

Philippe Martin

Sciences Po et CEPR

Cet article, écrit au tout début de la crise financière, est une excellente illustration des contributions de Jean-Paul Fitoussi (et en l'occurrence de ses co-auteurs Jean-Luc Gaffard et Francesco Saraceno) d'une analyse d'économie politique lucide et à contre-courant des positions de nombreux économistes. Elle résonne aussi avec un certain nombre de débats qui émergent dans les années 2010 (sur la crise de la zone euro et sa gestion) et au-delà (sur les objectifs de la BCE).

Il s'agit d'abord d'une critique argumentée de la structure conceptuelle de politique macroéconomique de l'Union Monétaire Européenne, en particulier de la nouvelle économie keynésienne qui sous-tend la politique monétaire de la BCE.

L'article pointe très justement l'absence dans le cadre conceptuel de la BCE de défauts sur les prix des actifs des marchés financiers. Cette absence est importante mais peut-être pas cruciale dans le retard et la faiblesse de la réaction de la BCE lors de la crise financière et surtout de la crise de la zone euro. Ce que pointe très justement Jean Paul Fitoussi, et qui est une des conclusions les plus présentes de sa réflexion, c'est l'excès de confiance de la politique monétaire à contrer les chocs en se donnant comme seul objectif la stabilité des prix. Cette confiance mal placée est fondée sur une vision simpliste du fonctionnement de l'économie qui ne prend pas en compte, en particulier, mais pas seulement, le contexte financier et institutionnel. Une conséquence de cette confiance mal placée, et qu'il critiquera souvent, c'est la timidité de l'action de la BCE.

Cette trop grande passivité de la politique monétaire est d'autant plus pénalisante pour la zone euro qu'elle se double du corset des règles budgétaires que Jean Paul Fitoussi ne cessera, à raison, de fustiger et qui expliquera en partie le différentiel de trajectoire macroéconomique entre la zone euro et les États-Unis qui va de fait s'aggraver

dans les années 2010. Aujourd'hui, ce diagnostic d'un écart de performance macro-économique transatlantique qui s'explique par les mauvais choix de politiques monétaire et budgétaires en réaction à la crise financière est assez consensuel. Ce n'était certainement pas le cas en 2010.

La dimension institutionnelle de la réussite économique est toujours au cœur de la réflexion de Jean Paul Fitoussi. C'est ce qui sous-tend l'argument sur le mode de gouvernance économique de la zone euro qui est « essentiellement fondé sur l'absence de coopération » et qui crée une incitation pour les grands pays à se conduire comme les petits, et donc à « adopter des stratégies de désinflation compétitive par l'intermédiaire des réformes structurelles ». Il s'agit bien entendu d'une critique, très présente dans l'œuvre de Jean Paul Fitoussi, de la stratégie allemande qui consiste à brider la demande interne pour favoriser la demande externe. On voit que les débats analysés en 2010 sont encore présents et non résolus en 2023.

Un autre thème présent dans cet article et qui résonne avec des débats actuels (par exemple avec les plans d'investissement dans la transition écologique et la politique industrielle) est celui du rôle de la demande dans le niveau de la croissance potentielle via l'impact sur l'investissement et l'innovation. Une séparation simple et simpliste entre offre et demande ne fait pas partie du logiciel fitoussien. Un argument intéressant de l'article qui encore une fois résonne avec le débat actuel sur la transition est que l'inflation ne peut être le seul objectif de la BCE. Un argument, outre les arguments macro-économiques standards, est que les ajustements structurels peuvent être facilités par un taux d'inflation plus élevé en particulier pour permettre aux prix relatifs de s'ajuster. C'est un argument qui me paraît très pertinent dans la transition écologique actuelle qui va nécessiter des ajustements de prix relatifs très importants.

L'appel à un changement drastique de gouvernance de la zone euro ne sera entendu que tardivement et partiellement. Le « whatever it takes » de Juillet 2012 de Mario Draghi donnera raison à la critique d'une politique monétaire trop passive qui met en danger la survie même de l'euro. L'expérience du « quantitative easing » viendra aussi donner raison à l'argument développé dans cet article selon lequel le taux d'intérêt est un instrument insuffisant pour la politique monétaire et que les contrôles quantitatifs des flux de crédit est nécessaire au bon fonctionnement de la politique monétaire. Finalement, la critique la

plus violente est celle de la clause de *no bail out*. Dans les faits, il y aura bien un *bail out* des pays en crise (en particulier de la Grèce et dans une moindre mesure du Portugal, de l'Irlande et de Chypre) via la mise en place de l'ESM, mais il sera tardif, partiel et ne sera pas une démonstration de solidarité européenne qu'appelait Jean Paul Fitoussi, mais l'évaluation rationnelle du coût des dommages collatéraux d'un défaut souverain et d'un éclatement de la zone euro (voir Gourinchas *et al.*, 2020).

On retrouve dans cet article beaucoup des thèmes de réflexion qui jalonnent la pensée économique et politique de Jean Paul Fitoussi et surtout sa manière si particulière de les embrasser en refusant de s'enfermer dans un cadre conceptuel certes rassurant, mais finalement trompeur et pauvre. C'est un cadre de pensée plus riche, plus politique, plus institutionnel, mais en fait aussi plus économique qu'il nous propose et qui restera utile dans les débats européens actuels et à venir, en particulier dans le cadre de la transition écologique.

Références

Pierre Olivier Gourinchas, Philippe Martin et Todd Messer, 2020, « The Economics of Sovereign Debt, Bailouts and the Eurozone », *NBER* n° 27421.

Commentaire de l'article

Jean-Paul Fitoussi, Jean-Luc Gaffard et Francesco Saraceno, 2010

« **Politiques macroéconomiques et réformes structurelles** »

Revue d'Économie Politique, 120 (2010/2)

