



HAL
open science

Politiques et performances macroéconomiques de la zone euro : institutions, incitations, stratégies

Eloi Laurent, Jérôme Creel, Jacques Le Cacheux

► To cite this version:

Eloi Laurent, Jérôme Creel, Jacques Le Cacheux. Politiques et performances macroéconomiques de la zone euro : institutions, incitations, stratégies. 2007. hal-00972703

HAL Id: hal-00972703

<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-00972703>

Preprint submitted on 22 May 2014

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

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



Document de travail

« Politiques et performances macroéconomiques de la zone euro : institutions, incitations, stratégies »

**N°2007-23
Septembre 2007**

Jérôme Creel (OFCE)
jerome.creel@sciences-po.fr

Eloi Laurent (OFCE)
eloi.laurent@sciences-po.fr

Jacques Le Cacheux (OFCE)
jacques.lecacheux@sciences-po.fr

POLITIQUES ET PERFORMANCES MACROÉCONOMIQUES DE LA ZONE EURO

Institutions, incitations, stratégies

Jérôme Creel, Éloi Laurent et Jacques Le Cacheux

Département des études de l'OFCE

L'économie européenne, et en particulier celle de la zone euro, affichent des performances macroéconomiques visiblement moins bonnes que celles des autres régions du monde, alimentant le sentiment du déclin de l'Europe et les discours sur la nécessité de réformes structurelles et d'allègement des coûts du travail et de la protection sociale, afin de rendre à l'Union européenne sa compétitivité. Si le bien-fondé du diagnostic n'est guère discutable, du moins dans ses grandes lignes et surtout pour la zone euro, l'identification des causes du mal et les remèdes proposés le sont, quant à eux, bien davantage. En effet, les institutions et les règles mises en place dans la zone euro pour gérer la monnaie unique et encadrer le maniement des politiques budgétaires nationales apparaissent clairement inappropriées, du moins dans l'interprétation généralement faite des textes européens, à la poursuite de politiques ambitieuses et coordonnées de croissance. Les autorités monétaires sont trop exclusivement préoccupées par la stabilité monétaire, dans une acception particulièrement étroite de la notion, et la politique monétaire apparaît donc insuffisamment réactive aux ralentissements et trop rapidement restrictive en cas de reprise. Cela renforce les biais procycliques contenus dans le Pacte de stabilité, en tout cas tel qu'il était interprété avant la réforme du printemps 2005. Cette règle budgétaire comporte en outre des incitations peu favorables aux politiques de croissance durable. Et le policy mix qui émerge spontanément des stratégies adoptées par les différents acteurs en réponse à ces institutions et règles engendre des évolutions du taux de change de l'euro qui poussent les gouvernements nationaux des États membres à privilégier les stratégies non coopératives, notamment la « désinflation compétitive » et la concurrence fiscale et sociale, en outre souvent encouragées par les instances européennes (Banque centrale européenne et Commission), par la composition même de l'UE, de plus en plus dominée par un nombre important de « petits pays » qui trouvent leur compte dans ces stratégies, et par les procédures communes. Ces tendances à des comportements nationaux opportunistes sont dommageables à l'Union dans son ensemble, et ne pourraient être contrées que par l'institution de meilleures règles du jeu macroéconomique, ou simplement par une interprétation des traités plus favorable à l'émergence de stratégies coopératives.

jerome.creel@ofce.sciences-po.fr
eloi.laurent@ofce.sciences-po.fr
jacques.lecacheux@ofce.sciences-po.fr

L'embellie économique que connaît depuis plus d'un an l'Union européenne (UE), et notamment les économies de la zone euro, a fait taire les critiques que suscitait le fonctionnement de la zone monétaire européenne depuis son lancement. Avec une croissance moyenne voisine de 2,5 % l'an, avec une économie allemande renaissante, l'UE veut croire que les années noires sont derrière elle, que la bonne gestion de la monnaie unique, les réformes structurelles, la relance, en 2005, de la « stratégie de Lisbonne » et la réforme quasi concomitante du Pacte de stabilité, ont remis l'économie européenne en ordre de marche et qu'il suffit de persévérer dans l'effort entrepris. Parangon de cette vertu retrouvée, l'Allemagne, dont le constant soutien apporté aux institutions monétaires européennes, à leur indépendance et à leurs choix avisés est cité en exemple, dont la modération salariale et les « courageuses » réformes des marchés du travail et de la protection sociale sont créditées du mérite du renouveau de la croissance, et dont le retour à meilleure fortune fait le plus ardent défenseur de la discipline budgétaire, après avoir été le pays à s'en être le plus écarté pendant des années. L'Allemagne, redevenue premier exportateur mondial et dégageant des excédents commerciaux considérables, fait à nouveau rêver et les Français, prompts à l'illusion idolâtre, sont une fois de plus béats devant le « modèle allemand », paré soudain de toutes les vertus, et semblant se soucier comme d'une guigne de la force de la monnaie européenne sur les marchés des changes. Il conviendrait donc de ne rien changer, mais simplement de persévérer dans les réformes, de forcer un peu la cadence de la consolidation budgétaire là où, comme c'est le cas en France ou en Italie, elle est jugée insuffisante.

L'appréciation continue de la monnaie européenne sur les marchés des changes, des signes, ambigus, de ralentissement outre-Atlantique et de tensions sur les marchés financiers, de même que la reprise de la hausse des cours du pétrole, autant de facteurs qui, sans même compter un ultérieur durcissement de la politique monétaire européenne pour lutter contre les prémices d'une inflation dont rien n'indique qu'elle serait sur le point de repartir, pourraient, hélas, mettre prématurément un terme à la belle reprise européenne. Sans attendre, il convient de s'interroger sur les vraies raisons de la faiblesse durable de la croissance européenne. Cet article en propose une lecture qui met l'accent sur les insuffisances des politiques macroéconomiques menées dans l'Union européenne (UE) et singulièrement dans la zone euro, depuis plus d'une décennie, d'abord pour préparer le passage à la monnaie unique, puis pour la gérer. Si les premières — et les sacrifices qu'elles

ont impliqués en termes de croissance et d'emploi — pouvaient être justifiées par l'argument de l'investissement dans la création d'une nouvelle monnaie et dans la construction d'un espace monétaire commun, les maigres fruits récoltés depuis le lancement de l'euro risquent fort de menacer l'adhésion des populations des pays membres de la zone à leur nouvelle monnaie et aux institutions qui la gèrent. Car la confiance dans une monnaie, surtout lorsqu'elle est nouvelle et commune à plusieurs États nations, ne saurait se réduire, comme nombre d'économistes tendent souvent à le penser, à la seule stabilité monétaire : pour qu'un ensemble d'agents économiques adhèrent durablement à une monnaie fiduciaire, à l'ensemble de ses règles de gestion et à la gouvernance économique qu'elles impliquent, il faut certes qu'ils aient confiance dans la pérennité de sa valeur — du pouvoir d'achat de cette monnaie —, donc qu'ils considèrent comme crédible la mesure officielle qui est proposée; mais il faut également que les performances économiques, en termes notamment de croissance et d'emploi, de l'ensemble monétaire ainsi constitué, soient jugées suffisamment bonnes pour que les contraintes qu'engendre son fonctionnement sur les économies nationales qui la constituent ne soient pas considérées comme excessives.

À l'appui de cette thèse, nous brosons d'abord le tableau des performances macroéconomiques de la zone euro, en les comparant à celles des autres régions du monde. Puis nous montrons que la politique monétaire a eu, depuis le lancement de l'euro, tendance à se focaliser sur l'objectif de stabilité monétaire, conformément à la mission de la Banque centrale européenne (BCE), mais avec pour effet collatéral de renforcer les contraintes pesant sur les politiques budgétaires nationales. Celles-ci sont analysées dans la section suivante, qui insiste sur les biais contenus dans la règle de politique budgétaire — le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) — et sur les incitations que font naître les institutions de la zone euro et l'absence de politique économique commune. Dans la section suivante, les implications de ces mêmes incitations dans le choix des stratégies des gouvernements nationaux sont alors explorées plus généralement. Enfin, la conclusion souligne les dangers que recèle, pour l'UE et la zone euro, la poursuite des stratégies actuelles.

Prologue : de mauvaises performances, mais de bonnes institutions?

« *Si l'Union économique et monétaire est tellement merveilleuse, pourquoi la performance de la zone euro est-elle si médiocre?* ». Cette question économiquement incorrecte posée par M. Wolf (2006) est sans doute la formulation la plus synthétique du problème que cet

article s'attache à éclairer. La zone euro est en effet un paradoxe institutionnel : nulle part dans le monde développé depuis 15 ans on n'a déployé des efforts plus importants pour bâtir des institutions économiques efficaces et nulle part dans le monde développé depuis 15 ans la performance économique n'a été aussi décevante. « Quand les faits changent, la théorie change » disait Keynes. « On ne change pas des institutions économiques qui perdent » semblent lui répondre les responsables européens. Ou, dans une version plus sophistiquée, « les institutions sont bonnes, ce sont les politiques qui sont mauvaises ». D'abord, les faits.

La performance de croissance de la zone euro a été, depuis la création de celle-ci, l'objet d'innombrables études théoriques, empiriques et idéologiques, dont on épargnera au lecteur une énième recension¹. On se concentrera plutôt sur un constat fondamental : le décrochage des pays de la zone euro en termes de PIB par tête par rapport à toutes les économies avancées du monde — pays de l'Union européenne à 15 compris, hors zone euro — depuis la mise en œuvre de la stratégie de convergence monétaire par le traité de Maastricht. Circonstance aggravante : ce décalage s'est accentué avec la fin du processus d'unification monétaire et le lancement de l'euro en 1999.

Le graphique 1 montre que la zone euro a perdu 6 points de pourcentage sur les États-Unis depuis presque 15 ans en termes de niveau de vie, tandis que les pays de l'UE 15 qui n'ont pas voulu intégrer la zone euro ont légèrement progressé, que l'Australie et le Canada ont nettement progressé et que l'Asie des petits dragons a rattrapé plus de 15 points de pourcentage au point de dépasser ces dernières années la zone euro.

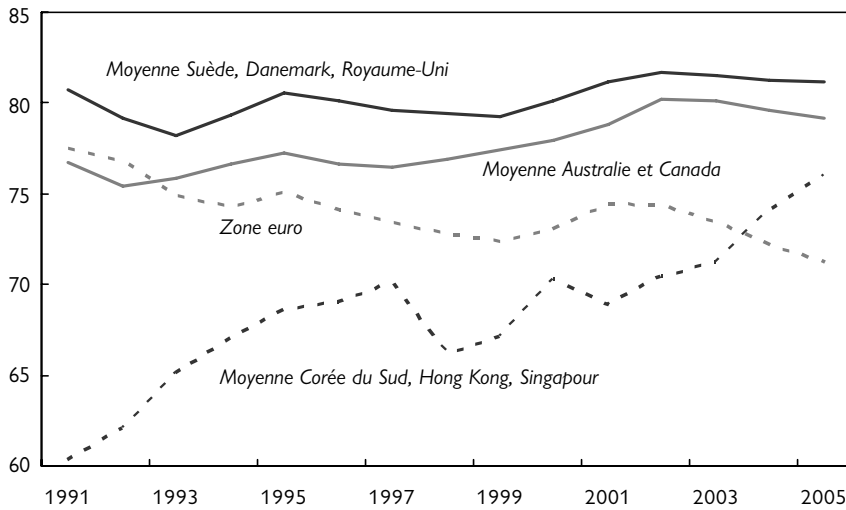
Qui plus est, cet écart s'est accentué après la mise en place de l'euro, quand on pouvait légitimement croire qu'une fois passée la période des efforts et des sacrifices, l'heure de récolter les dividendes de l'union monétaire avait sonné. Le graphique 2 montre à cet égard le destin contrasté de la zone euro et du Royaume-Uni, dont les niveaux de vie se rejoignent presque au début des années 1980 et encore au début des années 1990, avant de diverger de plus de 10 points de pourcentage après 2000.

Ce constat est objectivement préoccupant. On peut le nuancer raisonnablement de deux manières. D'abord, on peut montrer qu'une fois prises en compte les inégalités dans la répartition de la richesse nationale, l'écart entre la zone euro et les États-Unis (pays le plus avancé) se réduit d'un quart. Le tableau 1 montre en effet que l'accroissement spectaculaire des inégalités de revenu aux États-Unis depuis le milieu des années 1980 a pour effet de réduire l'écart de niveau de vie

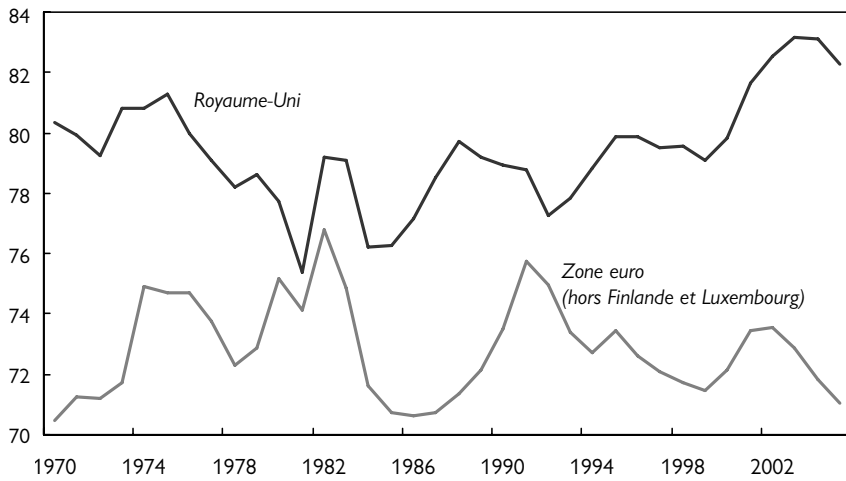
1. Celui-ci pourra utilement se reporter à l'Introduction et au Chapitre I de Aghion, Cohen et Pisani-Ferry (2006).

avec la zone euro si on calcule celui-ci en ôtant la part du revenu qu'ac-
caparent les deux premiers déciles (part qui atteint désormais près de
46 % aux États-Unis). Le retard de niveau de vie n'est alors plus que
de 18 % pour la France, 11 % pour la Finlande, il devient quasiment
nul pour l'Autriche et négatif pour l'Irlande. L'écart avec la zone euro
passe de 28 % à 21%.

1. PIB par tête en % de celui des États-Unis, 1991-2005 (en PPA)



2. PIB par tête en % de celui des États-Unis, 1970-2005 (en PPA)



Source : OCDE.

1. Écart et inégalités de revenu entre les États-Unis et la zone euro en 2004

	PIB par tête moyen PPA US \$	PIB PPA en milliards US \$	Population en millions	Part du revenu des 10 % les plus riches	Part du revenu des 20 % les plus riches	PIB par habitant pour 90 % de la population	PIB par habitant pour 80 % de la population	Écart de revenu sur 100 % du PIB	Écart de revenu sur 90 % du PIB	Écart de revenu sur 80 % du PIB
Belgique	31163	324 100	10,4	28,1	41,4	24896	22827	0,21	0,19	0,15
Allemagne	28275	2 335 500	82,6	22,1	36,9	24473	22302	0,28	0,20	0,17
Irlande	38537	158 000	4,1	27,2	42,0	31172	27939	0,02	-0,01	-0,05
Grèce	22117	245 500	11,1	26,0	41,5	18185	16173	0,44	0,41	0,39
Espagne	25101	1 069 300	42,6	26,6	42,0	20471	18198	0,36	0,33	0,32
France	29340	1 769 200	60,3	25,1	40,2	24417	21932	0,26	0,21	0,18
Italie	27972	1 622 400	58,0	26,8	42,0	22751	20280	0,29	0,26	0,24
Pays-Bas	31951	517 600	16,2	22,9	38,7	27371	24482	0,19	0,11	0,08
Autriche	32171	263 800	8,2	23,0	37,8	27524	25013	0,18	0,10	0,06
Portugal	19817	206 100	10,4	29,8	45,9	15458	13401	0,50	0,50	0,50
Finlande	30115	156 600	5,2	22,6	36,7	25899	23829	0,24	0,16	0,11
États-Unis	39442	11 651 100	295,4	29,9	45,8	30721	26722	0	0	0
Zone euro (moyenne pondérée par le poids démographique)								0,28	0,23	0,21

Sources : Banque mondiale, calculs des auteurs.

On peut ensuite noter que ce même écart de développement tient aujourd'hui autant, voire davantage, à la différence dans le degré d'utilisation de la main-d'œuvre qu'à un retard technologique lié à une productivité horaire défaillante (celle-ci est au contraire plus forte en France et en Allemagne qu'aux États-Unis²), ce qui distingue la zone euro des autres régions du monde. Pour le dire autrement, avec les mots de P. Krugman, la zone euro n'accuse pas tant un « retard d'inspiration » qu'un « retard de transpiration » sur les États-Unis³. Le tableau 2 montre à ce sujet que « l'effet main-d'œuvre » est plus important que « l'effet productivité » dans l'explication de l'écart des niveaux de vie, alors que c'est la situation inverse qui prévaut pour tous les autres groupes d'économies avancées.

2. Décomposition de l'écart de revenu par tête en 2005

	PIB par tête (en % des USA)	Écart dans le PIB par tête en %	Effet main-d'œuvre en % *	Effet productivité en % **
OCDE	69,6	- 30,4	- 5,8	- 24,6
G7	84,2	- 15,8	- 5,5	- 10,3
Europe OCDE	67,3	- 32,7	- 12,6	- 20,1
UE OCDE	66,6	- 33,4	- 12,8	- 20,6
Zone euro	71,4	- 28,6	- 15,3	- 13,3

* Écart dû aux heures travaillées par habitant.

** Écart dû au PIB par heure travaillée.

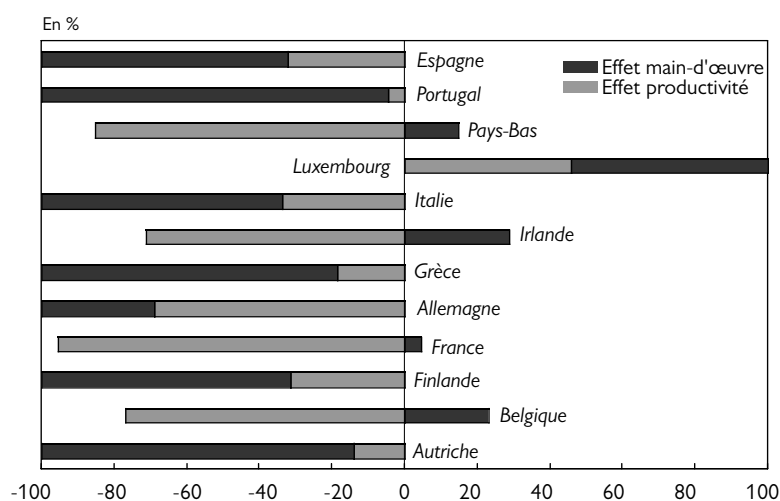
Source : OCDE.

Néanmoins, de grandes disparités existent entre pays de la zone euro sur ce point, comme le montre le graphique 3. Ces disparités ont évidemment un impact sur l'efficacité attendue de la politique monétaire européenne, donc sur les capacités de celle-ci à mener une politique contra-cyclique (*cf. infra*) : les pays principalement du Sud de la zone euro ont un retard de productivité indéniable qui se conjugue avec de fortes pressions inflationnistes potentielles, par rapport à d'autres pays de la zone comme la Belgique, les Pays-Bas, l'Irlande et la France.

2. Depuis le milieu des années 1980 pour la France et le milieu des années 1990 pour l'Allemagne, voir Timbeau, Heyer et Plane (2007).

3. Selon l'OCDE, le taux de croissance annuel de la population atteint en moyenne 1,12 % pour les États-Unis sur la période 1992-2005, contre 0,55 % pour la zone euro, soit le double (et le quadruple par rapport à la moyenne de la France, de l'Allemagne et de l'Italie, qui s'élève à seulement 0,27 % sur la période).

3. Décomposition du retard de niveau de vie des pays de la zone euro par rapport aux États-Unis en 2005



Source : OCDE.

Le développement entravé de la zone euro apparaît en fait comme le produit de deux facteurs, qui se renforcent dès lors que l'on raisonne dans un cadre théorique intégré court terme-long terme : des gains de productivité apparente ralentis, en particulier dans les grands pays européens, alors que les États-Unis ont trouvé un nouveau sentier de croissance au milieu des années 1990⁴ ; le résultat cumulé d'une incapacité structurelle à convertir la croissance tendancielle en croissance effective.

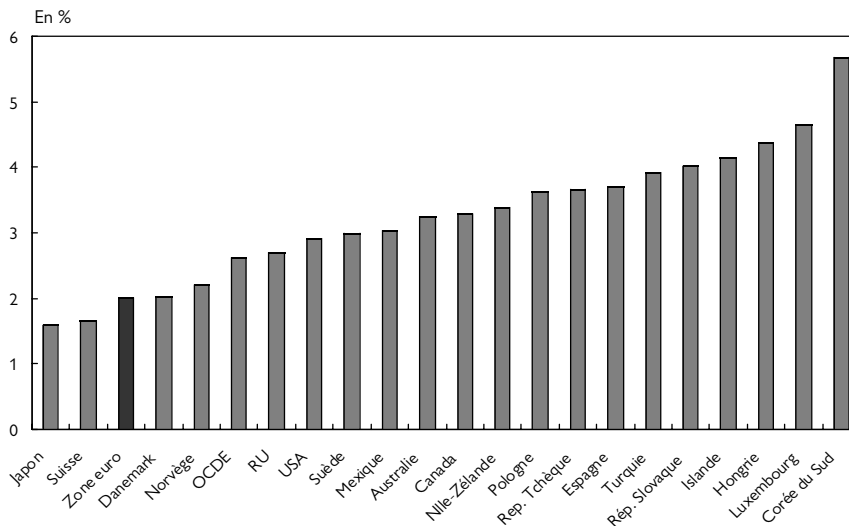
En effet, selon les chiffres de l'OCDE, de 1990 à 2006, la zone euro a crû à un rythme annuel de 2 % par an, contre 3 % par an aux États-Unis et 6,4 % pour l'Asie émergente et développée (Chine, Inde, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong). Le retard cumulé de croissance réelle atteint ainsi 15 % avec les États-Unis et 50 % avec l'Asie. La réalisation de la monnaie unique en 1999 n'a pas corrigé cette trajectoire, au contraire. À l'exception du Japon et de la Suisse, la zone euro arrive en dernière position parmi les pays de l'OCDE, de l'UE 15 et de l'UE 10, pour ce qui est de sa croissance réelle de 1999 à 2006 (graphique 4). Dans un monde qui connaît depuis 2001, selon le FMI, sa période de croissance soutenue la plus forte depuis 1945 (autour de 4 % par an) la zone euro, qui décolle enfin mais timidement en 2006, fait pâle figure.

Pour finir, il convient de remarquer que cette faiblesse européenne se double d'une forte hétérogénéité : les institutions économiques sur lesquelles repose l'union monétaire n'ont pas eu pour effet de

4. Voir sur ce point Timbeau, Heyer et Plane (2007).

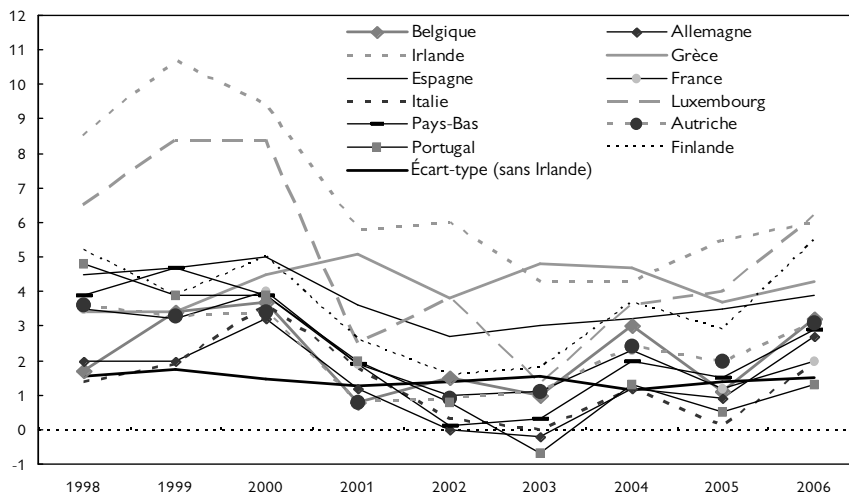
rapprocher les pays de la zone euro, conformément aux arguments théoriques qui ont servi de fondement à la création de l'euro, ce qui rend problématique la gestion macroéconomique régionale. Le graphique 5 indique que la dispersion des taux de croissance (qui conditionne pour une bonne part celle des taux d'inflation) ne s'est réduite que de manière négligeable depuis les débuts de la monnaie unique (l'écart-type des taux de croissance réels passant de 1,55 à... 1,50!).

4. Taux de croissance annuel du PIB réel de 1999 à 2006



Source : OCDE.

5. Taux de croissance annuel du PIB réel pour les pays de la zone euro (1998-2006)



Source : Eurostat.

I. Les politiques macroéconomiques européennes : organisation et orientations

I.1. La politique monétaire, « seigneur des euros »

Pour éviter les dangers d'une surenchère des politiques monétaire et budgétaire dans la future zone euro, surenchère donc entre la BCE et les gouvernements qui aurait pu mener, pour la première, à une politique d'autant plus restrictive que celle des seconds aurait été expansionniste, et *vice versa*⁵, les règles du jeu de politique économique ont été prédéfinies, afin d'orienter le jeu stratégique qui allait s'engager entre ces autorités vers une solution stable. Dans un jeu dit de la « poule mouillée »⁶ entre autorité budgétaire et autorité monétaire, deux équilibres stables sont possibles : un équilibre « social » qui donne la priorité aux objectifs de croissance et de lutte contre le chômage des gouvernements, et un équilibre « conservateur » qui donne la priorité à l'objectif de stabilité des prix de la banque centrale.

En choisissant d'attribuer à la BCE un statut d'indépendance et un objectif prioritaire de lutte contre l'inflation, les rédacteurs du traité de Maastricht ont conféré à l'autorité monétaire européenne un pouvoir d'action sur la conjoncture globale de la zone euro que les autorités budgétaires n'ont pas, faute de gouvernement économique de la zone euro.

Ce choix, en partie dicté par les autorités allemandes — gouvernement fédéral et Bundesbank — qui pouvaient, à bon droit, prétendre que ce modèle d'organisation monétaire (le leur) s'était révélé plus performant que les autres, est évidemment compréhensible dans le contexte de la rédaction du Traité : l'Europe, à l'exception notable de l'Allemagne, sortait alors à grand peine d'une longue période d'inflation relativement élevée — rappelons qu'elle avait été « à deux chiffres » dans bon nombre de pays européens à la fin des années 1970, et avait même dépassé 20 % dans certains, notamment en Italie —, dont l'éradication — la fameuse désinflation des années 1980 — s'était révélée fort coûteuse en emplois et en croissance perdus (Fitoussi, 1995). En outre, le système monétaire international s'étant affranchi de toute référence à l'or, en pratique depuis 1971 et officiellement depuis les Accords de la Jamaïque en 1976, la confiance que les agents économiques, notamment les investisseurs sur les marchés financiers, mettent dans une monnaie ne peut plus dépendre que de la crédibilité de l'autorité qui les gère. L'euro étant, de surcroît, une monnaie totalement nouvelle, sans référence historique et géré par une banque centrale sans

5. Voir Alesina et Tabellini (1987) et Capoen, Sterdyniak et Villa (1994).

6. Voir Fitoussi (1999, pp.129-30).

réputation, se devait d'être irréprochable, ce qui impliquait sans doute une priorité accordée à l'objectif de stabilité monétaire.

Pour autant, la priorité quasi exclusive qui lui est faite présuppose que l'inflation a un ou des coûts élevés. Or on sait depuis longtemps que l'affirmation selon laquelle l'inflation serait coûteuse ne va pas de soi, pour des niveaux modérés d'inflation. Dans les années 1950, déjà, Milton Friedman et les monétaristes étaient bien en peine d'en identifier les coûts, associés de manière un peu caricaturale au « coût d'usure des semelles des chaussures », induit par la nécessité de faire plus fréquemment des allers-retours à sa banque. Mais dans les économies contemporaines, où les moyens de paiements sont dématérialisés et les placements majoritairement faits sur des marchés financiers ouverts, libres et réactifs, quels sont ces coûts? À partir d'un modèle standard de maximisation du bien-être selon le principe de Bellman, sous l'hypothèse que la fonction d'utilité de l'agent représentatif incorpore le stock d'encaisses réelles, Lucas (2000), dans la tradition de Friedman, a estimé par exemple qu'une hausse de l'inflation de 5 points réduisait le bien-être de 1 point; et de 1,5 point si l'inflation augmentait de 10 points : l'inflation oblige l'agent à reconstituer ses encaisses et ses plans optimaux de consommation.

Romer (2001) égrène, quant à lui, une longue liste de coûts associés à l'inflation : hausse du coût d'opportunité de détention de la monnaie, qui amène les agents à lui privilégier les titres, plus coûteux pour les émetteurs puisqu'ils génèrent des intérêts; coûts de *menu* ou fréquence accrue des ajustements de prix, ce qui introduit des rigidités dans le système économique et induit des coûts de transactions plus élevés; distorsion de la fiscalité pour les gains en capital ou les intérêts perçus qui sont taxés à leur valeur, ce qui modifie les incitations des agents à investir; modification dans les prix relatifs si tous les agents ne peuvent pas modifier leurs prix en même temps, notamment quand il existe des contrats échelonnés dans le temps, ce qui perturbe les relations fournisseurs-clients et peut freiner investissement et consommation; et mauvaise perception des effets à long terme sur les prix d'une inflation modérée mais persistante dans un système où tous les contrats ne sont pas automatiquement indexés. Ces deux derniers coûts — modification dans les prix relatifs et mauvaise perception de l'inflation — peuvent produire des effets de redistribution pouvant conduire à une instabilité et à une plus grande inégalité sociale, entre ceux qui savent se prémunir contre les effets de l'inflation (épargnants aisés et informés, investisseurs, entrepreneurs, organisations syndicales) et les autres. L'ensemble de ces situations perturbent les comportements et peut éloigner l'économie de son sentier d'équilibre.

L'élément frappant de cette liste, à laquelle nous associons la perte de bien-être calculée par Lucas (2000), est que sa pertinence est exactement proportionnelle au taux d'inflation dans l'économie, donc

d'autant plus adaptée que l'économie est en situation d'hyperinflation. Pour des niveaux élevés d'inflation, en outre, le système financier est fragilisé : il s'est développé en partie pour contrebalancer la hausse des prix, les agents économiques utilisant une partie de plus en plus grande de leurs ressources afin de compenser l'érosion de la valeur réelle de leurs actifs monétaires par des achats de titres. Plus l'inflation grandit, plus l'ancrage nominal se fragilise et plus grande est la probabilité que le système de paiements encoure un risque d'illiquidité, voire d'insolvabilité. La crise financière devient possible. Heureusement, la situation de la zone euro est fort éloignée de celle présentée ci-dessus car le taux d'inflation atteint depuis les années 1990 n'a rien à voir avec le fléau de l'hyperinflation.

Il faut rappeler, à l'inverse, qu'une inflation modérée permet d'accélérer l'ajustement des entreprises et d'une économie confrontées à un choc négatif : la baisse transitoire des salaires réels (dans la lignée des travaux de J.M. Keynes, puis de J. Tobin) ou du taux d'intérêt réel (dans la lignée des travaux de L. Summers, et de P. Krugman) sont deux moyens de renforcer la croissance par l'offre ou par la demande. On peut également montrer (Akerlof et *al.*, 1996) que la présence d'une inflation modérée facilite les ajustements de prix et de salaires relatifs dans une économie décentralisée et en perpétuel changement. On peut aussi rappeler qu'en présence d'un risque de déflation, donc de baisse généralisée des prix, la capacité de la banque centrale à provoquer des anticipations d'inflation est le seul remède à la crise, comme en atteste le cas du Japon (Ito et Mishkin, 2004; Svensson, 2006). En ciblant un taux d'inflation historiquement faible, la Banque centrale européenne (BCE) renonce à un levier d'ajustement face aux turbulences économiques et pourrait même rendre plus coûteux les ajustements microéconomiques spontanés sur les marchés des biens et services et sur les marchés du travail.

Les tentatives d'évaluation empirique des coûts de l'inflation vont généralement dans le sens d'une différenciation entre les situations d'inflation forte et les situations d'inflation faible⁷. Dans le premier cas, il a été montré que l'augmentation du taux d'inflation était associée à une chute de productivité et à une baisse du taux de croissance du PIB (voir Andersen et Gruen, 1995, pour une synthèse). Pour autant, selon Bruno et Easterly (1998), seules les situations de crise, où le taux d'inflation est au-delà de 40 % en rythme annuel, *i.e.* en situation d'hyperinflation, permettent de conclure à une causalité négative entre inflation et croissance. Dans le second cas, si le taux d'inflation est modéré, une inflation un peu plus élevée n'a aucune conséquence sur la croissance économique; il s'ensuit qu'il existerait une relation non-linéaire entre inflation et croissance (e.g. Sarel, 1996; Groshen et Schweitzer, 1997; Wyplosz, 2001; Huh et Lee, 2002; Schiavo et Vaona, 2007).

7. Voir la synthèse de Temple (2000).

L'objectif de stabilité des prix de la BCE a fait couler beaucoup d'encre. Inscrit dans le traité de l'Union européenne (dit aussi traité de Maastricht), il a finalement été traduit en chiffres par le Système européen de banques centrales (SEBC) qui a décidé que la stabilité des prix signifiait un taux d'inflation inférieur à 2 % à moyen terme. La BCE dispose donc non seulement d'une indépendance de moyens, comme la Réserve fédérale américaine, la Banque du Japon et la Bundesbank (tableau 3), mais, contrairement à elles, elle dispose aussi d'une indépendance d'objectif. La différence n'est pas neutre : dans le premier cas, la politique monétaire est envisagée comme une activité technique, requérant dès lors un degré important d'expertise ; dans le second cas, la politique monétaire est envisagée comme une activité politique qui nécessite donc un haut degré de responsabilité démocratique, de la part d'une institution constituée de femmes et d'hommes nommés par les chefs d'État et de gouvernement, mais pas élus.

3. Comparaison des statuts des grandes banques centrales

	BCE	Réserve fédérale	Banque d'Angleterre	Banque du Japon	Bundesbank
Instructions par les gouvernements	Non	Non	Oui (objectif d'inflation)	Oui (taux de change)	Non
Mandats longs	8 ans	14 ans	5 ans	5 ans	8 ans
Mandats irrévocables	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Crédits au secteur public	Non	Plafond			Non
Responsabilité démocratique	Faible	Moyenne	Forte	Faible	Moyenne
Stratégie définie librement	Oui	Oui	Non	Oui	Oui

Source : Artus et Wyplosz (2002), « La banque centrale européenne », Rapport du Conseil d'analyse économique, Paris, La Documentation française.

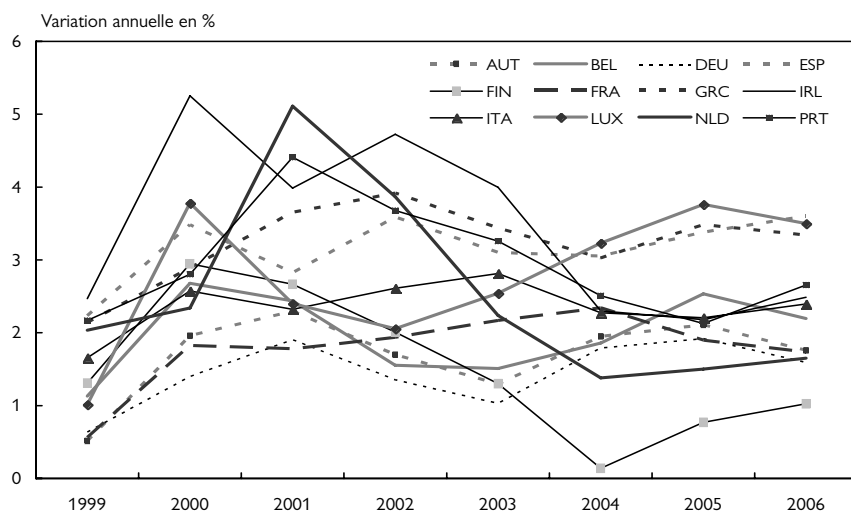
Cette indépendance d'objectifs quantifiés témoigne en filigrane d'une vision partisane du fonctionnement optimal des économies européennes : dans un monde sans imperfection d'aucune sorte, la politique économique est réduite à la portion congrue et sa responsabilité pratiquement inexistante. Dans des économies totalement libéralisées, avec parfaite flexibilité de l'ensemble des prix et des salaires, il n'y pas de choix politique à effectuer en ce qui concerne les politiques de régulation macroéconomique, inutiles par définition ; on pourrait étendre cette assertion aux politiques d'allocation optimale des ressources : le « marché » pourrait tout à fait s'en charger. Les choix de politique économique se limiteraient alors éventuellement à définir l'orientation d'une politique fiscale de redistribution.

L'incohérence entre cette vision libérale de l'économie et l'obsession vis-à-vis de l'inflation est saisissante : l'inflation ne devrait être qu'un problème transitoire d'ajustement entre l'offre et la demande. Au contraire, dans un monde imparfait, où l'information est asymétrique, où certains prix sont rigides, où la concurrence n'est pas toujours et partout assurée, où certains marchés sont incomplets, les politiques de régulation et d'allocation des ressources retrouvent leur légitimité. L'inflation générale et les modifications de prix relatifs peuvent refléter de telles imperfections et nécessiter que des politiques stabilisatrices soient mises en œuvre.

Malheureusement, même dans ce contexte, l'efficacité de la politique monétaire à stabiliser les prix n'est pas prouvée. C'est là aussi sans doute la deuxième incohérence de l'organisation institutionnelle des politiques économiques européennes : alors même qu'un consensus a émergé sur le fait que la politique monétaire doit lutter contre l'inflation, Arestis et Sawyer (2007) rappellent que les modèles macroéconométriques utilisés dans le SEBC concluent qu'une hausse de 100 points de base du taux directeur de la BCE aurait un impact sur le taux d'inflation de l'ordre de $-0,1$ point au bout d'un an et de $-0,3$ point au bout de trois ans. La politique monétaire n'aurait donc pas seulement de longs délais d'action, son efficacité serait aussi particulièrement marginale.

Est-il donc inutile de s'inquiéter de l'orientation de la politique monétaire, ou son faible impact témoigne-t-il des propriétés des modèles utilisés et, plus important, de la forte hétérogénéité de la zone euro ?

6. Indice des prix à la consommation dans la zone euro (1999-2006)



Source : OCDE.

L'hypothèse selon laquelle l'orientation de la politique monétaire reste un facteur clé de la dynamique d'une économie, au travers de son incidence sur le crédit, la capitalisation boursière, en bref sur les modes de financement de l'investissement, de la consommation et des finances publiques, est, en revanche, largement confortée par le fait que les modèles macroéconométriques utilisés par les Réserves fédérales des États américains trouvent des effets pratiquement 4 fois supérieurs à ceux des banques nationales du SEBC (Arestis et Sawyer, 2007). Mais alors, pourquoi de telles différences ?

La persistance d'une hétérogénéité importante, en termes d'évolution des prix à la consommation, entre les États membres de la zone euro (graphique 6), est sans aucun doute la difficulté centrale à laquelle est confrontée la BCE. Elle pourrait sans doute expliquer pourquoi une politique donnée a si peu d'impact sur l'inflation moyenne : cette dernière reflète mal les évolutions contrastées des prix en Europe. Si la dispersion semble s'être atténuée depuis 2002, elle n'en reste pas moins toujours importante : en 2005 et 2006, le taux d'inflation annuel moyen dans la zone euro, plus ou moins 1 écart-type, s'établissait entre 1,5 et 3,2 %. En 2002, il était compris entre 1,6 et 3,9 % (tableau 4).

Compte tenu de cette hétérogénéité, la politique monétaire mise en œuvre par la BCE n'est éventuellement optimale que pour une minorité d'États membres, ceux dont le taux d'inflation s'approche de la moyenne européenne. En outre, et comme l'atteste le tableau 4, ces États membres ne sont pas toujours les mêmes au cours du temps.

En effet, seule parmi les douze premiers États membres de la zone euro, l'Italie a toujours vu son taux d'inflation compris entre les deux bornes définies par la moyenne européenne plus ou moins un écart-type. Un tel résultat pourrait sembler paradoxal dans un pays qui continue d'avoir une dette publique très élevée, en proportion de son PIB notamment. En fait, cela montre que l'hypothèse d'une liaison mécanique entre dette publique et inflation est tout simplement fautive. Pour s'en convaincre, il faut remarquer que la Belgique n'a vu son taux d'inflation se situer en dehors des bornes qu'une seule année parmi les neuf d'existence de l'euro, et encore cela ne fut le cas qu'en 2002, année où le taux d'inflation belge était *inférieur* à la borne inférieure de la moyenne européenne y compris sa dispersion. Les Pays-Bas et le Portugal, ce dernier pourtant régulièrement mis à l'index pour l'état peu satisfaisant de ses finances publiques, sont dans une situation comparable à la Belgique : dans tous les cas de figure, sauf un, leur taux d'inflation est resté dans la moyenne européenne. Au contraire, l'Allemagne et la Finlande, d'un côté, l'Espagne, et l'Irlande, de l'autre, ont été plus de la moitié du temps en dehors des bornes, les premiers en dessous, les seconds au-dessus. Pour ces pays, cela signifie donc que la politique monétaire de la BCE a été, pendant cinq années, trop restrictive pour les premiers — elle le fut aussi quoique dans une

moindre mesure pour l'Autriche et la France — et trop expansionniste pour les seconds. La Grèce, pour sa part, qui ne s'est située parmi les bons élèves de la classe européenne qu'avant d'adopter l'euro, a donc toujours profité d'une politique monétaire trop expansionniste au regard de l'évolution de ses prix à la consommation.

Compte tenu de ces résultats, on est évidemment moins surpris de constater qu'en près de dix années, la BCE n'a atteint qu'une fois seulement un taux d'inflation inférieur à 2 %, et que la cible atteinte en moyenne a été plus proche de 2,5 % que de 2 %. Il reste à constater qu'hormis pour les pays « moyens », la politique monétaire de la BCE s'est trouvée être très fréquemment pro-cyclique. Tel fut notamment le cas pour l'Allemagne entre 1999 et 2003 : la politique restrictive subie a permis, en contenant les variations de prix, de faire pression à la baisse sur les salaires nominaux et, partant, d'amplifier dans ce pays la politique délibérée d'amélioration de la compétitivité lancée dès 2000 (*cf. infra*).

Outre cette relative inefficacité de la politique monétaire à satisfaire tous les États membres, ou au moins une majorité stable d'entre eux au cours du temps, il faut aussi convenir que la politique de la BCE est caractérisée par un certain nombre d'asymétries, qui découlent de ses statuts ou de la vision de l'économie que ses instances véhiculent, et qui retentissent sur ses capacités de réaction aux chocs macroéconomiques. Son objectif prioritaire de stabilité des prix et l'aversion forte vis-à-vis de l'inflation qu'induit un tel objectif amène la BCE à sous-estimer la production potentielle, donc sans doute à sur-réagir aux accélérations de la croissance observée, et à se soucier de l'évolution de la parité internationale de l'euro uniquement quand celui-ci se déprécie.

Le PIB potentiel est défini comme le niveau de PIB compatible avec un taux d'inflation stable, ou n'accélération pas. Plus particulièrement, il s'agit « des capacités d'offre agrégée soutenables d'une économie, déterminées par la structure de production, l'état de la technologie et les facteurs de production disponibles » (BCE, 2000). Ces trois composantes n'évoluent pas toutes au même rythme au cours du temps, et pour juger de l'état du PIB potentiel, il convient de définir préalablement l'horizon temporel. À court terme, en effet, la production potentielle dépend crucialement de l'utilisation maximale des facteurs de production : jusqu'où peut aller leur taux d'utilisation sans provoquer de tensions inflationnistes? Ces tensions découlent alors de la réduction de l'écart entre utilisations effective et maximale des capacités. À moyen terme, le PIB potentiel dépend de la vitesse d'accumulation du capital et de son niveau final d'accumulation. Il faut alors évaluer la dynamique de l'accumulation du capital et les déterminants du progrès technique.

4. Taux d'inflation annuel moyen par pays, zone euro, 1999-2007

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 *
Autriche	0,5	2,0	2,3	1,7	1,3	2,0	2,1	1,8	1,7
Belgique	1,1	2,7	2,4	1,6	1,5	1,9	2,5	2,2	1,9
Allemagne	0,6	1,4	1,9	1,4	1,0	1,8	1,9	1,6	2,1
Espagne	2,2	3,5	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6	2,7
Finlande	1,3	2,9	2,7	2,0	1,3	0,1	0,8	1,0	1,4
France	0,6	1,8	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9	1,7	1,4
Grèce	2,1	2,9	3,7	3,9	3,4	3,0	3,5	3,3	3,0
Irlande	2,5	5,3	4,0	4,7	4,0	2,3	2,2	2,5	3,0
Italie	1,7	2,6	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,4	2,1
Luxembourg	1,0	3,8	2,4	2,1	2,5	3,2	3,8	3,5	2,8
Pays-Bas	2,0	2,3	5,1	3,9	2,2	1,4	1,5	1,7	1,8
Portugal	2,2	2,8	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	2,7	2,1
Moyenne	1,5	2,8	3,0	2,7	2,4	2,2	2,3	2,3	2,2
Dispersion	0,7	1,0	1,1	1,1	1,0	0,8	0,9	0,8	0,6
Borne inférieure	0,8	1,8	1,9	1,6	1,4	1,3	1,5	1,5	1,6
Borne supérieure	2,2	3,8	4,0	3,9	3,4	3,0	3,2	3,2	2,8

* Préviation.

Source : OCDE.

Mesurer les tensions entre PIB potentiel de court terme et PIB effectif ou mesurer le progrès technique sont donc les résultats d'exercices délicats qui doivent être maniés avec précaution. À court terme, il faut commencer par supposer que le degré d'acceptation des tensions est connu et invariant. À moyen terme, il faut s'entendre sur les caractéristiques des fonctions de production : structure de la production et état de la technologie. Il est loin d'être certain que des fonctions de production effectivement usuelles, de type Cobb-Douglas, reflètent avec précision ces caractéristiques. De toute évidence, ce type de fonction de production capture difficilement les ruptures introduites par les chocs de productivité et par les innovations technologiques.

Les difficultés d'estimation du PIB potentiel passent aussi par le fait qu'un même écart entre taux d'utilisation effectif et maximal des capacités de production n'a pas les mêmes conséquences selon que les agents économiques d'un pays sont caractérisés par une aversion faible ou forte vis-à-vis de l'inflation (Passet, Riffart et Sterdyniak, 1997). Un pays ayant une forte aversion mettra en œuvre des politiques anti-inflationnistes plus précocement qu'un pays avec une faible aversion ; la capacité de la première économie à voir son PIB effectif se rapprocher, voire dépasser le PIB potentiel sera donc réduite. Pire, dans le premier pays, les autorités ont intérêt à sous-estimer le PIB potentiel : partant, elles minimisent le risque de voir l'inflation augmenter.

Le mandat de stabilité des prix imposé à la BCE peut avoir produit un tel effet : les performances médiocres de la zone euro en termes de croissance depuis 1999 (graphique 4), ayant permis à l'inflation de se stabiliser en moyenne autour de 2,5 % en rythme annuel, se retrouvent dans les taux de croissance, médiocres eux aussi, de la croissance potentielle, alors même que la zone euro ne semble pas souffrir d'un retard technologique par rapport aux pays de l'OCDE en général, et des États-Unis en particulier, mais bien d'une sous-utilisation de ses capacités de production existantes (tableau 2).

Entre 1999 et 2006 en effet, l'OCDE estime la croissance potentielle moyenne de la zone euro à 2 % par an, contre 2,9 % pour les États-Unis. Le modèle de prévision pour la zone euro de la BCE (modèle AWM, Fagan *et al.*, 2005) comporte une équation de production potentielle estimée selon l'approche de la fonction de production adoptée par l'OCDE, et on peut affirmer que les estimations de croissance potentielle de la BCE sont proches de celles de l'OCDE. Elle sous-estime très vraisemblablement la croissance potentielle, et réagit trop vite quand la croissance effective s'améliore. À l'opposé, lorsque la croissance effective est faible, la BCE a tendance à avoir un comportement plus inerte que la Réserve fédérale aux États-Unis (Creel et Fayolle, 2002).

Cette inertie relative s'explique aussi par un autre type d'aversion. Elle découle pour partie d'un changement de normes sociales en cours en Europe, changement déjà réalisé aux États-Unis (Fitoussi et Le Cacheux, 2005) : une aversion de moins en moins forte en Europe vis-à-vis des inégalités autorise consciemment ou inconsciemment les autorités européennes à accepter un taux de chômage « naturel » plus élevé que par le passé, donc une croissance potentielle plus faible.

L'asymétrie dans le comportement de la BCE par rapport aux écarts entre production effective et potentielle se retrouve dans son comportement vis-à-vis du taux de change de l'euro. On ne reviendra pas ici longuement sur l'absence cruelle de politique de change européenne (Creel, Laurent et Le Cacheux, 2007), sinon pour rappeler qu'une telle politique de change est possible en pratique et du point de vue institutionnel.

En pratique, la baisse de l'euro au cours de l'année 2000 avait abouti à une intervention coordonnée des banques centrales de tous les pays du G7. Si elle ne fut pas un succès, cela tint avant tout aux dissensions intra-européennes entre le ministre des finances français, président de l'Eurogroupe, et le président de la BCE.

Sur le plan institutionnel, la BCE doit veiller à ce que l'évolution du taux de change ne nuise pas à son objectif, le Conseil gardant la mainmise sur une éventuelle décision discrétionnaire d'orientation de l'euro sur les marchés de change. Si l'inflation est sous contrôle, si la stabilité des prix est atteinte, rien n'empêche la BCE de lutter contre l'appréciation de l'euro pour soutenir l'activité économique, sans préjudice donc de son objectif prioritaire. En réalité, le traité d'Union européenne qui précise les statuts et les missions de la BCE laisse suffisamment de place à l'interprétation pour qu'une vraie stratégie de change soit mise en œuvre en Europe, pour peu que la stabilité des prix soit respectée. Jusqu'à présent, et en dépit du fait que l'inflation a atteint un niveau bas très proche de la cible de 2 %, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar n'a pas donné lieu à la moindre tentative d'action de la part de la BCE. Il est vrai que cette appréciation facilite le contrôle de l'inflation, *via* l'inflation importée, et qu'elle oblige les industriels à contenir leurs coûts pour compenser la perte de compétitivité que cette appréciation produit. L'exemple allemand (*cf. infra*) est à cet égard édifiant.

Le choix d'affecter la politique monétaire à la stabilité des prix présuppose enfin que la politique monétaire dispose d'une efficacité particulière, supérieure relativement à d'autres instruments de politique économique. Une telle affectation ne va pas forcément de soi. On peut rappeler les propos d'O. Blanchard (2006) : « Je refuse de démarrer (mon intervention) en faisant l'hypothèse que le rôle de la politique monétaire est de contrôler et de stabiliser l'inflation. (...) Ceci peut

être le résultat (d'un processus de maximisation du bien-être), mais cela ne peut constituer une hypothèse. » Dans tous les cas, le rôle de la politique monétaire ne doit pas être dissocié de celui de la politique budgétaire.

1.2. Les politiques budgétaires, dans le désordre et à contretemps

Demeurées de compétence nationale, les politiques budgétaires ont souvent été accusées de n'avoir pas eu l'efficacité que l'on pouvait en attendre au sein d'une union monétaire où, rappelons-le, les effets de cet instrument sont, en théorie, plus forts dans la mesure où le pays qui y recourt ne subit ni les conséquences en termes de taux d'intérêt, ni les éventuelles variations du taux de change qui sanctionnent, dans une petite économie ouverte avec une monnaie nationale, la manipulation de l'instrument budgétaire, selon les enseignements de l'analyse Mundell-Fleming (1962-1963). On les accuse également de n'avoir pas su s'adapter aux nouvelles règles du jeu créées avec le lancement de la monnaie, d'avoir, dans les grands pays notamment, abusé des déficits budgétaires et laissé s'accumuler des dettes publiques « excessives », et d'avoir accentué les fluctuations conjoncturelles, parce que les autorités nationales, qui les contrôlent, auraient tendu à en faire un usage erroné et procyclique. Là encore, l'opinion commune de la majorité des économistes européens, et indubitablement celle des économistes de la Commission européenne, est que les institutions mises en place avec les traités de Maastricht (1992) et d'Amsterdam (1997) sont bonnes, mais que les gouvernements nationaux, et singulièrement ceux des grands pays de la zone euro, les ont mal utilisées, commettant des erreurs qui les ont par la suite condamnés à la paralysie. Logiquement, certains en concluent même qu'il conviendrait de restreindre davantage encore les marges de discrétion des gouvernements nationaux en matière de politique budgétaire, de durcir les règles et les sanctions qui frappent ceux qui ne les respectent pas, voire de confier cet instrument à une autorité indépendante, comme c'est déjà le cas pour la politique monétaire de l'union.

1.2.1. *Quelques enseignements de la théorie des zones monétaires optimales (ZMO)*

D'abord proposée par R. Mundell (1961), puis enrichie et amendée par de nombreux auteurs, dans les années 1960, la théorie des zones monétaires optimales, remise au goût du jour dans les années 1990 avec le projet de création de l'union monétaire européenne, fournit un cadre analytique commode pour penser le rôle des politiques macro-économiques dans une union monétaire. Comme on pouvait s'y attendre, les travaux qui s'inscrivent dans ce cadre⁸ concluent généralement que la zone euro n'est pas une zone monétaire optimale, quel

que soit le critère retenu, ce qui n'a rien ni de particulièrement surprenant, ni de particulièrement inquiétant en soi : sans doute en irait-il pour une part de même d'autres grandes zones monétaires existantes, qui cependant fonctionnent depuis longtemps de manière satisfaisante ; et il est probable qu'avec le temps, les critères retenus finissent par converger (Frankel et Rose, 1996). L'implication la plus intéressante de ces analyses concerne cependant les politiques budgétaires : en cas de chocs asymétriques — c'est-à-dire n'affectant que l'un des pays de l'union ou un sous-groupe de pays —, les politiques budgétaires nationales doivent pouvoir être utilisées par les autorités nationales pour faciliter l'ajustement, dans la mesure où elles ne disposent plus d'aucun autre instrument, et notamment plus de la politique monétaire et du taux de change ; et en cas de choc commun à tous les pays de la zone (dit symétrique), alors la politique monétaire, qui est la même pour tous, peut être utilisée, mais il est généralement préférable de lui associer une orientation globale appropriée des politiques budgétaires nationales, de façon à faire émerger un *policy mix* favorable à l'ajustement. Ceci implique à la fois une grande autonomie des politiques budgétaires nationales et, quand cela se révèle nécessaire, des possibilités de coordination.

1.2.2. Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) et les incitations qu'il fait naître⁹

Or il se trouve que les règles auxquelles ont été soumises les politiques budgétaires nationales dans l'UE ne sont en rien, ou presque, conformes à ces prescriptions, et qu'au contraire, elles font naître, pour les gouvernements nationaux des pays membres, des incitations qui tendent à leur conférer un rôle souvent déstabilisant. Prenant la suite des critères de Maastricht, censés préparer les pays membres à l'entrée dans l'union monétaire en organisant leur convergence, essentiellement nominale — et avec un certain succès, puisque les taux nationaux d'inflation et les taux d'intérêt à long terme avaient très largement convergé, fin 1998, à la veille du lancement de l'euro — le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) inscrit dans le traité d'Amsterdam (1997) vise à limiter le pouvoir discrétionnaire des autorités budgétaires nationales, notamment celles qui participent à l'union monétaire¹⁰.

8. Il en existe un très grand nombre. Pour des présentations synthétiques des principales conclusions de ces travaux, voir, notamment Creel et Farvaque (2004), Baldwin et Wyplosz (2004), De Grauwe (2007), ainsi que la table ronde reproduite dans *Revue de l'OFCE*, n°99, 2006.

9. Pour des analyses plus détaillées des nombreux défauts du Pacte, voir en particulier Creel, Latreille et Le Cacheux (2002), Fitoussi et Le Cacheux, eds. (2005), Le Cacheux (2007).

10. En principe, le PSC s'applique à tous les États membres de l'UE, qu'ils soient ou non membres de la zone euro. Mais en pratique, pour les pays qui aspirent à y entrer, les règles du PSC ne sont qu'un sous-ensemble des critères de Maastricht, auxquels ils doivent se plier pour entrer dans la zone euro. Et pour les autres — notamment le Royaume-Uni —, le PSC n'est pas considéré comme une véritable contrainte, car le gouvernement britannique dispose, depuis 1997, de sa propre « règle d'or » des finances publiques (*cf. infra*).

Justifié par la crainte que la participation à une union monétaire engendre un plus grand laxisme budgétaire, dans la mesure où les éventuelles conséquences négatives — en termes de taux d'intérêt plus élevés et de perte de confiance des marchés financiers dans la monnaie, entraînant une dépréciation de la monnaie, notamment — d'un déficit budgétaire ne sont alors plus confinées au seul pays qui choisit d'avoir ce déficit, mais subies par l'ensemble de la zone, l'édiction de règles limitant les marges de manœuvre des autorités budgétaires nationales peut paraître d'autant plus nécessaire que les comportements déviants de certaines d'entre elles pourraient, s'ils perduraient au point d'accumuler une dette publique insoutenable, contraindre la banque centrale commune (la BCE) à un renflouement ou à recourir à l'inflation, ce qui aurait un coût élevé pour l'ensemble des autres pays membres de la zone euro.

Mais reconnaître la nécessité d'une règle budgétaire n'implique nullement que la règle retenue est la bonne. En fait, il est apparu que le Pacte comportait des coûts élevés, en partie du fait des conditions d'entrée des pays membres dans la zone euro en 1999. En effet, le PSC, qui vise, en principe, à assurer la soutenabilité des finances publiques des pays membres, s'est, en pratique, transformé en carcan, car la condition concernant les « déficits excessifs » s'est révélée très contraignante, notamment pour les « grands pays » de la zone. Au moment du choix des chiffres précis inclus dans cette règle, c'est-à-dire au début des années 1990, le plafond de 3 % du PIB imposé au déficit public, qui en constitue l'élément le plus connu, n'était pas censé être contraignant pour les deux grands pays de la zone, l'Allemagne et la France. Mais au terme d'une décennie ouverte par l'unification allemande et son immense coût budgétaire, qui a engendré une poussée inflationniste marquée en Allemagne même, à laquelle la Bundesbank a naturellement réagi par des taux d'intérêt très élevés provoquant, en 1993, une sévère récession qui a profondément et durablement détérioré les finances publiques françaises, les deux pays, de même que l'Italie, sont entrés dans la zone euro avec des déficits publics très proches du plafond autorisé, alors même que la conjoncture de la fin des années 1990 avait été excellente en Europe. Dès lors, la marge de manœuvre qu'avaient imaginée les concepteurs du Pacte en cas de récession n'existait pas, et le ralentissement de 2001 et la très faible croissance des années suivantes — singulièrement en Allemagne — ont, par le simple jeu des stabilisateurs automatiques, poussé les deux grands pays de la zone euro — et le Portugal, dont les conditions d'entrée étaient également défavorables — à l'infraction.

Réformé par le Conseil européen au printemps 2005 pour remédier à certaines de ses faiblesses les plus criantes, qui avaient incité Romano Prodi, alors Président de la Commission européenne, à le qualifier de « stupide », et qui avaient encouragé l'Allemagne et la France à ne pas

accepter la condamnation de la Commission pour « déficits excessifs », le Pacte comporte désormais une définition beaucoup plus large des « circonstances exceptionnelles » permettant à un pays de s'affranchir du plafond, la liste incluant aussi, très sagement, les ralentissements sensibles, et non plus seulement les récessions « sévères ». Mais si le volet répressif du PSC est ainsi devenu plus souple, son volet préventif a été renforcé : d'une part en réaffirmant la nécessité d'atteindre à moyen terme — mais désormais chaque pays doit s'engager précisément sur un calendrier — l'équilibre des comptes publics, voire un excédent budgétaire, de ramener le ratio d'endettement public en deçà de la limite de 60 % et de viser une réduction de ce ratio; et d'autre part en fondant la surveillance qu'exerce la Commission sur le déficit structurel, c'est-à-dire le déficit public corrigé des effets des fluctuations conjoncturelles, ce déficit devant en principe être réduit de 0,5 point de PIB par an au minimum pour atteindre les objectifs de moyen terme. Cette modification, qui fonde le suivi du déficit structurel, est, en théorie, une amélioration considérable de la pertinence de la règle, puisqu'en reconnaissant les incidences automatiques du cycle économique sur la règle, on rend son application plus facile, tout en supprimant son biais procyclique.

Mais le calcul du déficit structurel est fondé sur l'estimation d'un PIB potentiel, qui n'est pas dépourvu d'incertitudes comme on l'a vu à propos de la politique monétaire, et dont celle-ci risque fort d'influencer les évolutions. La situation observée en 2006-2007 est, de ce point de vue, tout à fait éclairante : alors que les taux de chômage demeurent élevés dans plusieurs pays européens, et singulièrement en Allemagne et en France (au-dessus de 8 %), les estimations fournies par la plupart des institutions européennes et internationales (Commission européenne, BCE, OCDE, FMI) indiquent que le PIB observé est proche de son potentiel, ce qui justifie l'attitude vigilante de la BCE et le resserrement de sa politique monétaire, de même que la recommandation faite par la Commission européenne de presser le rythme de la consolidation budgétaire. Mais en appuyant ainsi sur les freins monétaires et budgétaires dès que la croissance dépasse le seuil, au demeurant modeste, de 2 % l'an, il est bien probable que l'on contribue à maintenir la croissance potentielle en deçà de ce seuil : l'exemple américain, en particulier dans la seconde moitié des années 1990, suggère que, dans certaines circonstances en tout cas, le maintien d'une politique monétaire accommodante permet de conforter la croissance potentielle, en favorisant l'investissement des entreprises et le désendettement des agents emprunteurs — notamment l'État et les ménages, mais également les entreprises. Bien sûr, il est probable que l'alimentation de l'économie, nationale et mondiale, en liquidités — ou, ce qui revient au même, le maintien d'un faible coût du crédit — finisse par engendrer des tensions inflationnistes ou des déséquilibres quelque part — et en l'occurrence, sous forme de bulle spéculative sur les

marchés d'actifs, financiers et immobiliers, bien plus que sur les marchés des biens de consommation, soumis aux pressions concurrentielles et déflationnistes de la mondialisation ; mais il n'en reste pas moins un effet positif pérenne sur le sentier de croissance potentielle, qui s'en trouve relevé.

Enfin, il convient de rappeler que la réforme du Pacte au printemps 2005, si elle a ouvert la voie à la prise en compte de toutes sortes de circonstances nationales spécifiques, y compris l'éventuel coût budgétaire de réformes par ailleurs jugées souhaitables, si elle a aussi remis, à juste titre, l'accent sur l'objectif de soutenabilité des finances publiques nationales, a explicitement écarté l'idée d'une « règle d'or » à l'anglaise. Or c'est là l'un des plus graves défauts du Pacte, probablement celui dont les conséquences pèsent le plus sur la croissance à long terme de la zone euro : politiquement plus faciles à comprimer, en cas de nécessité liée au respect du plafond sur le déficit, les dépenses publiques d'investissement en infrastructures, mais aussi en R&D, auront été les grandes perdantes des années de consolidation budgétaire menées en Europe dans la perspective du lancement de l'euro, et elles le sont encore à chaque fois qu'un gouvernement est contraint par le Pacte ; ne pas les prendre en compte dans le calcul du plafond, en considérant, en bonne logique économique, que s'agissant de dépenses d'investissement et non de dépenses courantes, elles peuvent à bon droit être financées par l'emprunt, éviterait de faire que le PSC ait un effet négatif sur la croissance potentielle, donc, en définitive, sur la soutenabilité des finances publiques des États membres, qu'il est censé promouvoir dans l'intérêt commun.

1.2.3. *Le policy mix*

Il apparaît donc que l'ensemble des règles s'appliquant aux politiques macroéconomiques dans la zone euro est probablement biaisé au détriment d'une croissance forte, sans pour autant assurer le degré de stabilité monétaire ou de soutenabilité des finances publiques qui les justifient. Voulant éviter le « jeu de la poule mouillée », les concepteurs de l'union monétaire en ont ainsi peut-être reconstitué les ingrédients, en conférant à la BCE un mandat trop exclusif. La résultante aura été, jusqu'à présent du moins, un *policy mix* probablement inapproprié et difficilement soutenable, conjonction d'une politique monétaire sans doute excessivement restrictive, ou en tout cas trop peu accommodante, tant dans les phases de croissance faible où la BCE aurait pu baisser davantage et plus durablement ses taux directeurs, que dans les phases de reprise où elle aurait pu ne pas les augmenter aussi rapidement et fortement, et de politiques budgétaires nationales qui, prises ensemble, sont excessivement expansionnistes, du moins dans les phases de reprise. Un meilleur dosage et une meilleure coordination des deux instruments — qui pourrait résulter, par exemple, de l'émergence

d'un « gouvernement économique » de la zone, fixant collectivement les grandes orientations des politiques budgétaires et fiscales, évitant les stratégies nationales opportunistes et promouvant un dialogue et un équilibre des pouvoirs avec la BCE — permettraient indubitablement d'avoir à la fois davantage de croissance et des finances publiques plus saines et soutenables.

2. Des stratégies non coopératives, dont la désinflation compétitive et la concurrence fiscale sont des variantes ¹¹

En fait, dès lors qu'en entrant dans l'union monétaire et en confiant l'instrument monétaire à une autorité supranationale indépendante, les gouvernements nationaux se sont volontairement dépouillés de la souveraineté monétaire, dès lors qu'ils subissent des contraintes sur l'usage de leurs politiques budgétaires, qui peuvent même les obliger à contrer, au moins en partie, le jeu des stabilisateurs automatiques, ces gouvernements seront tentés de recourir aux instruments qui demeurent sous leur contrôle à chaque fois que des problèmes apparaissent qui ne sont pas résolus par des politiques communes ou coordonnées. La tentation des stratégies non coopératives, si forte et abondamment analysée dans les années 1980 dans le contexte du Système monétaire européen (SME) ¹² n'a, en effet, pas disparu avec le passage à la monnaie unique; seules ses modalités et les incitations qui pèsent sur les différents acteurs des politiques économiques, notamment les gouvernements nationaux, ont changé, puisque les institutions et règles du jeu ont été profondément modifiées. La meilleure illustration de cette permanence est la « désinflation compétitive », qui avait pris, dans le cadre du SME, la place des stratégies de « dévaluation compétitive » que le système avait été conçu pour empêcher : dans la seconde moitié des années 1980 et au début des années 1990, la France avait cherché à restaurer sa compétitivité, puis à gagner des parts de marché à l'exportation par rapport à ses partenaires européens en pratiquant une politique de très faible inflation et de modération salariale, se traduisant par une dépréciation réelle de sa monnaie, alors que le taux de change nominal du franc était stable par rapport au mark allemand (Atkinson et alii., 1992) ; et la tentation d'une telle stratégie

11. Cette partie résume des analyses développées par les auteurs dans plusieurs autres articles, notamment Creel et Le Cacheux (2006), Creel, Laurent et Le Cacheux (2006), Creel, Laurent et Le Cacheux (2007). Elle s'appuie également sur des travaux antérieurs sur les stratégies nationales non coopératives, particulièrement Le Cacheux (2000) et Le Cacheux (2005), et sur la « constitution économique européenne », en particulier Laurent et Le Cacheux (2006).

12. Voir en particulier Atkinson et alii (1992).

opportuniste était d'autant plus forte que l'ensemble des monnaies du SME se trouvait surévalué par rapport aux monnaies tierces, alors principalement le dollar et le yen.

Dans le nouveau contexte institutionnel de la zone euro, ces stratégies nationales opportunistes prennent de nouvelles formes, et l'intérêt qu'elles présentent pour les gouvernements nationaux dépend à la fois des conditions spécifiques à chacun des pays membres et de la situation macroéconomique de l'ensemble de la zone, notamment dans ses rapports au reste du monde. Concernant les aspects spécifiquement nationaux, un clivage net apparaît entre pays selon leur taille et leur degré d'ouverture, en particulier commerciale. On sait en effet depuis longtemps que les divers instruments entre les mains d'un gouvernement n'ont pas les mêmes effets selon que le pays considéré est plus ou moins ouvert, commercialement et financièrement, et selon sa taille relative. Les politiques traditionnelles de relance par le soutien de la demande interne ne peuvent avoir d'efficacité que dans les grands pays relativement peu ouverts commercialement. Les politiques de compétitivité — qu'il s'agisse des politiques de modération salariale, d'allègement des coûts du travail par baisse des charges ou des autres prélèvements obligatoires, ou des politiques visant l'attractivité du territoire national, notamment par la réduction de la charge fiscale — en revanche ont des effets bien plus positifs dans les petites économies très ouvertes : à la fois parce que leurs conséquences négatives sur la demande intérieure importent moins pour les producteurs nationaux, donc pour la croissance économique, et parce que leurs conséquences positives sont plus marquées, du fait de l'élasticité des exportations et des flux de capitaux aux évolutions différentielles des coûts et des rendements. Dès lors, on comprend que les gouvernements nationaux des petits pays seront davantage tentés que ceux des grands par les stratégies de « désinflation compétitive », qui sont de nature non coopérative parce que leur réussite se fait, au moins partiellement, au détriment des partenaires, tandis que les gouvernements des grands pays recourront plus volontiers à des mesures qui soutiennent leur demande interne, ou du moins ne lui nuisent pas, mesures qui ont, généralement, des effets induits positifs sur les partenaires.

Or il est notoire que la composition de l'UE, de même que celle de la zone euro, aujourd'hui constituée de 13 membres dont trois grands pays (Allemagne, France et Italie), un pays de taille moyenne (l'Espagne) et neuf pays de petite (ou très petite) taille — que l'on appréhende la dimension du point de vue de la démographie ou de l'économie (Laurent et Le Cacheux, 2006) —, s'est beaucoup modifiée au cours des années récentes, au détriment des grands pays. On sait également, depuis les analyses fondatrices d'Olson (1965) que, dans les contextes où des actions collectives peuvent être souhaitables du point de vue du groupe tout entier, celles-ci sont d'autant plus difficiles à décider

que le groupe est nombreux et hétérogène, notamment par la taille, et que les plus petits membres du groupe tendront généralement à profiter des avantages que leur confère leur taille pour choisir des stratégies opportunistes et se comporter en « passagers clandestins ».

Ces tendances sont encore renforcées, dans le cadre institutionnel actuel de l'UE et de la zone euro, par les règles de décision, notamment l'unanimité et les seuils retenus pour les votes à la majorité qualifiée, de même que par la « méthode ouverte de coordination », dont les différentes variantes — en particulier celles qui prévalent en matière de politique de l'emploi, de protection sociale et, plus encore, dans la mise en œuvre réformée de la « stratégie de Lisbonne » — favorisent la concurrence entre États membres, et tendent au contraire à rendre les décisions collectives difficiles, voire impossibles. La BCE, en exhortant les gouvernements nationaux à maintenir la pression sur les évolutions salariales, au nom des impératifs de compétitivité externe et de la lutte contre d'éventuelles pressions inflationnistes, participe à cette tendance générale.

Les conséquences de la lancinante et durable appréciation de l'euro par rapport aux principales devises, en particulier le yen et le dollar, mais aussi toutes les monnaies qui sont plus ou moins directement ancrées sur ce dernier — dont la plupart des monnaies asiatiques — fournissent une illustration de la manière dont les ajustements s'opèrent dans le contexte actuel. Puisqu'une telle appréciation — certes favorable à la stabilité monétaire parce qu'elle permet de contenir les hausses des prix des importations exprimés en monnaie européenne — tend à grever la compétitivité des producteurs européens par rapport à leurs concurrents étrangers, les entreprises et les gouvernements nationaux réagissent en ordre dispersé au durcissement de leurs contraintes ; les premières en réduisant l'emploi et en délocalisant tout ou partie de leur production, de manière à maintenir des taux de marge que les marchés financiers exigent élevés ; les seconds en mettant en œuvre des stratégies compétitives, soit par la baisse des coûts de la protection sociale, soit par une moindre ambition redistributive. Une politique monétaire plus accommodante — et une véritable politique de change européenne, que les traités permettent et dont ils attribuent la compétence en partage au Conseil européen (donc en pratique sans doute à l'Eurogroupe) et à la BCE (voir Creel, Laurent et Le Cacheux, 2007) — permettrait une évolution plus favorable du taux de change de l'euro, donc de la compétitivité de la zone. En privilégiant au contraire — ou du moins en laissant faire — l'appréciation de la monnaie européenne, il est bien sûr possible que l'on favorise, à long terme, l'émergence de spécialisations intéressantes dans des productions à forte valeur ajoutée ; mais ceci n'est pas assuré, et l'on pourrait fort bien, au contraire, enclencher une spirale descendante, car les politiques de réduction des coûts unitaires de production par la

modération salariale ou par le démantèlement progressif de la protection sociale ne peuvent en aucun cas rivaliser avec celles des pays à bas coûts de main-d'œuvre dans un monde où les capitaux, les entreprises et les technologies sont mobiles.

Épilogue : de la course vers le haut à la course vers le bas

La concurrence fiscale et sociale qui se déploie dans la zone euro est un obstacle objectif aux politiques de redistribution menées par les États membres, même s'il faut distinguer ses effets selon les caractéristiques des différents modèles sociaux européens (Laurent, 2006). Or, comme le montrent toutes les enquêtes de « valeurs » telle que la *European social survey*¹³, les citoyens européens, notamment ceux de la zone euro, sont plus attachés que les autres au rôle redistributif des pouvoirs publics. La concurrence fiscale et sociale va donc à l'encontre des préférences collectives européennes. Qui plus est, cette dynamique économique ne va pas de soi historiquement : elle entre en contradiction frontale avec l'évolution institutionnelle observée au cours de la précédente période de mondialisation (et d'europanisation), à la fin du XIX^e et au début du XX^e siècle.

Williamson (2002), sur la base de travaux antérieurs¹⁴ explorant empiriquement l'analyse développée par Heckscher et Ohlin (Ohlin, 1933), montre ainsi que la première mondialisation a induit un rapprochement des niveaux de vie et de salaire entre nouveau et ancien monde et au sein même du continent européen. En particulier, il défend l'argument selon lequel les migrations massives de travailleurs peuvent expliquer jusqu'à 70 % de la convergence entre pays industrialisés en termes de revenu par tête. Il montre surtout comment les politiques sociales (et protectionnistes) ont été instituées dans les pays industrialisés européens pour garantir ces niveaux de vie face aux dynamiques de redistribution internationale et intra-nationale engendrées par l'ouverture économique.

Atkinson (2004) défend lui aussi l'idée que l'État-providence s'est constitué en Europe en réponse à l'intégration des marchés internationaux entre 1870 et 1914¹⁵. C'est, écrit-il, « *la préoccupation des effets*

13. Ainsi, en 2002, on ne trouvait en moyenne que 2,5 % d'Européens pour se déclarer en désaccord avec l'affirmation selon laquelle « le gouvernement doit prendre des mesures pour réduire les écarts de revenu ».

14. Voir en particulier O'Rourke et Williamson (1999).

15. La pleine dimension financière de l'État-providence n'étant acquise qu'au cours de l'entre-deux-guerres et de l'après seconde guerre mondiale, deux périodes de relative désintégration économique, voir Tanzi (2006).

de redistribution de l'intégration commerciale et la mobilité factorielle qui a conduit à la mise en place des systèmes de sécurité sociale ».

L'intégration économique a donc fait naître le besoin de « compenser les perdants » de la mondialisation en protégeant davantage leurs revenus par l'institution d'une sécurité économique permanente : l'État-providence. Cette analyse se rapproche de « l'hypothèse de la compensation », selon laquelle l'ouverture économique engendre le plus souvent dans les sociétés démocratiques la mise en place d'une protection sociale publique (Cameron, 1978 ; Rodrik, 1998).

Berger (2003), enfin, a montré comment la mobilité du travail a joué un rôle de diffusion des nouvelles idées sociales à travers l'Europe, par l'entremise notamment des syndicats de travailleurs. Cette concurrence par émulation (« *yardstick competition* »¹⁶) peut elle aussi contribuer à expliquer qu'une « course sociale vers le haut » ait pu se développer au cours de la première mondialisation. Berger note ainsi qu'« en s'en tenant aux seuls discours politiques, on peut trouver de nombreuses preuves d'une émulation internationale et d'un apprentissage réciproque qui semblent avoir créé un cercle vertueux dans le domaine de la protection sociale ». À la loi sur les accidents du travail de 1884 dans l'Allemagne de Bismarck a effectivement répondu la loi sur les accidents du travail de 1898 en France. Il semble que la zone euro, confrontée un siècle plus tard au même problème d'instabilité sociale liée à l'intégration économique, ait choisi d'y céder plutôt que de la contenir. Les partisans du darwinisme institutionnel européen, qui veut que la concurrence entre modèles sociaux conduise à la sélection naturelle des meilleurs, sont amnésiques. Au-delà même de la dimension, fondamentale, de justice sociale de l'État-providence, c'est son rôle économique qu'ils méconnaissent.

La protection sociale a largement contribué à stabiliser le système économique et à consolider la démocratie en Europe après 1945. L'État-providence est à vrai dire le seul moyen efficace et juste, pour qui connaît les effets néfastes du protectionnisme commercial et financier dans les pays avancés, de compenser les effets de volatilité induits par l'ouverture économique. Les États membres de la zone euro ne prospéreront pas dans la mondialisation en devenant les uns pour les autres des pays à bas salaires, mais en consolidant ensemble leur souveraineté économique partagée, c'est-à-dire leur puissance.

16. Cf. Salmon (2005) et *infra*.

Références bibliographiques

- AGHION, Ph., E. COHEN et J. PISANI-FERRY, 2006 : *Politique Economique et Croissance en Europe*, Rapport du Conseil d'Analyse Économique n° 59, Paris, la Documentation française, 2006.
- AKERLOF G.A., W.T. DICKENS et G.L. PERRY, 1996 : « The macroeconomics of low inflation », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 1-59.
- ALESINA A. et G. TABELLINI, 1987 : « Rules and discretion with non-coordinated monetary and fiscal policies », *Economic Inquiry*, 25.
- ANDERSEN P. et D. GRUEN, 1995 : « Macroeconomic policies and growth », dans Andersen P., J. Dwyer et D. Gruen (eds.), *Productivity and growth*, Sydney : Reserve Bank of Australia, pp. 279-319.
- ARESTIS P. et M. SAWYER, 2007 : « Can monetary policy affect the real economy? », *mimeo*.
- ARTUS P. et C. WYPLOSZ, 2002 : « La Banque centrale européenne », *Rapport du Conseil d'Analyse Economique*, octobre.
- ATKINSON T., 2004 : « The Future of Social Protection in a Unifying Europe », 1st Kela Lecture, Helsinki 5 novembre 2004.
- ATKINSON A.B., O.J. BLANCHARD, J.-P. FITOUSSI, J.S. FLEMMING, E. MALINVAUD, E.S. PHELPS et R.S. SOLOW, 1992 : *La désinflation compétitive, le Mark et les politiques budgétaires en Europe*, Paris : Le Seuil.
- BALDWIN R. et C. WYPLOSZ, 2004 : *The economics of European integration*, Berkshire : McGrawHill Education.
- BCE, 2000 : « Potential output growth and output gaps : concept, measures and estimates », *ECB Monthly Bulletin*, octobre.
- BERGER S., 2003 : *Notre Première Mondialisation-Leçons d'un Échec Oublié*. Paris : Seuil.
- BLANCHARD O.J., 2006 : « Monetary policy; science or art? », intervention à la conférence « Monetary policy : a journey from theory to practice », BCE, mars.
- BRUNO M. et W. EASTERLY, 1998 : « Inflation crises and long-run growth », *Journal of Monetary Economics*, 41(1), pp.3-26.
- CAMERON D. R., 1978 : « The Expansion of the Public Economy. » *American Political Science Review* 72 : 1243-1261.
- CAPOEN F., H. STERDYNIK et P. VILLA, 1994 : « Indépendance des banques centrales, politiques monétaires et budgétaires : une approche stratégique », *Revue de l'OFCE*, 50, juillet.

- CREEL J. et E. FARVAQUE, 2004 : *Construction européenne et politique économique*, Dyna'sup, Paris : Vuibert.
- CREEL J. et J. FAYOLLE, 2002 : « La Banque centrale européenne, ou le Seigneur des euros », *Revue de l'OFCE*, Hors-série, mars.
- CREEL J., T. LATREILLE et J. LE CACHEUX, 2002 : « Le Pacte de stabilité et les politiques budgétaires dans l'Union européenne », *Revue de l'OFCE*, Hors-série, mars.
- CREEL J., É. LAURENT et J. LE CACHEUX, 2006 : « Ouverte pour travaux : la présidence allemande de l'UE et la réunification européenne », *Lettre de l'OFCE*, n°277, 5 décembre.
- CREEL J., É. LAURENT et J. LE CACHEUX, 2007 : « La politique de change de la zone euro ou le hold up tranquille de la BCE », *Revue de l'OFCE*, n° 100, janvier.
- CREEL J. et J. LE CACHEUX, 2006 : « La nouvelle désinflation compétitive européenne », *Revue de l'OFCE*, n° 98, juillet.
- FAGAN G., J. HENRY et R. MESTRE, 2005 : « An area-wide model (AWM) for the euro area », *Economic Modelling*, January, 22(1), pp. 39-59, janvier.
- FITOUSSI J.-P., 1995 : *Le débat interdit; monnaie, Europe, pauvreté*, Paris : Arléa (Points économie, Paris : Le Seuil, 2000).
- FITOUSSI J.-P., (sous la direction), 1999 : *Rapport sur l'état de l'Union européenne 1999*, Paris : Fayard et Presses de Sciences Po.
- FITOUSSI J.-P. et J. LE CACHEUX, (sous la direction), 2005 : *L'état de l'Union européenne 2005*, Paris : Fayard et Presses de Sciences Po.
- FLEMING J.M., 1962 : « Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates », *IMF Staff Papers*, 9(3).
- FRANKEL J. et A. ROSE, 1996 : « The endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria », *NBER Working Paper*, n°5700, août.
- GRAUWE (DE) P., 2007 : *Economics of European Union*, 7^e édition, Oxford University Press.
- GROSHEN E.L. et M.E. SCHWEITZER, 1997 : « Identifying inflation's greeze and sand effects in the labor market », *NBER Working Paper* 6061, juin.
- HUH H. et H. LEE, 2002 : « Asymmetric output cost of lowering inflation : empirical evidence for Canada », *Canadian Journal of Economics*, 35(2), mai, pp. 218-238.
- ITO T. et F.S. MISHKIN, 2004 : « Monetary policy in Japan : problems and solutions », présenté à la *US-Japan Conference on the Solutions for the Japanese Economy*, Université de Tokyo, 19-21 juin.

- LAURENT E. et J. LE CACHEUX, 2006 : « Integrity and efficiency in the EU : The case against the European Economic Constitution », *CES Working Paper* n° 130, Harvard University.
- LE CACHEUX J., 2005 : « Politiques de croissance en Europe : un problème d'action collective », *Revue économique*, 56(3), mai.
- LE CACHEUX J., 2007 : « To co-ordinate or not to co-ordinate », in Linsenmann I., C.O. Meyer et W. Wessels (eds.), *Economic Government of the EU, a balance sheet of new modes of policy coordination*, Basingstoke : Palgrave MacMillan.
- LUCAS R.E., 2000 : « Inflation and welfare », *Econometrica*, 68(2), mars.
- MUNDELL R.A., 1961 : « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, 51(4), novembre.
- MUNDELL R.A., 1962 : « The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability », *IMF Staff Papers*, 9, mars.
- OHLIN B., 1933 : *Interregional and International Trade*, Cambridge, MA : Harvard University Press.
- OLSON M., 1965 : *The logic of collective action*, Cambridge : Harvard University Press.
- O'ROURKE K. et J.G.WILLIAMSON, 1999 : *Globalization and History*. Cambridge, Mass. : MIT Press.
- PASSET O., C. RIFFLART et H. STERDYNIK, 1997 : « Ralentissement de la croissance potentielle et hausse du chômage », *Revue de l'OFCE*, n° 60, janvier.
- RODRIG D., 1998 : « Why do more open economies have bigger governments? » *Journal of Political Economy* 106 : 997-1032.
- ROMER D., 2001 : *Advanced macroeconomics*, 2ème édition, McGrawHill Higher Education.
- SALMON P., 2005 : « Horizontal Competition Among Governments. » *LEG, Document de travail, Economie 2005-02*, Université de Bourgogne.
- SAREL M., 1996 : « Nonlinear effects of inflation on economic growth », *IMF Staff Papers*, 43, pp.199-215, mars.
- SCHIAVO S. et A. VAONA, 2007 : « Nonparametric and semiparametric evidence on the long run effects of inflation on growth », *Economics Letters*, 94(3), pp. 452-458.
- SVENSSON L.E.O., 2006 : « Monetary policy and Japan's liquidity trap », présenté à l'ESRI *International Conference on Policy Options for Sustainable Economic Growth in Japan* 14 septembre 2005, version révisée.

- TANZI V., 2006 : « Making Social Policy under Efficiency Pressures from Globalization » in Inge Kaul and Pedro Conceição (dir.) *The New Public Finance-Responding to Global Challenges*. Oxford : Oxford University Press.
- TEMPLE J., 2000 : « Inflation and growth : stories short and tall », *Journal of Economic Surveys*, 14(4), septembre, pp. 395-432.
- TIMBEAU X., E. HEYER et M. PLANE, 2007 : « Les Français sont-ils toujours productifs? », in Fitoussi Jean-Paul et Laurent Éloi (dir.), *France 2012*. E-book de campagne à l'usage des citoyens, OFCE. <http://www.ofce.sciences-po.fr/ebook.htm>
- WILLIAMSON J.G., 2002 : « Winners and losers over two centuries of globalization », *NBER Working Paper*, n° 9161, septembre.
- WOLF M., 2006 : « Comment on C. Wyplosz », *Economic Policy*, avril, pp. 253-256.
- WYPLOSZ C., 2001 : « Do we know how low inflation should be? », *CEPR DP 2722*, mars.
- WYPLOSZ C., 2006 : « European Monetary Union : the dark sides of a major success », *Economic Policy*, avril, pp. 207-247.

