Zeyneloglu (2011), "Un autre mécanisme de diffusion de la crise mondiale : le cas de la Turquie", *Bulletin de l'OPEE*, n°25, p.21-25.

(. Les nouveaux modes d'intervention monétaire

La prise en compte de la stabilité financière dans les objectifs monétaires nécessite une gestion active des liquidités fournies au système financier, c'est-à-dire essentiellement aux banques en Turquie et dans la Zone euro, dans le cadre de la politique de refinancement de la banque centrale. Dans ce cadre, la banque centrale peut fixer le montant du refinancement qu'elle est disposée à offrir, déterminer le taux indicateur et satisfaire toute la demande de refinancement ou choisir une modalité intermédiaire. La nature de la formule retenue constitue une première différence d'application de la politique entre la BCT et la BCE.

Le choix des instruments de la politique monétaire dépend des canaux de transmission de la politique monétaire. Les crédits accordés par les banques remplissent le rôle principal dans le canal de transmission de la politique monétaire menée en Europe. En Turquie, la BCT ne tient pas seulement compte pour la transmission de la politique monétaire des crédits qui sont accordés par les banques de dépôts distinctes des banques d'affaires, mais aussi du taux de change. Cette caractéristique constitue la seconde différence d'application de la politique monétaire entre la BCT et la BCE.

Les modalités de refinancement

La crise globale de 2008 a bloqué le fonctionnement du marché interbancaire et les problèmes de liquidités ont commencé à se manifester en Europe. La BCE a mis en place des politiques non-conventionnelles destinées à alimenter les banques en liquidités. Pour cela, la BCE a accepté de satisfaire toute la demande de refinancement des banques à un taux fixe (liquidités illimitées pour des échéances de plus long terme que d'habitude). L'objectif de cette opération était de garder le canal de crédit en état de fonctionnement en évitant un « credit crunch ».

Une opération similaire n'a été menée en Turquie qu'en 2009, mais les liquidités fournies dans ce cadre étaient de court terme et limitée en volume. Sa réussite est restée limitée du fait d'une chute importante de la demande de crédit venant des PME qui correspond à la baisse du PIB de 4,8%. Par contre, avec la reprise de l'activité économique à partir de 2010, on observe une hausse très importante des crédits en Turquie.

Considérant que cette hausse importante, due en partie à une entrée importante de capitaux, peut être une source d'inflation et d'instabilité financière interne, la BCT a modifié le cadre de sa politique. Elle a commencé à mener une politique non-conventionnelle afin de contrôler la croissance des crédits et l'évolution du taux de change tout en freinant les tensions inflationnistes.

Tableau 1. Taux de croissance annuelle des crédits en termes nominaux (%)

	2008	2009	2010	2011	2012
Turquie	28,6	6,9	33,9	29,9	16,4
Zone euro	9,5	1,6	0,6	2,2	-0,2

Source : Bulletins mensuels de la BCE et Rapports de l'Agence de réglementation et de surveillance bancaire (BDDK)

Le tableau 1 compare l'évolution des crédits dans la zone euro et en Turquie entre 2008-2012. Il montre que la Turquie n'a pas dû faire face à un problème de « credit crunch » même en 2009, année de crise, bien que l'octroi de crédits ait stagné en terme réel. Cette stagnation est due à la baisse de l'activité économique. Or, dans la zone euro, il est possible de parler d'une baisse de crédits en terme réel malgré la contraction du PIB moins faible qu'en Turquie et la politique monétaire de la BCE plus active. Dans les pays européens en difficulté, le niveau insuffisant des fonds propres des banques continue à limiter l'offre de crédit, malgré les améliorations récentes (Bulletin mensuel de la BCE, décembre 2012). Donc, l'efficacité de la politique de la BCE semble modeste.

Le tableau 2 donne l'évolution de l'indice de prix à la consommation et du PIB en Turquie et la zone euro.

Indice de prix à la consommation (taux de croissance annuel en %)

	2008	2009	2010	2011	2012
Turquie	10	6,5	6,4	10,4	6,2
Zone euro	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5

PIB réel (taux de croissance annuel en %)

	2008	2009	2010	2011	2012
Turquie	0,7	-4,8	9,2	8,5	2,3
Zone euro	0,4	-4,4	2	1,5	-0,6

Source : BCE et Organisme publique de planification (DPT).

Ce tableau fournit les chiffres des évolutions très divergentes des taux de croissance des deux ensembles économiques depuis 2010. La Turquie a subi un freinage important de la croissance de son PIB en 2012 après deux

années exceptionnelles, alors que la Zone euro a fait face à une récession après deux années de faible croissance. Son taux d'inflation, beaucoup plus élevé que celui de la Zone euro, est revenu en 2012 à peu près à son niveau de 2009, après un pic important en 2011 correspondant à un taux de croissance élevé.

Les canaux de transmission

Le canal du crédit constitue à la fois une importante voie de transmission pour la politique monétaire et un indicateur de la stabilité du système financier dans la mesure où la croissance des crédits est affectée par les entrées et les sorties des capitaux. Le durcissement des critères d'octroi des prêts au secteur privé non-financier dans la zone euro est susceptible de provoquer un « credit crunch » rendant ainsi inopérant le canal de transmission de la politique monétaire. De ce fait, la BCE a lancé le SMP (securities markets program) pour acheter les titres souverains à partir de 2010. De plus, elle a accepté d'allouer aux banques des liquidités à 3 ans de façon illimitée. Par conséquent, la taille de son bilan est passée de 1450 milliards d'euros mi-2008 à 3080 milliards d'euros à mi-2012³. En Turquie, au contraire, l'instabilité financière s'est traduite par une hausse excessive des crédits au secteur privé depuis 2010. Pour ralentir la croissance des crédits, la BCT augmente son taux indicateur (taux d'intérêt du repo hebdomadaire) et introduit un degré d'incertitude dans ses initiatives monétaires, ce qui incite les banques à être prudentes et entraîne une hausse du taux d'intérêt des crédits. Par exemple, en octobre 2011, la BCT est passé à la politique monétaire restrictive et a rendu incertaines la durée et l'ampleur de son intervention. La Turquie attire des capitaux étrangers souvent

sous forme d'investissements de portefeuille. De ce fait, selon la conjoncture économique il peut y avoir des entrées ou des sorties

³ Flash économie, Recherches économiques, No:524

inattendues et importantes de capitaux. Les entrées de capitaux provoquent une appréciation de la livre turque et augmentent les liquidités dans le secteur financier qui sont utilisées pour accorder des crédits. De plus, la baisse du taux de change incite les banques à chercher des prêts en devises, ce qui peut mettre les banques en difficulté dans le cas d'une sortie des capitaux. Cela, pousse la BCT à réagir aux variations excessives du taux de change. Les opérations de change de la BCT contribuent à la réalisation de la stabilité financière. Cette nouvelle méthode a nécessité un changement du schéma opérationnel de la BCT.

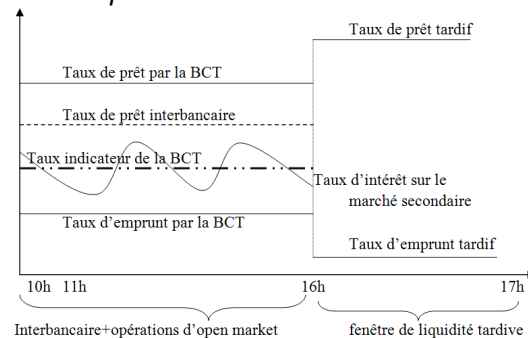
Le nouveau schéma opérationnel de la BCT

Comme la BCE, la BCT dispose d'un cadre opérationnel pour sa politique monétaire qui repose sur trois modalités d'intervention : les opérations d'open market, la politique de réserves obligatoires et l'octroi de facilités permanentes. Ces dernières permettent de procurer et de retirer des liquidités de très court terme grâce à des facilités de prêt marginal et de dépôts dont les taux d'intérêt respectifs forment respectivement les limites supérieure et inférieure du corridor d'intérêts des facilités permanentes. L'action sur ce corridor est utilisée pour corriger les variations brutales du taux de change provoquées notamment par les mouvements de capitaux flottants, alors que le contrôle de l'évolution du crédit nécessite une combinaison de toutes les trois modalités. Les facilités permanentes ne donnent pas lieu directement à des opérations de marchés, comme les mesures d'open market, mais elles se placent dans le cadre de relations bilatérales entre la banque centrale et les banques commerciales. Leurs effets se répercutent notamment sur le marché monétaire et déterminent ainsi des variations du taux d'intérêt de court terme. Cette modalité a pris une importance plus grande dans la politique menée par la BCT que dans celle de la BCE à cause notamment de la grande volatilité des mouvements internationaux de capitaux qui résulte en partie du tâtonnement monétaire des banques centrales des pays industrialisés depuis l'éclatement de la crise économique et financière.

Le schéma opérationnel de cette intervention est représenté dans la figure 1 dont le graphique comporte en abscisse une division temporelle qui correspond à l'ouverture des marchés pour les opérations interbancaires et

les mesures d'open market portant sur des montants limités (10h-16h) et à une période d'une heure formant une « fenêtre tardive » pour des montants illimités qu'il est possible d'obtenir auprès de la banque centrale qui joue ainsi le rôle de prêteur en dernier ressort.

*Figure 1. Le schéma opérationnel de la BCT depuis 2010*⁴



La BCT annonce un taux d'intérêt directeur à une fréquence mensuelle pour les opérations d'open market. En utilisant les trois modalités d'interventions, au lieu de baser sa politique uniquement sur ce taux indicateur, la BCT a la possibilité d'affecter séparément les canaux de crédits et du taux de change. Dans le cas d'une entrée trop importante de capitaux qui risque d'entraîner une appréciation trop forte de la livre turque, la BCT élargit le corridor vers le bas en réduisant son taux de facilité de dépôts. Combinée avec une gestion de liquidité destinée à augmenter le coût moyen du refinancement à court terme, cette politique augmente sensiblement la volatilité du taux d'intérêt sur le marché et décourage ainsi les entrées de capitaux de très court terme et élimine le risque d'une baisse trop importante du taux de change.

À l'heure actuelle, la BCT possède une modalité plus directe pour influencer le taux de change. En effet, elle peut choisir de fournir moins de liquidités sans modifier le taux d'intérêt pour forcer les banques à vendre leurs devises. Cela réduit les pressions sur le taux de change sans réduire les réserves de change de la BCT.

De façon similaire, la BCT peut contrôler l'évolution des crédits. Si l'économie du pays se trouve en surchauffe, la Banque centrale augmente les réserves obligatoires, élargit le corridor vers le haut et mène une politique restrictive de liquidité qui augmente la volatilité du taux d'intérêt du court terme. Ainsi, les banques ne sont pas incitées à

⁴ Kara, A. H., Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, Document de Travail de la BCT, No : 12/17

recourir au refinancement de la BCT pour compenser la baisse de liquidités suite à la hausse des réserves obligatoires. Dans ce cas, les banques deviennent plus réticentes pour accorder des crédits.

. onclusion

Bien que le système financier soit dominé par les banques en Europe et en Turquie, les problèmes du secteur financier sont différents. En Europe, une reprise des crédits est souhaitée alors qu'en Turquie un contrôle des crédits est jugé nécessaire. De plus, la BCT peut se voir obligée de contrôler l'évolution du taux de change. De ce fait, même si les instruments monétaires sont similaires, leur utilisation est différente.

La nouvelle modalité d'intervention monétaire complétée par des mesures traditionnelles comme celles régissant le volume et la composition des réserves obligatoires et celle du refinancement injectant des liquidités de long terme, a

permis de réduire la volatilité du taux de change et d'améliorer ainsi la compétitivité du pays. Elle n'a cependant pas réussi à éviter la hausse importante de l'inflation en 2011 qui était due en partie à la dépréciation de la livre turque. Par contre, en s'efforçant de réduire la volatilité des mouvements de capitaux et d'éviter une dépréciation trop importante de la monnaie nationale, elle a réussi à réduire sensiblement le taux d'inflation en 2012. Mais, l'inflation reste encore trop élevée par rapport à celle des partenaires commerciaux de la Turquie, ce qui atténue l'effet favorable sur la compétitivité des améliorations du taux de change. De ce fait, les responsables monétaires turcs ont tendance à accorder plus d'importance que précédemment à l'objectif d'inflation sans cependant renoncer à sa nouvelle modalité d'intervention pour faire face à la volatilité des mouvements internationaux de capitaux qui risque de perdurer tant que la crise financière mondiale ne sera pas vaincue.

L'espace du Rhin Supérieur : vers la construction d'une petite Europe de la science et de la technologie ?

Jean-Alain Héraud*

et article synthétise les résultats de l'étude du /E; 1 subventionnée par la . onférence du Rhin =upérieur! intitulée > 1 analyse scientométrique de l'espace du Rhin =upérieur?. Le travail de recherche s'inscrit dans le cadre des activités du @ilier science A=Bule CissenschaftD de l'opération 8é ion : étropolitaine ; rinationale A8: ; D officiellement lancée en (4%4 entre les collectivités concernées! avec l'appui des trois Etats et de l') nion Européenne. 2l s'a it! sur la base d'indicateurs de créativité scientifique et technologique de mesurer l'intensité et le de ré de connectivité de la recherche au sein de la 8: ; ! condition nécessaire pour que cette ré ion européenne transfrontali' re valorise pleinement la masse critique exceptionnelle réunie sur un territoire éo raphiquement limité F dont l'ambition est de devenir un mod' le pour l'Europe de la connaissance.

La vallée du Rhin Supérieur, qui comprend, du Nord au Sud, une partie du Palatinat (Speyer, Germersheim, Landau), l'Alsace et le Pays de Bade (les *Regierungsbezirke* de Karlsruhe et Freiburg), ainsi que la Suisse du Nord-Ouest (les deux cantons de Bâle, l'Argovie, Soleure et le Jura), s'est constituée depuis des années comme un espace de coopération renforcée au coeur de l'Europe. L'ancêtre de cette initiative est la Commission intergouvernementale franco-germano-suisse de 1975 (Accord de Bonn), Il existe actuellement deux instances transfrontalières officiellement en charge de cet espace :

Directement issue de l'accord intergouvernemental, la *Conférence du Rhin Supérieur* « met tout en œuvre pour simplifier et enrichir la vie en commun des habitants du Palatinat du Sud, du pays de Bade, de l'Alsace et de la Suisse du Nord-Ouest et en parallèle faire de l'espace du Rhin supérieur un modèle transfrontalier pour l'Europe »¹. La Conférence s'organise autour de douze groupes de travail et offre à environ 600 experts issus des administrations des trois pays une plateforme de travail et d'échange.

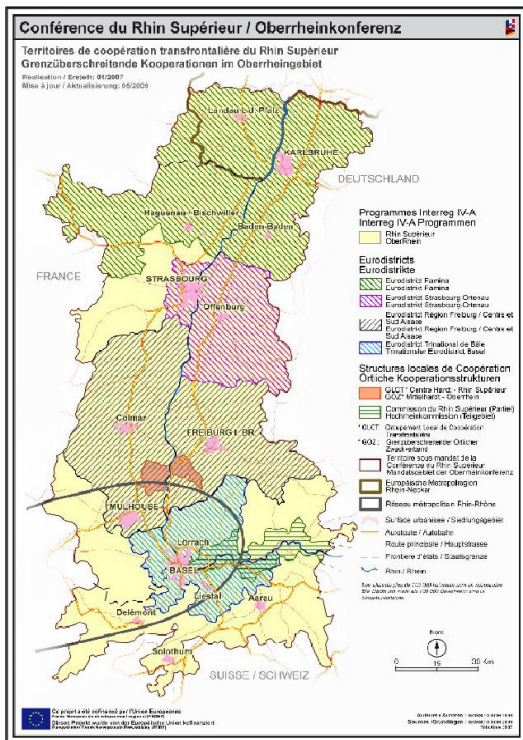
Le *Conseil Rhénan*, constitue, lui, une sorte de « parlement trinational » du Rhin Supérieur, rassemblant des élus des collectivités (au nombre de 71). Créé à Baden-Baden en 1997 par voie de

convention, il s'est fixé comme objectif premier de renforcer l'échange d'informations et le dialogue entre les élus sur les thématiques qui concernent le Rhin supérieur. Il exprime des résolutions, adressées aux gouvernements nationaux comme aux assemblées régionales et autres destinataires institutionnels.

Il faut signaler qu'existent par ailleurs dans cet espace transfrontalier des *réseaux de villes* et des *districts*, le tout aboutissant à un ensemble institutionnel multi-niveaux assez complexe comme le montre la carte ci-dessous. Par ailleurs, dans certains secteurs d'activité, des initiatives transfrontalières ont été prises directement par les acteurs concernés. C'est le cas, pour ce qui concerne l'enseignement supérieur et de la recherche, de la Confédération Européenne des Universités du Rhin Supérieur (EUCOR), fondée en 1989, et qui a récemment décidé, pour mieux afficher son ambition intégrative, de s'appeler simplement « Université du Rhin Supérieur ».

¹ <http://www.conference-rhin-sup.org/>

* Université de Strasbourg (BETA)



1. L'opération Métropolitaine : régionale ; nationale : ; du Rhin supérieur

A partir de 2006, sous l'impulsion de la partie allemande, l'idée est née de créer une nouvelle forme de projet transfrontalier, afin d'assurer une meilleure coordination de l'ensemble des acteurs du Rhin supérieur en les impliquant autour de quatre piliers : politique, économique, sciences et société civile². Le terme de « région métropolitaine » vient de l'expérience allemande en matière de coordination territoriale autour de grands ensembles urbains (*Metropolregion*). Il en existe par exemple dans les régions que polarisent les métropoles de Munich et de Stuttgart, ou encore entre Main et Rhin autour de Francfort, Mayence et Darmstadt. La dimension transfrontalière de la RMT Rhin Sud constitue évidemment une importante innovation, mais il est également important de préciser que cet espace typiquement rhénan n'est pas dominé par une métropole principale : sa singularité (à la fois difficulté technique à court terme et opportunité créative à long terme) est d'être un espace multipolaire³.

Les étapes majeures dans la constitution de la RMT furent le 11ème Congrès Tripartite⁴ en janvier 2008, le 12ème en décembre 2010 -

² <http://www.rmtmo.eu/>

³ La RMT Rhin Supérieur renoue en un sens avec une tradition séculaire de coopération de villes. Son ambition est de redevenir un lieu privilégié de créativité par l'échange et la confrontation culturelle (voir Héraud, 2011).

qui constitue un moment particulièrement important pour le Pilier Sciences - et dans la foulée, le 9 décembre 2010, la cérémonie de fondation officielle à Offenburg (ainsi située symboliquement dans l'Euro-district Strasbourg-Ortenau ; et chez un industriel innovant et très engagé dans le transfrontalier : Hubert Burda Media).

Quelques chiffres permettent de repérer la taille de l'espace géographique et économique de la RMT :

- 21 518 km², soit la moitié de la Suisse ou du Danemark
- 5 897 000 habitants en 2007 (un peu plus que le Danemark mais moins que la Suisse)
- Un PIB par habitant de 27 700 € (supérieur à la moyenne européenne)

L'objectif de la RMT a toujours été clairement affiché : il ne s'agit pas de créer une institution de plus, mais de renforcer la coopération entre acteurs privés et/ou publics sur un mode « projet ». Chacun des quatre piliers s'auto-organise pour concevoir des opérations valorisant les richesses et compétences existantes en les mettant en réseau. Par exemple, le Pilier Sciences, qui regroupe les universités, mais aussi les Grandes écoles et *Hochschulen*, les instituts de recherche et les écoles pédagogiques, a lancé l'idée d'un appel à projet pour des recherches en consortium transfrontalier. Le concept proposé était typiquement inspiré par le modèle européen du programme cadre de R&D. L'effet de levier a bien fonctionné puisque le Pilier a obtenu pour l'appel d'offre « Offensive Sciences » des moyens des collectivités, doublés par le programme européen Interreg⁵, soit au total 10 M€ sur 7 projets retenus.

D'une manière générale, à travers ses quatre piliers, la RMT affiche clairement son intention de s'inscrire dans les grandes priorités de l'Union Européenne : la *Stratégie de Lisbonne* en misant sur la connaissance, la formation et l'innovation ; la *Stratégie de Göteborg* pour mettre en œuvre un développement durable ; l'*Agenda territorial*

⁴ Les Congrès Tripartites ont lieu tous les deux ans et ont une fonction d'impulsion pour la Conférence du Rhin Supérieur. Les premières réflexions concernant la RMT remontent au Congrès de 2006.

⁵ Le premier appel à projets lancé en octobre 2011 a suscité un impact considérable au sein des acteurs scientifiques de la RMT. Dans ce cadre, 36 propositions de projets ont été déposées et soumises à un panel d'experts transnational. Après une procédure de sélection, sept projets ont été retenus dans le cadre de l'Offensive Sciences, cofinancés par le programme INTERREG IV Rhin Supérieur.

qui vise la cohésion territoriale de l'espace communautaire. Elle se veut « un modèle pour l'Europe ».

(. Les mesures > scientométriques ? et > technométriques ? de la 8: ;

L'objectif de notre travail de mesure statistique (Héraud, 2012) était de donner une base objective aux réflexions en cours au sein du Pilier Sciences sur l'état actuel de la production scientifique et technologique du Rhin Supérieur et sur les possibilités d'action pour l'avenir : Quelles directions privilégier pour la mise en réseau des acteurs ? En se fondant sur quels points forts ou en cherchant à compenser quelles faiblesses ? Sur quels domaines doit-on particulièrement communiquer aussi bien en interne (pour faire prendre conscience aux habitants de la RMT de leur valeur collective et de leurs potentialités) qu'en externe (par exemple lors de manifestations à Bruxelles) ? La construction d'indicateurs doit aider à la conception et au suivi des projets visant à accroître l'efficacité du système rhénan. On part du postulat que ce dernier recèle de grandes potentialités (ce point restant à quantifier), mais qu'il convient d'en améliorer la cohérence pour atteindre une vraie masse critique innovante et s'inscrire dans l'espace européen comme un modèle de région fondée sur la connaissance et la créativité (scientifique, économique, sociétale). Dans le cadre de la stratégie européenne de *smart specialisation*, qui consiste à concentrer les ressources dans les secteurs les plus prometteurs et dans lesquels les régions disposent d'avantages concurrentiels suffisants, tout en évitant les doublons au niveau européen, il est en effet essentiel de savoir où se trouve l'excellence territoriale.

Les techniques à mettre en œuvre sont de type « scientométrique ». Il s'agit de reconstituer des indicateurs de créativité dans les domaines concernés et de les appliquer au périmètre de la RMT ainsi qu'à chacune de ses parties nationales. On évalue d'ordinaire la production scientifique à travers les statistiques de publications dans les grandes revues scientifiques mondiales. La production technologique peut faire l'objet d'investigations du même type grâce aux statistiques concernant les dépôts de brevets d'invention : on considère ici les demandes faites dans le système européen, c'est-à-dire auprès de l'Office Européen des brevets, à Munich. Les réseaux de coopérations scientifiques sont évaluables en observant les

statistiques de co-publication. Le même travail peut être réalisé sur les brevets en repérant les co-inventions. Dans tous les cas, on utilise les bases de données officielles en repérant l'adresse des auteurs ou inventeurs.

D'autres travaux pourraient être menés, avec plus de temps et de moyens, en particulier pour rechercher des indicateurs de formes de créativité autres que strictement scientifiques et techniques menant à l'innovation (c'est-à-dire au développement de nouvelles activités économiques et sociétales), mais le travail à réaliser serait considérable. La recherche d'indicateurs concernant les marques, les dessins ou les droits d'auteur, par exemple, présente de grandes difficultés méthodologiques – et ce, d'autant plus que l'on considère un périmètre géographique restreint comme une région. Nous nous sommes donc contentés de mesurer la production scientifique et technologique de la zone géographique concernée à partir des indicateurs usuels que sont le décompte de publications dans les grandes revues scientifiques internationales (malheureusement hors humanités et sciences sociales) et les dépôts de brevets. Ce travail a été réalisé au BETA en collaboration avec l'Observatoire des Sciences et Techniques (OST, Paris). L'information primaire traitée est issue de la banque de données *Web of Science* de Thomson-Reuters pour les publications scientifiques et des bases de brevets de l'Office Européen pour les inventions.

*. La production scientifique

En 2008, la production scientifique s'élève à 6 411 publications dans le périmètre géographique de la RMT, pour l'ensemble des 8 domaines scientifiques retenus (voir Tableau 1). Les contributions scientifiques des parties allemande et suisse de la RMT sont globalement équivalentes (respectivement 2 544 et 2 315 publications) alors que la partie française est un peu en retrait, avec 1 552 publications en 2008.

Le Tableau1 permet de replacer le Rhin Supérieur au sein de l'Europe. On rapporte la production de la RMT à celle de l'ensemble de l'Union européenne plus la Suisse et la Norvège (UE27+). Les résultats apparaissent impressionnants quand on rappelle que la fourchette de poids entre 1 et 2% de l'ensemble européen est celle où se trouvent des pays de taille moyenne comme l'Autriche, la Belgique ou le Danemark. Rappelons que la RMT n'est peuplée que de

6 millions d'habitants et n'abrite aucune capitale nationale.

Tableau 1 : Le poids scientifique de la RMT au sein de l'Europe des 27+

Chimie	2,61
Physique	2,02
Sciences pour l'ingénieur	1,89
Biologie fondamentale	1,71
Sciences de l'Univers	1,59
Recherche médicale	1,46
Bio appliquée et écologie	1,19
Mathématiques	1,11

en % du total européen, pour l'année 2008

En ce qui concerne l'évolution du poids de la RMT sur une décennie (1999-2008), on constate un léger tassement dans la plupart des disciplines. Le Tableau 2 donne l'évolution de la tendance générale toutes disciplines confondues. Ce résultat n'est cependant pas trop inquiétant et traduit simplement le fait que des régions et des pays européens anciennement peu avancés en sciences et techniques ont fait des progrès. Le même phénomène s'observe dans un espace national comme la France, où l'on voit la part de marché scientifique de la région parisienne céder du terrain.

Tableau 2 : Evolution de la créativité scientifique et technologique de la RMT en proportion de l'Europe entière

Part (%) RMT dans EUR27 +	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Publications	2	2	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7
Brevets	3,6	3,4	3,4	3,4	3,5	3,8	3,8	3,9	3,9	4,1

Ce que montrent les évolutions par discipline, c'est que la chimie au sens large (y compris la pharmacie et les matériaux) reste une discipline phare du Rhin Supérieur. Par ailleurs, les statistiques par parties nationales de la RMT font apparaître que le domaine est présent et fort partout : les sciences de la matière et de la vie participent d'une identité rhénane partagée.

+. La production technologique

La créativité technologique est évaluée à travers le nombre de demandes de brevets. Pour pouvoir juger de ce que représente le flux annuel observé, on le compare à la production européenne totale (EUR 27+), comme cela a été fait avec les publications scientifiques.

On constate sur le Tableau 2 que le poids du Rhin supérieur s'accroît régulièrement et que ce poids est plus important que dans le domaine des publications scientifiques : on a atteint récemment 4%, contre un maximum de 2 à 3% dans les domaines scientifiques les plus dynamiques comme la chimie et la physique (et moins de 2% au total).

Les brevets sont classés par grands domaines. En analysant ainsi les inventions, on constate à nouveau la croissance particulièrement forte du secteur d'application de la chimie. Les analyses par zones nationales montrent un « portefeuille » assez équilibré pour la partie allemande de la RMT, avec cependant une pointe de spécialisation en mécanique. La partie suisse est très marquée par les brevets en chimie (y compris appliqués à la pharmacie). L'Alsace présente une spécialisation assez marquée également en chimie/matériaux, mais elle est surtout caractérisée par la catégorie « autres » ce qui révèle une plus forte diversification que dans les parties allemande et suisse. Pour ce qui est des proportions nationales sur l'ensemble des inventions, le Pays de Bade apparaît très prédominant.

G. La connectivité scientifique et technologique

La question abordée ici est cruciale si l'on veut évaluer la capacité de la RMT à valoriser sa masse critique potentielle. Il s'agit de la *connectivité* scientifique, c'est-à-dire de la propension des chercheurs à coopérer avec des partenaires plus ou moins proches. Le concept de proximité est complexe : il y a la proximité géographique, mais aussi institutionnelle (coopération à l'intérieur de la même équipe ou de la même institution scientifique), et une connectivité nationale qui exprime l'organisation du pays en système de science. Pour ce qui concerne la RMT, on aimerait connaître la propension à dépasser le cadre des systèmes académiques nationaux, sans aller jusqu'aux coopérations internationales lointaines : le niveau intermédiaire du transfrontalier est-il pertinent

? Cette connectivité se renforce-t-elle dans le temps ? Sa mesure permettrait d'évaluer les effets d'une politique comme celle affichée par la RMT. Le même type d'analyse peut être fait sur les comportements de coopération technologique transfrontaliers en observant les co-inventions révélées par les brevets.

5.1 En matière de coopération scientifique, on observe que seuls quelques pourcents des co-publications se réalisent à l'intérieur de la zone géographique de la RMT, bien que les spécialisations disciplinaires soient proches.

Dans le cas de l'Alsace, si l'on somme le flux de publications sur dix ans, de 1999 à 2008, on obtient les moyennes suivantes :

- 2,3% de co-publications avec la partie allemande
- 1,9% de co-publications avec la partie suisse.

On peut refaire ce calcul sur les co-publications allemandes (intra-RMT rapporté au total des co-publications) : sur 10 ans, les allemands de la RMT coopèrent avec les alsaciens pour 2% de leur coopération totale ; avec la Suisse du Nord-Ouest, cela représente 3%. Le total de 5% n'est guère plus significatif que le décompte alsacien précédent. Pour la partie suisse, la proportion est de 4%, dont 3% avec la partie allemande et 1% avec l'Alsace. Le total sur la région du Rhin Supérieur, qui est donc au mieux de 5%, paraît finalement assez modeste. Cette observation montre tout le chemin qui reste à parcourir pour mieux intégrer la recherche transfrontalière, ce qui est l'objectif du Pilier Sciences de la RMT.

On peut certes relativiser les propos précédents concernant la faible connectivité scientifique de proximité en rappelant que la science d'excellence est souvent très internationalisée. Benaim *et al* (2012) montrent que la recherche alsacienne est particulièrement ouverte sur l'ensemble de l'Europe et le reste du monde. Les chercheurs localisés en Alsace n'ont souvent pas de raison pressante de collaborer avec leurs voisins Suisses ou Badois s'ils ont déjà d'excellents réseaux ailleurs. Néanmoins, le succès de l'opération *Offensive Sciences* montre qu'il suffit d'un peu d'incitation pour trouver des sujets de recherche communs et révéler des contacts et réseaux latents qui ne demandaient qu'à être sollicités. Or, au-delà de l'efficacité scientifique pure, approfondir des relations transfrontalières constitue une plus-value en matière de construction de l'Europe et peut déboucher sur d'autres

coopérations, par exemple pédagogiques ou économiques.

5.2 En analysant le nombre de brevets « co-inventés » de manière transfrontalière dans la zone RMT on constate une croissance régulière. Au total, le nombre de co-inventions fait plus que doubler sur une décennie. Par domaines technologiques, sur l'ensemble de la période considérée, la croissance la plus forte est celle des co-inventions en chimie-matériaux : 147% contre 120% pour l'ensemble. Une autre manière de présenter l'évolution est de noter que ce domaine comptait pour 40% des co-inventions en 1999 et pour 45% en 2008.

Dans les autres domaines, le décompte fait apparaître un peu moins qu'un doublement : entre 70 et 90% de croissance. Par ordre d'importance, le classement des domaines reste le même. On peut conclure que la structure des spécialisations dans la coopération technologique s'est nettement accusée au cours de la période.

H. Les enjeux politiques

Dans l'esprit de la *smart specialisation* européenne, il ressort clairement que l'investissement majeur de l'espace du Rhin Supérieur reste la chimie, avec ses applications aux sciences de la vie et de la santé et aux matériaux, ce qui confirme largement la politique de *clusters* menée depuis des années. En effet le principal pôle de compétitivité propre à l'Alsace, « innovations thérapeutiques » est depuis quelques années présenté comme le versant français du réseau transfrontalier Biovalley anciennement actif et internationalement reconnu. Des études plus précises devraient cependant préciser jusqu'à quel point ce réseau d'acteurs publics et privés fonctionne bien à cheval sur le Rhin. Les informations disponibles révèlent en effet des coopérations principalement inscrites dans les systèmes nationaux respectifs. Or, il n'y a d'effet de « masse critique » qu'à partir du moment où des liens s'établissent entre les sous-ensembles.

Si l'effort de mise en réseau transfrontalier de la techno-science doit particulièrement se déployer sur les points forts du territoire, il nous semble que d'autres aspects ne doivent pas être négligés pour autant. Les travaux et rencontres qui ont eu lieu depuis quelques années autour du projet RMT ont fait apparaître d'intéressantes potentialités rhénanes sur des sujets nettement moins

médiatiques qu'il serait dommage de passer sous silence. Pour ne prendre qu'un exemple dans le domaine des humanités, une spécialité comme l'étude des langues et cultures scandinaves est particulièrement présente dans les trois zones nationales de la RMT. La mise en commun de ces compétences et activités est un des projets qui mérite d'être soutenu et qui correspond bien à l'esprit d'une Europe de la culture.

Les réflexions sur l'Europe de la connaissance et de l'innovation évoquent fréquemment la notion de « masse critique » pour promouvoir la concentration sur l'excellence et la réduction des doublons (le saupoudrage étant considéré comme une faiblesse de l'Europe, comparée aux Etats-Unis et aux autres grandes régions du monde qui sont en compétition avec elle). Nous souhaitons conclure sur un autre concept, qui est de plus en plus mis en avant, au moins implicitement, lorsqu'on parle de créativité territoriale : celui de « variété critique ». Par exemple, le destin des grandes métropoles créatives⁶ ne repose pas sur un seul cluster d'industries de pointe ou d'activités culturelles et artistiques. Elles constituent en général des « écosystèmes » cognitifs complexes et diversifiés. De ce point de vue, le Rhin Supérieur qui est un espace foncièrement polycentrique, ne dispose pas d'une métropole de rang mondial, mais la mise en réseau de ses grandes villes dans toute la variété de leurs spécialisations pourrait reconstituer l'équivalent d'une capitale mondiale. On pourrait renouer avec la créativité exceptionnelle qu'ont connue les pays rhénans à l'époque de la Renaissance.

. onclusion

Bien que l'importance scientifique de la RMT du Rhin Supérieur soit indéniable au niveau européen dans certaines disciplines comme la chimie, on peut constater une légère érosion globale du poids de cette région au sein de la recherche européenne dans toutes les disciplines entre 1999 et 2008. La construction d'un Pilier Sciences ambitieux et fortement soutenu au sein de la RMT est une réponse stratégique utile face au risque de déclin relatif dans le long terme.

En ce qui concerne les trois parties nationales, l'Alsace paraît un peu moins dynamique au total sur une décennie que les parties allemande et suisse - et ce, malgré de grandes réussites sur des points d'excellence comme la biologie. L'Alsace peut-elle stimuler

l'ensemble de sa production scientifique à l'avenir en s'associant plus fortement à ses partenaires du Rhin Supérieur ?

En matière de brevets, la situation de la RMT au sein de l'Europe est plus forte et se place sur une meilleure tendance qu'en matière scientifique. Encore plus qu'en science, la contribution de la partie allemande apparaît décisive.

On voit se dessiner (mais cela reste à confirmer par des études plus approfondies) une évolution vers l'excellence en science finalisée et en technologie, alors que la région est historiquement plutôt marquée par l'excellence de ses sciences fondamentales.

Le degré de connectivité à l'intérieur de la région du Rhin Supérieur reste modeste mais un frémissement est perceptible. Il sera intéressant de suivre le phénomène dans le temps et surtout de le préciser avec des mesures ad hoc afin de pouvoir évaluer l'éventuel impact des politiques transfrontalières.

Références

Benaim, M., Héraud, J-A., Mérindol, V., Villette, J.P. (2012), « La connectivité scientifique locale-globale des régions européennes : approche, mesures et incidences », Conférence Eurolio, St Etienne, 28-29 janvier : http://jaheraud.eu/docrech/ecoinnov/Sem_Eurolio_Connect_scientif_janv2012.pdf

Héraud, J-A. (2011), "Reinventing creativity in old Europe : a development scenario for cities within the Upper Rhine Valley cross-border area", *City, Culture and Society* 2 pp.65-73.

Héraud, J-A. (2012), « Indicateurs de science et technologie pour le Rhin Supérieur », Rapport de recherche, BETA, financé par la Conférence du Rhin Supérieur, 30 novembre (35p).http://jaheraud.eu/docrech/ecoreg/JAH_IndicS_T_CRS_2012_def.pdf

Landry, Ch. (2008) *The creative city. A toolkit for urban innovators*, sec. ed. London, Sterling VA : Earthscan.

⁶ Pour la notion de ville créative, voir Landry (2008).

OBSERVATOIRE DES POLITIQUES ECONOMIQUES EN EUROPE

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

Site Internet : <http://opee.unistra.fr>

Directeur de la publication : Michel Dévoluy, Chaire Jean Monnet

Imprimé dans le cadre de l'Université de Strasbourg

Numéro ISSN. 1298-1184

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

Ont participé à la rédaction de ce bulletin : François Barry,) &=, : eixin &ai!) &= A/E; 10! : ichel &évoluy!) &= A/E; 10! Jean-Lain J éraud!) &= A/E; 10! Klorencé J uart!) niversité de Lille % ALaboratoire EL) 2@@ED! Milbert Noeni !) &= A/E; 10! 2rem , eynelo lu!) niversité de Malatasaray A/E; 10.

Conception graphique : Pierre Roesch, Strasbourg

Mise en page : François Mauviard

UNIVERSITÉ DE STRASBOURG

