

# Le “policy mix” européen

Jean-José Quiles

Professeur de chaire supérieure, lycée Montaigne (Bordeaux).



L'analyse de la politique conjoncturelle est fondée sur les enseignements du **modèle Mundell-Fleming (IS-LM-BP)**. Il détermine la portée et les limites du “policy mix”, c'est-à-dire l'utilisation conjointe des politiques budgétaire et monétaire en fonction du régime de changes, du degré d'ouverture de l'économie et des caractéristiques des mouvements de capitaux. Complétant le résultat de

J. Tinbergen (1952), “la nécessaire égalité du nombre d'instruments et des objectifs indépendants visés”, R. Mundell (1962) a construit le “policy mix” sur l'appréciation des avantages comparatifs de chacune des politiques conjoncturelles. D'une façon générale, “chaque instrument doit être affecté à l'objectif où son efficacité relative est la plus grande”. Les résultats habituels sont rassemblés dans le tableau suivant (d'après P. Llau, p. 78) :

De plus, les économies sont soumises à des chocs d'origine économique (prix des matières premières, des devises, une variation de la demande globale, etc.) d'origine politique (changement de majorité qui modifie les objectifs), d'origine naturelle (conditions climatiques) ou sociale (grèves) et subissent des effets de propagation. **Dans ces conditions, le “policy mix” doit répondre à deux situations : 1) des chocs “symétriques”** où tous les pays de l'union sont partie prenante et **2) des chocs “asymétriques”** où la réaction du gouvernement concerné “déborde” sur les autres partenaires de l'union. Il en résulte que la politique conjoncturelle de l'Europe se conçoit moins dans les termes habituels (arbitrage entre les politiques budgétaire et monétaire) mais plutôt comme **un jeu stratégique** auquel il faut trouver en permanence une issue acceptable : la BCE contre les autorités budgétaires nationales, les autorités budgétaires d'un État-membre contre celle des pays partenaires, etc. Bref,

économie ouverte	politique budgétaire	politique monétaire
<b>changes fixes</b>		
mobilité parfaite des capitaux	très efficace	inefficace
mobilité nulle des capitaux	totale inefficace	efficace à CT et inefficace LT
<b>changes flexibles</b>		
mobilité parfaite des capitaux	inefficace	très efficace
mobilité nulle des capitaux	faiblement inefficace	très efficace

**Cependant, l'approche IS-LM-BP est relativement inadaptée aux circonstances européennes.** Elle s'appuie sur le cas d'un pays isolé qui cherche un choix optimal dans ses décisions de politique conjoncturelle. Dans le cadre de l'union monétaire, le “policy mix” est moins contraint par une réflexion préalable sur l'affectation des ins-

truments à des objectifs que sur la possibilité de se prémunir contre d'éventuels effets de débordements<sup>1</sup> : ce que décide l'un à des conséquences pour l'autre et inversement.

(1) Pour une analyse générale, voir C. Aubin & Ph. Norel, *Économie internationale*, p. 297-302.

il s'agit moins maintenant de **dosage subtil** (le "mix" des instruments disponibles) que de **coordination réussie** (le "mix" entre les politiques budgétaires nationales et la politique monétaire européenne).

La théorie des jeux montre que, dans un cas simple réduit à l'étude des fonctions de réaction de chaque pays, trois ensembles d'équilibre sont envisageables dans la coordination : une ligne représentative d'équilibres coopératifs ; un (ou des) point(s) d'équilibre non-coopératif (équilibre de Nash) et un (ou des) point(s) d'équilibre optimal (ou équilibre de Pareto). On montre que les équilibres de Nash sont sous-optimaux et qu'il est avantageux pour les deux pays de rechercher des solutions coopératives au sein des équilibres Pareto-optimaux à condition que les gains tirés de la coopération soient équitablement répartis.

Sous l'influence de l'école monétariste et de la Nouvelle Macroéconomie Classique, il existe aujourd'hui un consensus pour faire de **la politique monétaire l'instrument privilégié de la lutte contre l'inflation**. Mais les économies contemporaines sont aussi caractérisées par une courbe d'offre globale verticale (et un chômage d'équilibre – pas nécessairement constant – correspondant). Donc, **la politique budgétaire cherche à peine à lutter contre le chômage**. Elle vise plutôt à **déterminer des déficits publics européens qui n'entravent pas l'activité économique à long terme**. A cela, il convient d'ajouter la contrainte exercée par le taux de change et la très grande variabilité du prix des actifs financiers dans l'économie mondiale contemporaine. C'est par toutes ces variables qu'il faut apprécier l'état du "policy mix" européen.

## Le cadre de la politique conjoncturelle en Europe

L'union monétaire modifie profondément les conditions d'exercice de la poli-

tique conjoncturelle. Par principe, les États concernés perdent toute initiative en matière de monnaie et de change. En revanche, les politiques budgétaires restent nationales tout en gagnant – c'est le paradoxe ! – à ne pas être conduites isolément.

La politique monétaire européenne<sup>2</sup> est pleinement dévolue à la Banque centrale européenne (BCE) au sein du Système européen de banques centrales (SEBC), c'est-à-dire la BCE et les banques centrales nationales. Les décisions stratégiques sont le fait du Conseil des gouverneurs quand la conduite quotidienne de la politique monétaire est l'affaire du Directoire de la BCE. Du point de vue de l'analyse économique, on convient de dire que la BCE détient le pouvoir monétaire ultime dans la zone euro. Deux aspects méritent d'être précisés : l'indépendance de la BCE et la mise en œuvre des objectifs visés.

**L'indépendance de la banque centrale** est l'un des thèmes essentiels de la Nouvelle Macroéconomie Classique. Mais c'est aujourd'hui une idée pratiquement tombée dans le domaine public puisque, peu ou prou, tous les pays occidentaux s'en inspirent dans la formulation des statuts de leur banque centrale. Il semble acquis, et d'une certaine manière c'est l'évidence empirique, que le degré d'indépendance d'une banque centrale est corrélé avec sa capacité à maîtriser l'inflation. Même si l'idée est séduisante, le terme d'indépendance doit être précisé car il n'a pas toujours le même sens. Il s'agit d'abord d'établir **l'indépendance des dirigeants** vis-à-vis des pouvoirs nationaux. C'est chose faite par des mandats relativement longs, non

renouvelables et irrévocables. La nomination du premier gouverneur de la BCE s'est malgré tout avérée assez délicate. L'indépendance suggère aussi que les Autorités monétaires soient dotées d'**un mandat clair** qui guide leur action. De ce point de vue, l'incertitude est assez faible puisque la BCE se voit attribuer un objectif unique, celui de la stabilité des prix, et l'entière liberté dans le choix de ses objectifs intermédiaires. Parallèlement, l'ensemble des instruments disponibles pour intervenir est suffisamment large.

Les instruments dont dispose la BCE se ramènent essentiellement à **des opérations d'open market** classées sous quatre rubriques : principales opérations de refinancement, opérations de refinancement à plus long terme, opérations de réglage fin et opérations de nature plus structurelle. A cela s'ajoute **des facilités de paiement**. Elles sont disponibles à la demande des établissements bancaires et fonctionnent sur la base d'un corridor à l'intérieur duquel évolue le taux au jour le jour. Il y a, enfin, un dispositif de **réserves obligatoires** dont les taux, en fonction des pays, restent malgré tout assez peu différents de ceux du marché monétaire.

En pratique, la BCE a l'obligation d'arrêter et de faire connaître sa stratégie monétaire. Il s'agit moins d'un souci de clarté que de répondre à la question des délais : entre la prise de décision et la mise en œuvre de la stratégie et entre l'effectivité de la stratégie et les premiers résultats escomptés sur l'objectif final. Le débat théorique entre le choix d'un objectif intermédiaire et une cible directe d'inflation n'est pas complètement réglé. Pour ces deux premières années de fonctionnement, un objectif opérationnel a été retenu. Il s'agit d'un taux d'intérêt représentatif des conditions de refinancement du secteur bancaire lesquelles sont maintenant

(2) Pour aller plus loin, voir M. Dévoluy, *La Banque centrale européenne*, p. 45-91.

les mêmes dans toute l'Europe. Dans ce dispositif suffisamment complexe, certains observateurs<sup>3</sup> ont noté la faiblesse du contrôle prudentiel et du prêteur en dernier ressort européen.

La BCE n'a **pas d'objectif spécifique en matière de change**. La zone euro constituant une grande entité relativement peu ouverte sur l'extérieur, un tel objectif n'a pas semblé nécessaire. Cela étant, le SEBC dispose d'une capacité d'intervention en cas de besoins. Les banques centrales nationales mettent à disposition de la BCE 50 milliards d'euros de réserves de change c'est-à-dire moins que les interventions directes sur le marché des changes. C'est donc la qualité du "*policy mix*" qui est garante de la stabilité internationale de l'euro.

**En matière budgétaire, les choses sont claires. Les États nationaux sont pleinement responsables des politiques qu'ils conduisent. Il n'est même pas prévu de dispositif de solidarité financière en dehors de situations très exceptionnelles (catastrophes naturelles par exemple). Seules des règles de discipline budgétaire sont édictées par le Pacte de stabilité et de croissance.**

Le déficit public doit être contenu dans la limite de 3 % du PIB. Tout dépassement doit avoir un caractère exceptionnel soit un événement majeur et imprévisible ; soit une récession sévère. Ce dernier cas de figure est défini par une baisse de plus de 2 % du rythme annuel du PIB. Entre 0,75 % et 2 % la variation de l'activité économique est censée répondre au fonctionnement normal du cycle des affaires. En cas de déficits jugés excessifs, un pays-membre encourt des sanctions sous forme d'un dépôt non rémunéré, voire une amende au profit des partenaires européens si la correction n'intervient pas avant la troisième année, pour au maximum 0,5 % du PIB. Il est clair que le dispositif est plus préventif que répressif puisqu'on voit mal un pays en difficulté ajouter délibérément aux déséquilibres de ses finances publiques une charge somme toute très importante.

(3) M. Aglietta, *Macroéconomie financière*, p.58-61.

En outre, les dispositions en vigueur multiplient **les incitations à la coordination**. En effet, une politique budgétaire nationale, dans des économies suffisamment intégrées, à des conséquences pour les partenaires. Un fort déficit public national élève fortement les taux d'intérêt, ce qui incite à des déplacements de capitaux venant de l'extérieur et accroît l'effet d'éviction pour les autres pays. Du fait du Pacte de stabilité et de croissance, on peut s'attendre à des politiques budgétaires excessivement restrictives par le simple fait d'anticiper une plus grande marge de manoeuvre en cas de nécessité immédiate (prévision d'un choc asymétrique).

## Le difficile dosage du "*policy mix*" européen

**L**es conditions d'exercice de la politique économique en Europe sont inédites. La zone euro est un espace intégré composé d'États indépendants où seule la souveraineté monétaire est partagée. Dans un État national, les responsables de la politique conjoncturelle choisissent des objectifs et organisent un savant dosage des instruments disponibles. Si la Banque centrale est indépendante, le *mix* fonctionne sur la base d'une coordination entre le Trésor et les Autorités monétaires. Dans l'union monétaire, la politique monétaire est l'affaire de la BCE quand les Autorités nationales gardent la pleine maîtrise de leur politique budgétaire. La BCE poursuit un objectif

d'inflation quand les représentants des gouvernements participants sont soumis à la sanction de leur

électorat respectif certainement plus sensible aux performances en termes d'emploi et de lutte contre le chômage.

La pratique du *policy mix* est alors prise entre deux difficultés. La politique monétaire anti-inflationniste, donnée comme bonne pour tous, peut engendrer des difficultés pour certains partenaires. Par exemple, une politique de facilité monétaire, comme au milieu de l'année 98 avec des taux d'intérêt de l'ordre de 3,30 % en France et en Allemagne, a pu engendrer des risques de surchauffe dans les pays où la croissance économique était plus forte (l'Espagne par exemple). Si, comme dans le modèle concurrentiel académique, les prix et les salaires étaient totalement flexibles, le problème disparaîtrait de lui-même. Avec la surchauffe, l'élévation des prix et des salaires freinent la croissance et l'expansion extérieure et ramènent à l'équilibre. Mais tel n'est pas le cas. Les déséquilibres, du fait des rigidités nominales ou réelles, s'avèrent durables et, conformément aux enseignements de la Nouvelle Macroéconomie Keynésienne, entraînent des ajustements par un chômage involontaire et durable.

En outre, rien n'indique que les conjonctures des différentes économies soient en phase les unes par rapport aux autres. On parle parfois d'un cycle productif. Si certains pays, plutôt en situation récessive, retrouvent une activité plus importante, le resserrement monétaire intervient comme un facteur brutal et excessivement désinflationniste pour les pays qui n'ont pas encore adopté le nouveau rythme. Il est clair, pour rejoindre le point précédent, que le risque d'une politique monétaire pro-cyclique, induite par les partenaires les plus importants, est d'autant plus limité que la flexibilité des grandes variables macroéconomiques est la règle du jeu.

Il convient donc d'organiser le *policy mix* européen autour de

l'idée d'une règle de politique monétaire à partir de laquelle la stratégie suivie pourra être appréciée comme trop ou pas assez restrictive. Simplement dit, si l'écart entre le taux d'intérêt monétaire et le PIB évalué selon la **règle de Taylor** augmente, cela signifie que le critère de masse monétaire est inférieur à ce qui est désirable et donc la politique budgétaire doit ajouter son rôle compensateur.

**J. B. Taylor** (1993) recherche un principe empirique permettant d'**apprécier concrètement l'état de la politique monétaire pour une période donnée**. Il montre que l'on peut caractériser le comportement optimal de la Banque centrale comme une réponse aux variations du PIB et aux fluctuations du taux d'intérêt. Il parvient ainsi à la validation économétrique du test suivant :

$$r = i + 1,5(\Pi_{t-1} - \Pi_c) + 0,5\Delta P_{t-1}$$

où  $r$  est le taux d'intérêt nominal,  $i$  le taux d'intérêt réel,  $\Pi_{t-1}$  le taux d'inflation lissé en  $t-1$ ,  $\Pi_c$  le taux d'inflation cible et  $\Delta P_{t-1}$  l'écart de production par rapport au PIB potentiel en  $t-1$ .

Cette formule décrit l'adéquation entre la politique monétaire et les données fondamentales de l'économie.

flottements dans la nomination de l'actuel gouverneur de la BCE, la Commission européenne critique, selon elle, le manque de rigueur de certains programmes budgétaires (France, Allemagne, Italie) ; la BCE s'inquiète très rapidement des risques de dérapages inflationnistes liés à des accords salariaux (France, Allemagne) et tarde à répondre à des demandes de baisse de ses taux directeurs quand elles sont le fait insistant des pays-membres. Disons qu'à l'aube de la généralisation de la monnaie unique, le "*policy mix*" européen est encore au stade expérimental.

Plusieurs études ont tenté d'introduire l'idée d'une soutenabilité de la politique budgétaire pour apprécier les marges de manoeuvres encore très inégales selon les pays. Le critère essentiel est celui de la dette publique car la

charge de la dette pèse sur le budget et multiplie les effets d'un ralentissement du taux de croissance. Dans l'ensemble, on retient le bilan suivant. Dans le langage européen, les "bons élèves" sont les Pays-Bas, la Finlande et l'Irlande pour qui la dette publique se rapproche des 60 % du PIB. Les "élèves méritants", comme la Belgique et l'Italie, ont réalisé de sérieux progrès même s'ils n'atteignent pas le chiffre fatidique. Enfin, les "mauvais élèves" pour qui les efforts ont été insuffisants pour dégager cette fameuse marge de manoeuvre. En font partie, l'Autriche, l'Espagne mais surtout l'Allemagne et la France. Ce qui apparaît comme délicat est que les projections effectuées par les spécialistes, sous contrainte d'hypothèses de croissance, d'inflation, de taux d'intérêt et de stabilisation des déficits budgétaires,

ne font pas apparaître vraiment de convergence à un horizon de moyen / long terme (une dizaine d'années). Le problème revient donc sur la question de l'objectif européen visé par le *policy mix*.

## L'objectif conjoncturel européen

Le débat est complexe tant les éléments à prendre en compte sont nombreux. Nous limiterons à trois aspects du problème : **la fixation d'un "bon" objectif d'inflation, la discussion de l'introduction ou non d'un objectif de change** et, dans le cadre de la globalisation financière, l'éventuelle prise en compte **d'une procédure de stabilisation du prix des actifs financiers**.

La BCE s'est vue attribuer un objectif très clair : maintenir l'inflation entre 0 et 2 %. En réalité, conformément aux enseignements de la Nouvelle Macroéconomie Classique, il s'agit de favoriser une inflation nulle. Le milieu de la fourchette (1 %) doit être corrigé des erreurs de mesure de l'inflation (0,5 %) et du rattrapage du niveau des prix moyens par les pays les moins avancés (0,5 %). Puisque l'objectif d'inflation est le même pour tous les pays de l'union monétaire, les pays à faible inflation au moment de l'union voit leurs prix augmenter sans qu'il faille véritablement parler d'inflation. Donc, étant donné le ralentissement effectif de l'inflation dans les pays industrialisés, la reprise d'une certaine croissance et la baisse, à confirmer du chômage, ce choix est-il soutenable sur longue période ou, de manière plus concrète, **la cible d'inflation n'est-elle pas maintenant trop basse ?** Quels sont les arguments à prendre en compte ? Les pays à croissance plus forte

On s'interroge alors sur les marges de manoeuvres<sup>4</sup>. En fait, elles sont plutôt étroites puisque grandement verrouillées par le Pacte de stabilité, subrepticement devenu sous l'influence des Autorités françaises "pacte de stabilité et de croissance". La Commission européenne intervient dans le processus mais aussi les représentants des treize États participants. L'absence de visibilité macroéconomique qui en résulte est source d'incertitude. Même si la monnaie européenne est pénalisée par une plus grande efficacité de l'économie américaine, la faiblesse de l'euro est aussi la conséquence d'une certaine confusion dans la pratique de la politique conjoncturelle. Diverses observations doivent être rappelées : jusqu'en avril 1999 le ministre allemand des finances n'exclut pas le recours à l'instrument budgétaire ; il y a eu quelques

(4) Pour une étude approfondie de la politique budgétaire en Europe, voir P. Llau, *Équilibre budgétaire et déficits publics en Europe*, p. 77-102.

connaissent des pressions inflationnistes. Puisque le taux d'intérêt nominal est le même pour toute l'union monétaire – c'est la conséquence d'une politique monétaire commune – le taux d'intérêt réel y est plus faible qu'ailleurs, ce qui facilite à nouveau l'activité économique. Donc, le mouvement de reprise de la croissance a tendance à accentuer l'hétérogénéité entre les divers pays. De plus un objectif d'inflation trop bas pénalise les économies les plus dynamiques. Les avantages liés à une inflation nulle sont peut être en passe d'être dépassés par leurs inconvénients. Cette mécanique est nécessairement renforcée si la croissance soutenue devient le fait de toute l'économie mondiale : augmentation du prix des matières premières, goulots d'étranglement, évolution des salaires nominaux, etc. Si la BCE maintient envers et contre tout son objectif d'inflation nulle alors l'ajustement macroéconomique nécessaire risque de buter sur les rigidités de prix (ajustements échelonnés du fait des coûts de menu) et de salaires nominaux au moment où se pose de manière plus conflictuelle le nouveau partage des fruits de la croissance.

D'un point de vue théorique, le problème posé revient à dire ce que doit être **le taux d'inflation d'équilibre** et à se demander dans quelles conditions la BCE peut réussir à aligner son objectif d'inflation sur ce taux d'équilibre.

Pour ajouter et laisser là ce débat, certains ont noté que l'objectif de la BCE n'était finalement que ce-

lui de **la stabilisation d'une inflation anticipée**, ce qui était finalement très étroit et plus orienté vers l'établissement de la crédibilité et la construction de la réputation de la BCE. Autrement dit, qu'il n'y avait là qu'un passage obligé mais qui à terme devrait être nécessairement corrigé par l'adjonction d'objectifs intermédiaires ou d'autres objectifs finaux plus "sociaux".

Dans une économie fortement mondialisée, la BCE n'a pas d'objectif de change particulier. Pourtant, tout le monde est très attentif à la valeur de l'euro alors, qu'en théorie, elle est interprétée comme secondaire. Tout au plus la BCE s'inquiète quelque peu de l'inflation importée qui résulterait d'un euro faible. Et, sur la période à prendre en compte la monnaie européenne a eu tendance à se déprécier, même s'il semble que le mouvement est maintenant stoppé, sans que la BCE intervienne fortement pour enrayer la tendance. Faut-il renoncer à cette attitude ? A l'origine, le point de vue est celui du **"benign neglect"**, en référence à **J. Rueff** et la situation du dollar dans les années 60-70, et s'explique assez facilement. Une parité-cible (taux de change d'équilibre) est plutôt difficile à établir bien que, là-dessus, il y ait maintenant des travaux consistants et faisant plus l'unanimité que le taux d'inflation d'équilibre. De plus, même si l'objectif de change est théoriquement fondée, les instruments pour l'atteindre sont assez délicats à manipuler du fait de mouvements de sur-

réaction caractéristiques du marché des changes, comme d'ailleurs des marchés financiers<sup>6</sup>. Comment réellement contrôler les mouvements de capitaux qui sont aujourd'hui au coeur du problème ? Enfin, argument-clé et repris largement par tous, l'union européenne représente une zone économique et monétaire plus fermée que par le passé. En cela, il y a convergence entre les situations américaine et européenne. Rappelons que les exportations ne représentent que 11 % du PIB. Les risques d'inflation importée sont limités et les fluctuations économiques ont plutôt une origine interne. Donc, en pratique, la BCE, comme d'ailleurs la Réserve fédérale, adopte une attitude de **"benign neglect"** et ne s'inquiète de l'euro que quand les variations apparaissent comme excessives, dans un sens ou dans l'autre. Ainsi, les premières interventions datent de septembre 2000, soit concertées avec les autres Banques centrales (Réserve fédérale, Banque du Japon, Banque d'Angleterre), soit seule.

**Y a-t-il un avantage à renoncer au "benign neglect" ?** Certains objectent que la stratégie adoptée conduit à accepter de fortes fluctuations de l'euro par rapport au dollar et que l'avantage n'en est pas forcément clair. Au moins trois contraintes jouent en défaveur de l'euro. 1) le dollar représente une part bien plus importante dans le portefeuille des investisseurs que l'euro. Tout mouvement spontané (spéculatif, d'affolement, etc.) a toutes les chances de se faire systématiquement de l'euro vers le dollar, et rarement en sens inverse ; d'où une asymétrie

La théorie macroéconomique d'un **taux d'inflation d'équilibre** a suscité une vive réflexion – nous ne pouvons en simplifier ici excessivement les termes – mais n'a pas encore donné lieu à une synthèse convaincante sous la forme d'un résultat clair. Par exemple, sur le plan empirique, P. Artus<sup>5</sup> cherche à rapprocher, par le biais de décalages, l'inflation mondiale et l'inflation européenne, à établir un lien entre croissance, création d'emplois, chômage et inflation, à associer l'évolution des salaires et l'existence d'un seuil de chômage sans oublier l'existence de rigidités sur le marché du travail principalement. Enfin, le taux d'inflation d'équilibre doit intégrer la dimension du temps. Bas à court terme il assure un équilibre macroéconomique non inflationniste mais peut engendrer des effets défavorables sur la rentabilité de l'investissement et l'accumulation du capital à long terme à un moment où on parle de... "nouvelle économie".

- (5) **P. Artus, L'euro et la Banque centrale européenne...**, p. 88-93.
- (6) **Par exemple, P. Artus (L'euro et la Banque centrale européenne, p. 108-120) tente un premier bilan des moyens utilisés pour stabiliser l'euro depuis le dernier trimestre 2000.**

qui nuit à la crédibilité de l'euro comme monnaie internationale. 2) la zone euro est beaucoup plus soumise aux impératifs de la compétitivité et à l'influence du cycle industriel que les États Unis, donc beaucoup plus sensible aux mouvements du taux de change. Disons que le "benign neglect" est, *a priori*, moins bénin en Europe qu'aux États-Unis. 3) l'expérience montre que la BCE a un objectif d'inflation beaucoup plus rigide que la Réserve fédérale. Donc, elle est nettement plus sensible aux risques d'inflation importée (par exemple en période de fortes envolées du prix du pétrole quand l'euro est bas).

**D**ernière question à propos des objectifs conjoncturels européens : **faut-il inclure une stabilisation du prix des actifs financiers ?** En fait, aucune Banque centrale dans le monde n'a l'obligation d'intervenir quand le prix des actifs (actions, obligations, immobilier, etc.) évolue fortement. Autrement dit, jusqu'à nouvel ordre, une Banque centrale n'a pas à se préoccuper de la bonne marche des affaires sur les marchés financiers. Or, il est clair, qu'aujourd'hui, l'essentiel de l'instabilité économique est d'origine financière. Il suffit de se remémorer les toutes dernières crises et les divers phénomènes de bulle spéculative (krach d'octobre 1987, crise asiatique et autres)<sup>7</sup>. D'une façon générale, le problème est que, **dans le cadre d'une globalisation financière reconnue de tous, les différents déséquilibres s'expriment moins dans la variation du prix des biens et services que de celui des actifs financiers.** Bref, la recherche d'une inflation nulle, appréciée par des indices portant sur des produits (indice IPCH ou indice des prix à la consommation harmonisé), serait un objectif caduc puisque le

problème s'est déplacé vers d'autres actifs non pris en compte dans l'instrument d'évaluation considéré. D'une certaine façon, la **désinflation économique a laissé sa place à une inflation financière.** Du point de vue de la politique monétaire, le rôle des agrégats monétaires est grandement diminué du fait des possibilités énormes de substitution entre actifs monétaires et actifs financiers tout autant qu'il y a aussi une "financiarisation" du change. Les devises sont de plus en plus, dans le portefeuille de leurs détenteurs traitées comme des actifs substituables aux autres actifs (monétaires et financiers). Ainsi, il serait vain d'en rester à des objectifs purement monétaires (fondamentalement l'agrégat *M3*) quand ces derniers ne peuvent plus être traités indépendamment du prix des actifs financiers et du taux de change. Par exemple, P. Artus montre que la reprise de la croissance à partir de 1997 n'a pratiquement pas d'effets sur l'inflation mais qu'il est très difficile d'en dire autant pour le prix de l'immobilier et les cours boursiers. Dans certains pays (Espagne, Italie, Portugal voire les Pays-Bas) la progression du crédit est largement corrélée avec l'immobilier en même temps que ce sont relâchés les exigences en ce qui concerne les hypothèques et les garanties de solvabilité. Le risque est que le processus soit de nature cumulative. La hausse du prix des actifs incite à l'octroi de crédit supplémentaire d'où la menace sur la stabilité financière et la croissance quand la bulle finit par éclater<sup>8</sup>.

Même si la question de la stabilisation du prix des actifs financiers comme préalable à l'efficacité de la politique monétaire est vivement débattue entre économistes<sup>9</sup>, ni de ce côté de l'Atlantique ni de l'autre, aucune décision claire n'a jusqu'à présent été adoptée face à l'instabilité financière, au risque systémique et à la constitution d'un prêteur en dernier ressort.

Au terme de cette "revue des troupes" (Schumpeter), **il est bien clair que le "policy mix" européen n'en est encore qu'à un stade expérimental** et que la période qui vient de s'écouler, et qui va sans aucun doute jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2002, correspond à une situation d'attente pour laquelle toutes les leçons à tirer de cette première expérimentation seront les bienvenues.

J.-J. Q.

#### Bibliographie indicative

- P. Aglietta, *Macroéconomie financière*, La Découverte, Repères, tome 2, 2001.
- P. Artus, *L'euro et la Banque centrale européenne*, Economica, 2001.
- C. Aubin & Ph. Norel, *Économie internationale*, Seuil, Points-Economie, 2000.
- G. Bekerman & M. Saint-Marc, *L'euro*, PUF, Que sais je ?, 1999.
- O. Brossard, *D'un krach à l'autre, instabilité et régulation des économies monétaires*, Grasset, Partage du savoir, 2001.
- M. Dévoluy, *La Banque centrale européenne*, PUF, Que sais je ?, 2000.
- G. Keonig, *Les politiques budgétaires dans l'Union européenne*, Economica, Economie-Poche, 1998.
- P. Llaur, *Équilibre budgétaire et déficits publics en Europe*, Economica, Poche-Finance publiques, 2000.

- (7) Voir la description consistante qui en est donnée par M. Aglietta, *Macroéconomie financière*, p. 5-37.
- (8) La transmission de l'instabilité financière au secteur réel de l'économie est le thème du livre particulièrement éclairant de O. Brossard, *D'un krach à l'autre, instabilité et régulation des économies monétaires*.
- (9) Pour un bilan, voir M. Aglietta, *Macroéconomie financière*, p. 65-107.