



IL EST TEMPS D'AGIR DE CONCERT !

Résolution adoptée par le Comité exécutif de la CES lors de sa réunion de Bruxelles, les 24 et 25 juin 2008

I. IL EST DEvenu Nécessaire d'Agir Afin de Stabiliser L'Économie et de Soutenir la Croissance

1. La croissance européenne a récemment été secouée par une série de chocs.

Depuis la mi-2007, l'économie européenne a subi une série de chocs particulièrement perturbants. Les pertes subies lors de la crise des subprimes et des autres obligations sur dettes collatéralisées ont affaibli les banques tout en augmentant encore leur aversion pour le risque. Elles ont par conséquent rendu plus strictes les conditions d'octroi de crédits, qui sont également devenus plus onéreux. L'euro est considérablement apprécié et a, de ce fait, érodé les précédents efforts de modération des salaires. L'inflation, principalement poussée par le prix du pétrole, des produits de première nécessité et de l'alimentation, opère un transfert des richesses vers le reste du monde et réduit à néant les augmentations de pouvoir d'achat dispensées par les modestes augmentations des salaires. La croissance de l'économie mondiale, qui avait jusqu'à présent fourni à l'Europe des marchés d'exportation dynamiques, est sur le point de ralentir, les États-Unis n'étant plus capables de jouer le rôle de « demandeur de dernier recours ».

Parallèlement, au sein même de l'Europe, les décisions prises en matière de politique monétaire ne font qu'ajouter à ces chocs. Ces deux dernières années, la Banque centrale européenne (BCE) et les autres banques centrales du continent ont peu à peu relevé leurs taux d'intérêts, une politique dont les effets commencent à se faire sentir et qui touche gravement les pays de la zone euro dont les performances de croissance étaient dues à un boom du logement et aux prêts hypothécaires à taux variable.

On s'attend par conséquent à une chute brutale de la croissance européenne, qui devrait passer de plus de 3 % en 2006 à 1,8 % en moyenne en 2009, celle de la zone euro devant être encore plus touchée et descendre à 1,5 % d'après les prévisions de la Commission, voire 1,2 % selon celles du FMI.

2.et leur impact reste à venir. Malgré l'accumulation de ces chocs, certains décideurs conservent l'impression que leurs effets sur la croissance et l'emploi devraient rester gérables dans la mesure où, en raison des réformes structurelles effectuées par le passé, la zone euro est aujourd'hui plus « résistante » qu'auparavant. Toutefois, ce point de vue ne prend pas en compte le fait qu'il faudra à bon nombre de ces chocs un certain temps pour avoir un effet sur l'économie. La hausse des taux d'intérêts, l'appréciation de la monnaie et le durcissement des conditions d'octroi des crédits se caractérisent ainsi toutes par un « délai d'incubation » pouvant atteindre 4 à

6 trimestres. Qui plus est, certaines des réformes structurelles mises en œuvre (compression des indemnités de chômage, résorption de la protection du travail, multiplication des emplois précaires et à bas salaire) renforcent en réalité l'impact des chocs précités et contribuent de ce fait à déstabiliser l'économie. Baser toute action politique, ou dans le cas qui nous préoccupe, toute absence d'action politique, sur les performances de croissance enregistrées dernièrement est par conséquent une erreur¹.

- 3. Le danger : le fléchissement de 2008 pourrait se transformer en un ralentissement prolongé.** Si on ne fait rien pour les contrer, les chocs négatifs tendent à s'amplifier² et, *in fine*, à engendrer un cercle vicieux de ralentissement de la croissance, de perte de confiance et de diminution des dépenses qui, à leur tour, entraînent un nouveau ralentissement de la croissance, et ainsi de suite. Dans la zone euro, nous en avons eu la triste illustration entre 2001 et 2005, période à laquelle l'économie a vu ses performances considérablement dégradées en raison d'une perte de confiance, à la fois des ménages et des investisseurs, qui, pensant que l'économie européenne était « condamnée », ont restreint leurs dépenses et ont par là même ralenti la croissance. Pour éviter que des prévisions de croissance négatives ne viennent « ternir l'humeur » des ménages et des investisseurs et pour échapper à un autre effondrement de la croissance, laquelle prendrait des années à se relever, il est indispensable d'agir sur la demande, promptement et de manière convaincante.

II. LES POLITIQUES ÉCONOMIQUES SONT INADÉQUATES

- 4. Les décideurs monétaires se soucient avant tout de la stagflation.** La politique monétaire est généralement considérée comme le tout premier moyen de défense de l'économie, mais les banques centrales, et la Banque centrale européenne en particulier, ne font en ce moment rien pour stabiliser cette dernière. Préoccupées par la « stagflation », elles maintiennent leurs taux à un niveau élevé tout en sermonnant les travailleurs sur le besoin de modérer les salaires.

Cette politique est inadéquate : elle ne tient aucun compte du fait que l'inflation n'est en rien liée à une surchauffe de l'économie intérieure, mais au

¹ Le coupable désigné ici est une croissance récente bien supérieure aux prévisions. La zone euro a enregistré au premier trimestre de 2008 une croissance de 0,5 % d'un trimestre sur l'autre, et même de 1,5 % en Allemagne. Il convient toutefois de prendre en compte le fait que les chiffres de croissance du premier trimestre en question sont gonflés artificiellement en raison des éléments suivants : hiver doux, nombre de jours ouvrés supplémentaires car 2008 est une année bissextile et forte accumulation de stocks (d'une valeur de 1 % du PIB allemand). Par ailleurs, le fait qu'une hausse d'inventaire ait contribué à 1 % du PIB de l'Allemagne est en lui-même assez inquiétant : une accumulation de stocks implique que la demande ne répond pas à la production et que cette dernière sera donc ajustée à la baisse au cours des trimestres suivants afin de revenir à un niveau de stocks plus normal.

² Via une série de facteurs que sont par exemple les multiplicateurs de demande, les accélérateurs d'investissement et les accélérateurs financiers.

contraire provient entièrement de l'extérieur. L'évolution des prix extérieurs crée un fossé entre la stabilité des prix, d'une part, et la nécessité de stabiliser l'activité économique, d'autre part, mais se situe complètement hors de la zone de contrôle des banques centrales. Lorsque celles-ci tentent de compenser l'effet de la hausse des prix du pétrole sur le taux moyen d'inflation en générant une déflation sur le marché intérieur, la politique monétaire court le risque de devenir elle-même une source importante d'instabilité et de volatilité économique³.

Qui plus est, ni le « matraquage » monétaire ni la modération excessive des salaires qui en résulte inévitablement, ne constituent de véritables solutions structurelles. En fait, le simple fait de pousser les travailleurs à s'accommoder du prix du brut et à accepter un transfert de leur pouvoir d'achat vers les pays producteurs de pétrole pourrait très bien inviter ces derniers à augmenter plus encore leurs prix. Une politique adéquate consisterait à corriger la dépendance excessive de l'économie européenne vis-à-vis de cette ressource (voir plus loin).

- 5. Les « actifs à la recherche de capital » : le nouvel alibi pour l'oubli de la stabilisation ?** Dans les cercles des banques centrales, on avance l'idée que les politiques monétaires ne doivent pas seulement viser à stabiliser les prix à la consommation, mais également éviter le développement de bulles de spéculation. Selon cette idée, l'apport de liquidités à la fois abondantes et bon marché a été à la base de l'explosion des prix du logement et de la crise des subprimes. Toutefois, en utilisant l'argument selon lequel une politique monétaire plus laxiste ne ferait qu'entraîner une nouvelle vague de spéculation sur le prix des actifs, suivie un peu plus tard de l'éclatement d'une nouvelle bulle, reproduisant ainsi le problème de départ, on rend complètement inopérant l'outil que constitue ladite politique monétaire.

Cette approche est dangereuse. En focalisant la politique monétaire sur la stabilité des prix des actifs en plus de celle des prix à la consommation, on risque de laisser entièrement de côté l'objectif qu'est la stabilisation de l'économie. Dans un tel cas de figure, les banques centrales se retrouveraient pieds et poings liés lorsqu'il s'agirait de réaligner l'activité économique avec son potentiel : l'économie « matérielle » deviendrait plus instable et l'économie dans son ensemble afficherait des performances inférieures à ses possibilités, et ce, pour une période prolongée⁴.

³ Particulièrement dans le cas de la zone euro : au sein de celle-ci, la hausse annuelle des salaires, fruit de négociations collectives, est restée très proche des 2 % au cours des quinze dernières années. Cette hausse de 2 % pourrait bien constituer un palier sous lequel les travailleurs et les syndicats n'accepteront pas de descendre (notamment parce que les prévisions relatives à l'inflation sont solidement ancrées à ce même niveau et que les travailleurs sont extrêmement réticents à l'idée d'une réduction des salaires réels). Si c'est effectivement le cas, il faudrait pour réduire l'inflation intérieure que l'économie subisse un ralentissement considérable, et ce, afin de convaincre les travailleurs d'accepter une baisse de leurs salaires réels.

⁴ Pour percer une bulle immobilière de 15 %, par exemple, les banques centrales devraient augmenter leurs taux d'intérêts à un point tel que l'activité économique subirait une dépression de 5 %, ce qui

Il n'en reste pas moins qu'éviter la spéculation sur les marchés financiers et la formation de bulles (devant inévitablement éclater) provoquées par la spéculation sur le prix des actifs constitue effectivement un souci parfaitement valable. Néanmoins, plutôt que d'abandonner l'économie matérielle en s'abstenant de toute politique monétaire expansionniste, il serait plus intelligent de réduire les taux d'intérêt et d'injecter des liquidités après s'être assuré de la présence d'un cadre juridique à même d'empêcher ces liquidités de se voir transférées dans la spéculation et les « jeux pyramidaux ».

La crise américaine des subprimes constitue une bonne illustration de notre propos. La vague de prêts hypothécaires à hauts risques n'a pas émergé dans ce pays lorsque les taux d'intérêts étaient à leur plus bas historique ; ils n'ont décollé que lorsque l'activité de certaines institutions semi-publiques⁵ octroyant des prêts collatéralisés s'est arrêtée net et que, simultanément, la réglementation sur l'octroi de subprimes par les organismes de prêts privés a été modifiée. Ce n'est qu'à ce moment, à savoir en 2005, que la finance des subprimes, peu ou pas réglementée, a connu un véritable boom, alors même que les taux d'intérêts et le risque de solvabilité (!) étaient à la hausse.

6. Politique fiscale : la demande européenne manque de coordination.

L'économie européenne forme un tout dont les éléments sont extrêmement interdépendants, ce qui a sans le moindre doute dopé sa productivité, mais l'a priori négatif du marché intra-européen vis-à-vis de toute politique fiscale expansionniste constitue son talon d'Achille : dans la mesure où lesdites politiques fiscales expansionnistes ont tendance à disparaître, en partie à cause des fuites à l'importation vers les autres pays d'Europe, chaque pays perçoit la responsabilité de réanimer l'économie comme reposant sur les épaules de ses voisins. Au final, personne ne s'en occupe. Pire encore, en l'absence de cadre européen permettant de corriger cet a priori à l'encontre de toute politique axée sur la demande, chaque État membre se voit tenté de faire cavalier seul et de mettre de l'ordre dans sa propre économie en ayant recours à des politiques de compétition, telles que la course à la modération des salaires ou la concurrence fiscale à la baisse sur les sources de revenus mobiles. Les seuls résultats d'un tel comportement sont bien entendu une réduction de l'ensemble de la demande et des budgets publics européens.

7. Les gouvernements réagissent d'ores et déjà à la crise de croissance de 2008, mais ils le font de manière individuelle et sans grande attention aux retombées de leurs actions sur les autres États membres : certains tentent d'améliorer une position concurrentielle déjà favorable en réduisant les contributions des employeurs aux cotisations de sécurité sociale ; d'autres réduisent leur propre marge de manœuvre en matière de politiques côté demande en allongeant la durée du travail et/ou en diminuant l'impôt sur les revenus élevés. D'autres

représente une perte de rendement considérable. Gerlach, S. et Assenmacher-Wesche, K., « Can monetary policy really be used to stabilise asset prices? », mars 2008, www.voxeu.org

⁵ Fannie Mae et Freddie Mac

encore essayent de procéder à des dévaluations de fait en augmentant les impôts indirects. À ce rythme, il ne faudra pas longtemps avant que plusieurs États membres n'atteignent à nouveau le seuil critique de 3 % du PIB pour le déficit public et qu'ils ne soient contraints de revenir en arrière et de procéder à une consolidation fiscale. À ce moment, ils se trouveront malheureusement au beau milieu d'un ralentissement de l'économie.

III. FAIRE DE LA GESTION DE LA DEMANDE UNE ENTREPRISE COMMUNE

8. Équilibrer stabilité des prix et stabilisation de l'activité économique. Face au ralentissement qui se prépare, il est nécessaire de mettre en place une politique économique capable d'atteindre l'équilibre entre stabilité des prix et stabilisation de l'économie. La gestion de la demande doit devenir une entreprise commune. La CES demande les éléments suivants :

- **Une politique monétaire prévisionnelle.** Les décideurs doivent cesser de tenter de combattre l'inflation directement pour se concentrer sur les pressions sous-jacentes qui la provoquent, arrêter de réagir à retardement et passer à une approche prévisionnelle axée sur une analyse de la situation économique qui nous attend au cours des prochaines années. La BCE, en particulier, est aujourd'hui à la traîne du cycle économique et doit sans délai se mettre à diminuer ses taux d'intérêts.
- **Un moratoire sur la consolidation fiscale contractionniste.** Le moment est mal choisi pour procéder à un resserrement procyclique de la politique fiscale : il est au contraire nécessaire de laisser fonctionner pleinement les stabilisateurs automatiques. Dans les pays dont le déficit se situe actuellement sous la barre des 3 % du PIB, il faut autoriser ce déficit à augmenter en rapport avec le ralentissement économique. Les autres pays, s'ils essayent de conserver leur déficit dans la zone des 3 %, doivent prendre des mesures fiscales et réguler leurs dépenses afin d'éviter tout impact net sur la demande agrégée, ce qui implique la révision des réductions d'impôts octroyées aux plus riches et l'amélioration du pouvoir d'achat des plus faibles.
- **Une stratégie européenne de croissance intelligente.** Laisser jouer les stabilisateurs fiscaux automatiques constitue une étape nécessaire pour absorber les chocs qui ont secoué la demande et éviter un scénario catastrophe. Cette étape, néanmoins, risque de ne pas suffire ; il sera peut-être nécessaire de prendre des mesures discrétionnaires afin de relancer l'économie. Afin que nous soyons prêts à faire face à une telle situation, la CES suggère un débat sur le lancement d'une stratégie paneuropéenne de croissance basée sur le principe selon lequel les gouvernements doivent agir ensemble, en même temps et dans la même optique.

Si tous les États membres agissent de concert, le marché intérieur n'est plus une faiblesse, mais au contraire le principal point fort de l'économie européenne, car une expansion fiscale commune peut alors avoir deux fois plus d'effet sur la demande intra-européenne⁶.

Par ailleurs, toutes les formes d'expansion fiscale ne sont pas désirables : il est nécessaire de se concentrer sur la réduction de la dépendance de notre économie vis-à-vis du pétrole et ainsi, de faire d'une politique de gestion de la demande une véritable politique structurelle.

Cette stratégie paneuropéenne de croissance intelligente doit être coordonnée et organisée au niveau européen. Les moyens d'y parvenir sont les suivants :

- Utiliser à bon escient le Pacte de stabilité et de croissance. La Commission et le Conseil de l'Europe doivent définir les types d'investissements susceptibles de promouvoir une croissance intelligente, afin de les exclure (temporairement) de la procédure de gestion du déficit.
 - Émettre une obligation internationale de la Banque européenne d'investissement afin de financer cette stratégie européenne de croissance intelligente. En équilibrant la forte demande du reste du monde pour les actifs libellés en euros et les possibilités d'investissement correspondantes au sein de la zone euro, l'émission d'une telle obligation internationale apporterait une réponse adéquate à la tendance structurelle de l'euro à s'apprécier⁷.
 - Mettre en place une volonté nationale et paneuropéenne de s'attaquer à la fraude et à l'évasion fiscales des très riches et des sociétés, générant par là des rentrées significatives que l'on affecterait à une croissance intelligente profitable à tous les membres de la société.
 - Organiser la solidarité économique européenne afin de transformer les États membres possédant un déficit public faible et une balance des paiements nettement positive en moteurs de croissance pour le reste de l'économie du continent.
- **Cesser de considérer les salaires comme étant le seul et unique levier d'action en cas de problème.** Les décideurs européens ont tendance à considérer les salaires comme constituant la seule protection disponible contre les chocs, quelle que soit leur nature : que le problème soit lié à la mondialisation, à la demande, à l'instabilité des prix ou à l'augmentation des bénéfices, la réponse politique semble toujours être la modération et la flexibilité des salaires. Avec pour principaux résultats une chute continue de la part des salaires dans le PIB et un bilan mitigé en matière de chômage.

Cette situation ne peut plus durer. Pour que l'Europe devienne son propre moteur de croissance, il faut que les salaires réels rattrapent le niveau de croissance global de la productivité. Cela implique des négociations

⁶ Par rapport à la situation où les États membres procèdent à une expansion fiscale de manière isolée.

⁷ Voir note documentaire jointe

collectives plus marquées ainsi qu'une meilleure coordination afin d'éviter que les travailleurs des différents États membres ne se sapent les uns les autres et de parer les effets secondaires de l'inflation.

- **Mettre les marchés financiers au service des investissements productifs.** À l'heure actuelle, la capacité des marchés financiers à canaliser efficacement l'épargne vers les investissements productifs mérite d'être sérieusement remise en question. Ils sont en effet devenus une source majeure d'instabilité, de spéculation et d'inégalité. Pour leur rendre leur rôle premier, à savoir transformer l'épargne en investissements, il est fondamental d'améliorer la réglementation les concernant. Les problèmes que sont le manque de transparence, l'échec des agences de notation, les effets de levier excessifs, le panurgisme généralisé et les bulles spéculatives doivent être réglés, ce qui implique la prise de mesures volontaristes afin de permettre au cadre juridique de suivre le rythme d'innovation des marchés financiers.

9. Enfin, la CES appelle le gouvernement français entrant à mettre tout en haut de l'ordre du jour de la présidence française de l'UE les deux points suivants : éviter que l'économie ne soit à nouveau prise au piège d'un ralentissement prolongé et faire en sorte que les marchés financiers reviennent au service de l'économie matérielle. **Entre autres choses, il est ainsi nécessaire de renforcer le dialogue macroéconomique existant (processus de Cologne) et de s'en servir pour débattre des défis stratégiques en étroite collaboration avec les partenaires sociaux européens.**

Annexe : note documentaire



ANNEXE 1

MOBILITÉ DES CAPITAUX FINANCIERS MONDIAUX : TRANSFORMER UNE MENACE POUR L'EMPLOI EN UNE OPPORTUNITÉ DE CROISSANCE DURABLE

I. La hausse du cours de l'euro va avoir un impact négatif sur les salaires et la croissance de la zone euro...

Le cours de l'euro a continuellement augmenté au cours de l'année 2007. Principalement poussé par son appréciation vis-à-vis des autres grandes monnaies que sont le dollar américain et le yen, la monnaie unique a vu son taux de change augmenter de 6,2 % en novembre 2007 par rapport au même mois de l'année précédente. Plus récemment, la livre sterling a également rejoint le panier des devises en perte de vitesse par rapport à la monnaie européenne.

Cette tendance de l'euro à s'apprécier vient s'ajouter à la liste des évolutions qui menacent les dynamiques de demande et de croissance de l'Union. Le rétrécissement des crédits engendré par la crise des subprimes, le durcissement de la politique monétaire de la BCE, qui a entraîné un revirement de situation dans les pays qui avaient jusqu'à présent servi de locomotive à la croissance européenne (l'Espagne en particulier), les retombées d'une éventuelle récession aux États-Unis, la hausse des prix du pétrole et des produits de première nécessité qui transfère le pouvoir d'achat hors d'Europe... tous ces éléments œuvrent au même résultat : ralentir considérablement la croissance et la création d'emploi sur le continent.

De fait, l'histoire nous montre que les performances de la zone euro à l'exportation sont inversement proportionnelles au taux de change de sa monnaie. Lorsque celui-ci augmente, les exportateurs de la zone euro perdent des parts de marché et la croissance des exportations devient inférieure à la moyenne mondiale, et vice versa. À cet effet de levier mécanique vient s'ajouter le fait que les exportateurs européens tentent alors de conserver leur position concurrentielle en comprimant les prix de leurs produits. Pour préserver leurs marges bénéficiaires, ils exercent alors une forte pression sur les travailleurs et les syndicats afin que ceux-ci acceptent une baisse des salaires, ou délocalisent leurs investissements et leurs emplois hors de la zone euro. Cette stratégie empêche effectivement la disparition de quelques postes dans les secteurs liés à l'exportation, mais provoque parallèlement une dépression des salaires et de l'emploi dans les secteurs non corrélés à celle-ci : le résultat final est une baisse de la croissance globale.

La période 2002-2003 constitue une bonne illustration de ce phénomène : alors que le taux de change effectif de l'euro s'appréciait de quelque 20 %, la croissance des exportations était à la traîne de la moyenne mondiale et la croissance des salaires était inférieure à celle de la productivité. Une nouvelle vague de « négociations des concessions » a alors été entamée, aboutissant à un allongement des heures de travail sans augmentations de salaire correspondantes et à une réduction des pécules de vacances et des primes salariales (voir les deux graphiques ci-dessous).

Graphique 4a
Exportations et commerce mondial
(volume, GA en %)



Graphique 7
Zone euro : coût salarial unitaire (GA en %)

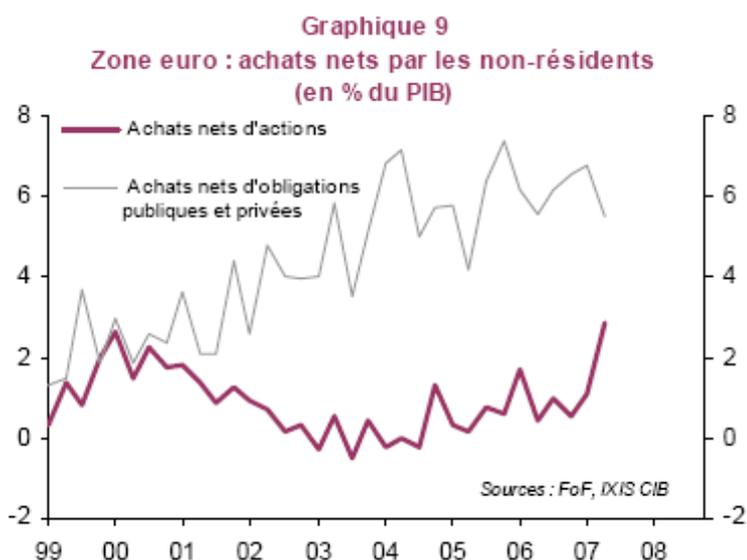


II. Les causes de l'appréciation de l'euro

Les raisons de la hausse du taux de change de l'euro sont à rechercher dans la sphère financière et non dans la partie « matérielle » de l'économie. Elles ont à voir avec une disparité matérielle entre la demande et l'offre d'actifs libellés en euros.

A. La hausse de la demande d'euros...

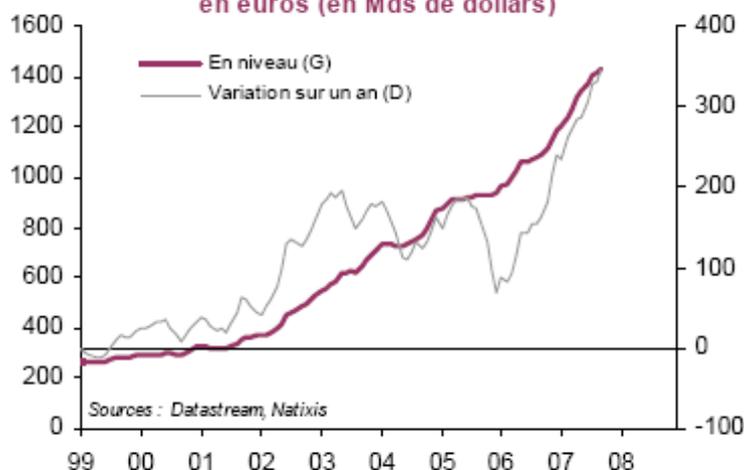
L'analyse du compte de capital global de la zone euro montre qu'il se développe depuis 2002 une demande non négligeable de titres libellés en euros de la part du reste du monde. Les obligations libellées en euros sont particulièrement populaires, constituant 6 à 8 % du PIB de la zone euro et engendrant un afflux de capital total net.



Cet appétit du reste du monde pour les titres en euros est dû à plusieurs facteurs :

- La monnaie européenne acquiert peu à peu le titre de monnaie refuge internationale, comme l'indique le fait que les banques centrales du monde entier convertissent en euros leurs réserves de devises, précédemment en dollars. Alors que la monnaie unique ne constituait que 20 % des réserves de devises mondiales totales en 2002, elle en représente maintenant 25,6 %. En termes absolus, les réserves mondiales en euros ont plus que triplé entre 2002 et 2007, passant de 400 milliards à un total de 1 400 milliards.

Graphique 10
Réserves de change mondiales investies
en euros (en Mds de dollars)



- Jusqu'à la fin de l'année 2005, les pays asiatiques tels que la Chine jouaient le rôle « d'absorbeur de dernier recours » en ingurgitant tous les dollars provenant de leur immense surplus commercial avec les États-Unis et donc en liant *de facto* leur monnaie au dollar. Toutefois, la Chine a depuis lors renoncé à sa politique de parité avec la monnaie américaine et ne peut donc plus lui apporter son soutien. Le surplus de dollars sur les marchés financiers n'étant plus absorbé par la banque centrale chinoise, il contribue maintenant à l'effondrement de la devise par rapport aux autres monnaies mondiales, en ce compris l'euro.
- L'énorme déficit américain (environ 6 % du PIB) était aussi, jusqu'il y a peu, financé par le reste du monde, qui investissait dans les obligations de sociétés américaines. Cependant, les deux-tiers de ces obligations se trouvant sous la forme de titres adossés à des crédits mobiliers (« asset backed securities » ou ABS), qui se sont effondrés suite à la crise des subprimes, le dollar a également perdu cet élément de soutien.
- Il y a, enfin, le facteur cyclique. Alors que la Réserve fédérale répond de manière clairement préventive au ralentissement à venir et que la BCE refuse obstinément d'agir, les marchés financiers, eux, voient leur perception du différentiel des taux d'intérêts évoluer et redirigent les flux de capitaux vers l'euro.

B. ...ne s'accompagne pas d'une offre d'euros.

L'offre ne suffit néanmoins absolument pas à satisfaire les appétits du reste du monde pour l'euro. En effet, avec une balance commerciale proche de l'équilibre, voire légèrement supérieure à celui-ci, la zone euro n'a pas besoin d'apports de capitaux et d'épargne supplémentaires de la part de l'extérieur : son épargne macroéconomique suffit déjà à couvrir ses investissements.

La discordance entre la demande élevée (provenant de l'afflux de capitaux vers la zone euro) et le manque d'offre correspondante (dû au léger surplus de la balance commerciale de la zone euro, qui se reflète dans la pénurie d'émissions

de crédits) est au cœur de la tendance haussière de la valeur de la monnaie unique. Il s'ensuit que, si elle n'est pas corrigée, l'euro va continuer à s'apprécier.

Pire encore, il est possible que la hausse du cours de l'euro s'intensifie au cours des mois à venir. Il semble en effet que la banque centrale chinoise ait récemment signalé une nouvelle adaptation de sa politique de taux de change, visant à permettre au yuan de s'apprécier plus rapidement afin de réduire le risque d'inflation au sein du pays⁸. Mais si l'appréciation du yuan est limitée à son seul taux de change face au dollar, cela signifiera que la banque centrale chinoise achètera moins de dollars et que le reste du flux de monnaie américaine sera redirigé vers les autres monnaies, ce qui aura pour conséquence directe d'accroître encore la valeur de l'euro par rapport au dollar.

III. La spéculation provoque la hausse des prix du pétrole, des produits de première nécessité et de l'alimentation

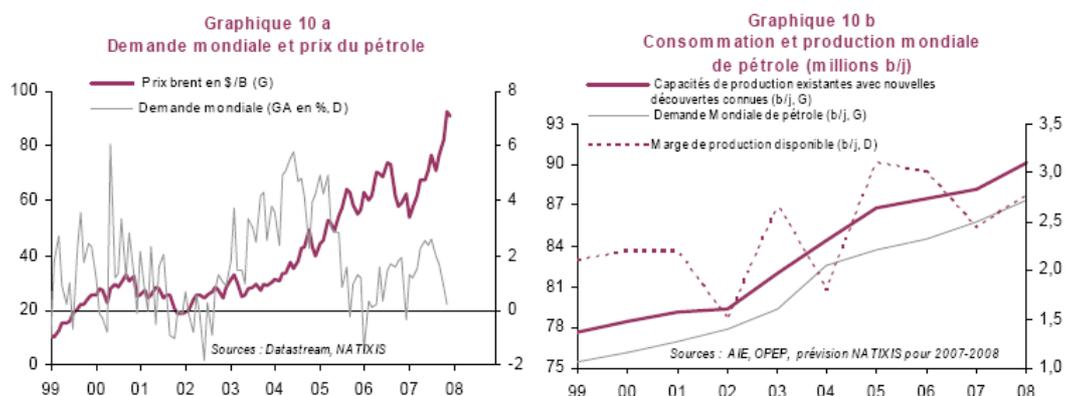
Les capitaux mondiaux n'affluent pas seulement vers les titres libellés en euros. Plus récemment, à savoir depuis la mi-2007, les financiers cherchent également à investir dans le pétrole, les produits de première nécessité et l'alimentation. Suite à l'effondrement de leur confiance dans les subprimes, les prêts hypothécaires et les crédits, les marchés financiers se sont concentrés sur le boom structurel qui affecte le pétrole et les produits de base, boom provoqué par la hausse de la demande des économies émergentes dans un monde où tout est lié. À l'aide d'instruments tels que les « futures », ils achètent ces denrées maintenant en espérant profiter de prix plus élevés à l'avenir. La City de Londres, par exemple, a vu au cours du premier semestre de 2007 l'émergence d'une nouvelle gamme de hedge funds (fonds spéculatifs) ciblant tout particulièrement le marché des produits de première nécessité. Les banques conseillent ouvertement à leurs clients d'investir dans ces fonds dont les rendements sont « garantis dans ce monde frappé par la disette ». Et la hausse du prix du pétrole au début de l'année 2008 coïncide singulièrement avec le fait que les flux d'investissements soient à nouveaux relâchés après la clôture des comptes de l'exercice financier précédent.

Toutefois, en agissant de la sorte, les marchés financiers sont une fois de plus en train de faire jouer l'effet Pygmalion. Il s'agit en pratique d'une nouvelle chaîne de Ponzi, similaire à celle observée lorsque les marchés financiers ont abreuvé de liquidités les titres liés à l'informatique et aux télécoms ou à l'immobilier, réalisant de ce fait même les bénéfices sur lesquels ils spéculaient sans pour autant que les prix des titres aient une quelconque relation avec la valeur intrinsèque des actifs qu'ils recouvraient. Dans le cas présent, cela a pour conséquence que les marchés financiers poussent le prix du pétrole et des produits de première nécessité plus haut et plus rapidement que ne peut le garantir la seule situation « physique » des ressources en question.

Ce type d'exagération des marchés financiers peut s'illustrer aisément, qu'il s'agisse du prix du pétrole ou de celui du blé. Comment expliquer, par exemple, que le prix du pétrole soit passé de 57 dollars le baril début 2007 à près de 100 dollars le baril à la fin de la même année, alors que la croissance mondiale a été limitée à 2 % lors de la même période et que la marge séparant la capacité

⁸ The Star, « China signals policy shift, yuan to appreciate faster », 28 décembre 2007, www.thestar.com

de production de la demande mondiale a augmenté ? (voir les deux graphiques ci-dessous).



Dans le même ordre d'idées, la hausse rapide du prix du blé depuis la mi-2007 est également difficile à expliquer, étant donné le fait que la demande est relativement stable depuis 2004 (elle a même diminué légèrement en 2006) et que le monde dispose d'un stock équivalent à environ 20 % de la consommation annuelle.

Quelles sont les implications pour la croissance au sein de la zone euro ? Une hausse des prix du pétrole et des produits de base fait inévitablement ressortir le spectre de la stagflation : un pétrole cher érode en effet le pouvoir d'achat des habitants de la zone euro et le transfère aux pays producteurs de brut et aux détenteurs de titres spéculatifs, tout en augmentant l'inflation. On dispose là de tous les ingrédients nécessaires à la réalisation d'un cocktail bien dangereux, à la fois pour l'emploi et pour la croissance, dans la mesure où la fuite du pouvoir d'achat comprime déjà la demande et la croissance globale. Si la BCE devait réagir à la hausse (temporaire) de l'inflation en augmentant ses taux ou tout simplement en ne les baissant pas alors que le marché s'y attend, le ralentissement initial de la croissance serait alors amplifié.

Tout ce qui précède illustre également le fait que la solution consistant à demander aux salaires d'absorber sans autre forme de procès la hausse du prix du pétrole et la perte de pouvoir d'achat n'est pas particulièrement convaincante. Quoi qu'on en dise, cela revient essentiellement à demander aux travailleurs de récompenser les excès des marchés financiers et la spéculation sur les produits de première nécessité et le pétrole. Il est indispensable de mettre en œuvre une politique différente.

IV. Convertir la menace en opportunité : associer la stratégie de croissance européenne au défi posé par le développement durable.

En poussant à la hausse le cours de la monnaie unique et les prix du pétrole et des produits de base, les mouvements mondiaux des capitaux financiers mettent en danger l'emploi et la croissance au sein de la zone euro. Que peuvent faire les décideurs afin de mieux gérer ces flux financiers ?

A. Réduire les taux d'intérêts et/ou intervenir sur le taux de change : possible mais peu probable

Pour résorber la disparité affectant le taux de change de l'euro, l'une des possibilités consiste à réduire la demande d'actifs libellés en euros de la part du reste du monde, et ce, en faisant en sorte que la BCE réduise ses taux d'intérêts et/ou se mette à accumuler des réserves de dollars afin de stabiliser ce dernier.

Toutefois, bien que la baisse des taux soit à la fois possible et nécessaire (au vu de la voie peu engageante que prend l'économie), la BCE est peu susceptible d'agir et, lorsqu'elle le fera, il sera de toute façon trop tard pour éviter que les prévisions de décroissance ne soient fermement ancrées dans les esprits.

Il est tout aussi peu probable qu'elle se mette à intervenir sur le taux de change (bien qu'elle l'ait fait, et avec succès, lors de la crise inverse liée à l'effondrement de l'euro). Toutefois, contrairement à la politique monétaire, la gestion du taux de change est une responsabilité partagée entre la BCE et le Conseil de l'Europe. Pour autant que la Commission en fasse la proposition, ce dernier peut effectivement fournir à la BCE une série de directives et de notes d'orientation relatives aux taux de change (bilatéraux) de la monnaie unique, que celle-ci est alors obligée de mettre en œuvre (pourvu que soit respecté l'objectif de stabilité des prix). Il est également à noter que la BCE peut intervenir de son propre chef, étant donné que le problème est la stabilité du dollar et que celui-ci peut être résolu par la simple accumulation de réserves dans la monnaie américaine et l'émission d'euros (deux actes qu'elle a à la fois le droit et la possibilité de poser). Malheureusement, la balle est dans le camp de la Commission, qui est peu désireuse d'agir en matière de gestion du taux de change, et toute action nécessiterait une majorité qualifiée au sein du Conseil Ecofin, ce qui ne s'obtient pas aisément.

B. Proposition alternative : absorber intelligemment les flux de capitaux

Une alternative consiste à absorber les capitaux affluant dans la zone euro en augmentant intelligemment l'offre monétaire. Si le reste du monde est prêt à investir dans la monnaie unique, il s'agit là d'une occasion que les décideurs européens se doivent de saisir. Plutôt que d'ignorer les flux de capitaux et, ainsi, de leur permettre de pousser à la hausse la valeur de l'euro et de saper la compétitivité et l'emploi, la zone euro doit augmenter sa propre demande intérieure et, ce faisant, répondre partiellement à la demande d'euros, stabiliser le taux de change de la monnaie unique et/ou contrebalancer l'impact négatif d'un euro fort sur l'emploi et la compétitivité. À la stricte condition, cependant, que la nouvelle demande (et l'endettement correspondant) soit « intelligente » et porteuse d'avantages adaptés.

Nous proposons en pratique d'organiser la finance européenne en fonction d'une stratégie de croissance durable. La Banque européenne d'investissement (BEI) doit mobiliser les capitaux du reste du monde en accordant des prêts libellés en euros équivalant à 1 % du PIB de l'Europe. Elle doit ensuite reprêter ces capitaux aux gouvernements qui investissent dans des domaines prioritaires supplémentaires devant favoriser le développement durable (les domaines d'investissements et les critères y afférents étant définis par le Conseil de l'Europe sur proposition de la Commission). Les domaines prioritaires du

développement durable peuvent être l'énergie renouvelable, les programmes d'économie d'énergie ou le passage aux technologies propres. Le soutien à ces domaines peut prendre la forme de subventions ou d'incitants fiscaux aux investissements dans le développement durable ; ces derniers seront très certainement bien accueillis par les entreprises de l'Union, au vu de la nouvelle vague de directives européennes liées à l'environnement actuellement en préparation.

Évidemment, une telle stratégie engendrera une hausse temporaire des déficits publics. Mais dans la mesure où ceux-ci sont pratiquement inexistantes dans la zone euro, nous disposons d'une marge de manœuvre généreuse, à tout le moins dans les pays dont le déficit est proche de zéro et qui courent le risque de voir l'activité économique tomber sous son potentiel. Il nous appartient de choisir entre deux scénarios : soit l'Europe ne fait rien et regarde s'effondrer sa croissance économique et la confiance des investisseurs, auquel cas elle verra son déficit public s'agrandir de toute façon, soit elle augmente volontairement (et temporairement) son déficit public afin de permettre à la confiance des investisseurs de se stabiliser et d'éviter un ralentissement prolongé de l'économie. Ce faisant, elle relèvera également le défi du développement durable, défendra son pouvoir d'achat et son niveau de vie et réalisera des économies d'énergie et de biens de première nécessité. Le choix nous appartient.