

ÉLÉMENTS DE CORRECTION

■ SUJET N°1

Ce sujet s'appuie essentiellement sur le troisième module du programme d'ESH (2^{ème} année). Il ne pose pas de problème d'analyse, ses contours peuvent facilement être cernés par les candidats qui auront travaillé pour avoir des connaissances suffisamment denses afin de le traiter de façon équilibrée (dimension théorique et dimension historique). Néanmoins, petite précision utile, la seconde question du sujet n'invite pas les candidats à se demander seulement où va l'euro mais à s'interroger sur ses effets passés (depuis 1999) et potentiels. Ici, il ne s'agit pas de se transformer en Nostradamus, mais de dégager les divers scénarios envisagés aujourd'hui par les théoriciens et les responsables des institutions politiques, et il faut essayer d'argumenter pour montrer lesquels semblent les plus vraisemblables. Les préférences des candidats pour tel ou tel scénario ne sont pas un critère d'évaluation de la qualité de leur copie, mais ils doivent prendre la peine d'expliquer sur quelles observations factuelles et quelles analyses théoriques ils s'appuient pour choisir. C'est bien la capacité d'argumenter en s'appuyant sur des connaissances précises que le sujet cherche à apprécier, et non les affinités idéologiques des candidats. Le périmètre du sujet est l'euro au sens large : la monnaie unique bien sûr, mais aussi la zone euro, la BCE et sa politique monétaire, l'euro comme monnaie internationale, et la question du change.

En ce qui concerne les origines de la construction de l'euro, les copies qui mentionnaient le sommet de La Haye de 1969 ou le rapport Werner de 1970 qui en est issu, ont été bien sûr valorisées, surtout si elles précisaient que ce projet intergouvernemental - auquel ne participait pas les banques centrales - s'est révélé inapplicable dans un contexte de hausse généralisée des prix, où les tensions inflationnistes avaient des explications différentes d'un pays à l'autre, même dans le petit groupe de six pays que formait alors la CEE. Si le projet Werner ne fait pas partie des attentes basiques, il fallait en revanche que les candidats montrent que l'effondrement du système de Bretton Woods a nécessité dans la CEE des réponses monétaires qui sont vite apparues fragiles. Sur ce point, le Système Monétaire

Européen se distinguait du Serpent Monétaire Européen par sa solidité institutionnelle puisque la création de l'ECU, préambule à la création de l'euro, permettait de ne plus défendre les monnaies les unes par rapport aux autres, mais par rapport à la valeur du panier de monnaies qu'était l'ECU. Cet argument devrait faire partie des connaissances à valoriser, sans qu'il s'agisse d'une attente basique.

Les candidats devaient également être capables de souligner l'importance de la construction du « Grand Marché Unique » dans la création de l'euro, et de montrer l'importance de la confiance dans la libéralisation des échanges non seulement commerciaux, mais aussi financiers que les promoteurs de la monnaie unique mettaient en avant, envisageant de multiples avantages à la création de l'euro. En ce qui concerne les références théoriques, les candidats pouvaient utiliser le triangle d'incompatibilité de Mundell pour montrer que, dans le cadre du système monétaire européen, la liberté de mouvements de capitaux rendait impraticable les changes fixes sans une coordination forte des politiques économiques. Cela pouvait les amener à souligner que la construction d'une monnaie unique permettait d'espérer relâcher la contrainte monétaire pour faciliter le financement interne de la zone, mais pouvait aussi conduire à renforcer la coordination économique pour éviter des divergences. Il était souhaitable qu'à un moment ou un autre de leur copie, les candidats rappellent que construire une monnaie unique impose une convergence des politiques économiques et discutent de la mise en place des diverses mesures de surveillance de cette convergence : critères du traité de Maastricht, repris par le Pacte de Stabilité et de Croissance, lui-même rediscuté et dévitalisé en 2003, puis six pack en 2011 et two pack en 2013, même si la mise en place des semestres européens amène chaque pays à négocier avec la Commission selon un processus où le contrôle démocratique semble très lointain.

Les meilleurs candidats devraient aussi être capables de montrer que le processus d'unification allemande de 1990 a accéléré la décision de mettre en place l'euro, la France attendant de la monnaie unique une remise en cause de la « zone mark » qu'était devenu le SME, tandis que l'Allemagne s'employait à faire de la future Banque Centrale Européenne une reproduction de la Bundesbank, veillant à son indépendance des pouvoirs politiques, pour éviter tout risque inflationniste. Le choix précoce de certains pays, de ne pas participer au

processus d'intégration monétaire a, dès le début, montré des réticences qui ne s'expliquent pas seulement par des raisons économiques. La construction d'une monnaie unique était aussi une façon de renforcer l'unification politique de l'Union européenne, le contrôle de l'émission monétaire étant un principe important de la souveraineté. Il serait donc souhaitable que les candidats aient souligné cet enjeu politique, et qu'ils aient également montré qu'une des questions que pose la situation européenne actuelle est de savoir comment surmonter les divergences de conceptions de la souveraineté nationale d'un pays à l'autre de la zone euro pour trouver un processus commun de régulation économique - comme le rappelle Michel Aglietta par exemple-. Tandis qu'en Allemagne la souveraineté est construite sur le principe de l'ordo libéralisme, et que la monnaie y est constitutive d'un ordre social qui transcende le politique, en France c'est au contraire l'Etat qui est le garant de la souveraineté, et il serait admis assez facilement que l'Etat contrôle la monnaie. Ces divergences profondes compliquent singulièrement la progression de la construction politique européenne. Comme la crise de financement des dettes publiques a souligné l'importance des interdépendances entre les pays, l'existence d'une monnaie unique oblige à trouver une gouvernance qui corrige les dysfonctionnements actuels que beaucoup d'économistes représentent comme un jeu non coopératif entre pays, qui conduit à de nombreux dilemmes du prisonnier.

Les candidats devaient aussi montrer quelles étaient les conditions théoriques pour qu'une union monétaire puisse faire face à d'éventuels chocs macroéconomiques asymétriques, et donc ils devaient rappeler les conditions pour que des pays soient une zone monétaire optimum au sens de Robert Mundell (mobilité des facteurs de production ou pour compenser celle-ci, solidarité budgétaire et fiscale). Ils pouvaient rappeler l'insuffisant respect de ces conditions à l'intérieur de la zone euro, tout en soulignant que la crise actuelle a sans doute accentué les transferts de main d'œuvre entre les pays (transferts que les tendances à la convergence économique freinaient au contraire) et ils pouvaient s'interroger sur l'amélioration de l'homogénéité du financement que pourrait apporter l'Union bancaire, sachant que celle-ci peut intégrer des banques hors de la zone euro.

Si la Zone monétaire optimale au sens de Robert Mundell fait partie des attentes en matière théorique, les meilleurs candidats devraient pouvoir comparer les critères de Robert Mundell

à ceux de Ronald McKinnon, liés au degré d'ouverture des économies, et à ceux de Peter Kenen qui supposent que dans une zone économique à monnaie unique la probabilité de chocs asymétriques diminue avec la diversification des activités dans chaque pays et avec l'augmentation du commerce intra branche par rapport au commerce interbranche. L'actualité révèle que le critère de Kenen n'est pas vraiment validé, et les candidats pourraient même se demander si la mise en place de l'euro n'a pas conduit à accentuer les spécialisations des pays au lieu de les diversifier, en favorisant les comparaisons de prix d'une région à l'autre de la zone. L'analyse de Jeffrey Frankel et Andrew Rose selon laquelle une zone monétaire peut devenir optimale *ex post* ne serait donc pas validée, ce qui confirmerait l'intérêt de la position défendue par Paul Krugman dans ses « *lessons of Massachusetts* ». Ils pouvaient montrer alors que la zone euro est une zone à plusieurs vitesses sur le plan industriel, d'où la tentation d'une partition entre une zone à euro fort et une autre à euro faible en adéquation avec les différents types de compétitivité et de spécialisation, en l'absence de politique d'homogénéisation suffisante des tissus productifs. Dans l'attente, la variable d'ajustement salariale nourrit le risque déflationniste.

Les candidats devaient également rappeler quelles étaient les attentes liées à l'unification monétaire, telles que les présentait par exemple le rapport Emerson : fin des incertitudes sur le taux de change ; disparition des coûts de transaction intra-zone ; achèvement du marché unique qui devrait stimuler la concurrence au bénéfice des acheteurs ; amélioration de la liquidité du marché financier de la zone euro, ce qui devrait diminuer les coûts de financement des acteurs de la zone ; l'Europe se dote d'une souveraineté supranationale en matière monétaire au lieu d'être une zone Mark ; l'euro pourrait concurrencer le dollar comme devise-clé, même si ce dernier objectif n'était pas nécessairement officiel, et ne fait pas l'unanimité aujourd'hui encore.

Les candidats devaient enfin rappeler qu'après des débuts qui étaient à certains égards prometteurs, l'euro occupe une place importante dans la crise qui frappe actuellement l'Europe. Les candidats devaient montrer dans quelle mesure, en s'appuyant sur de multiples travaux récents. La question de la politique monétaire menée par le BCE depuis sa création, et de ses inflexions devait bien évidemment trouver sa place dans la réflexion du candidat.

Les candidats devaient avoir conscience que la crise des dettes publiques déclenchée en 2010 a mis fin à une période où les convergences des taux d'intérêt offerts aux emprunteurs de la zone euro ne tenaient plus compte des divergences macroéconomiques caractérisant les différents pays de la zone. Si la crise de 2010 a amené certains économistes à souhaiter ou à redouter la disparition de l'euro, le coût de sortie de la zone euro pour un pays doit être appréhendé en intégrant l'élasticité prix de ses exportations mais aussi de ses importations dont le coût augmenterait fortement (la référence au théorème des élasticités critiques, pour montrer à quelle condition la perte de valeur de la monnaie nationale par rapport aux monnaies étrangères redresse le solde commercial, serait un apport théorique bienvenu mais non indispensable). Et il faut tenir compte enfin des opportunités de financement dont un pays pourrait disposer après être revenu à une monnaie nationale et des conditions de renégociations de la valeur de ses dettes internationales actuelles libellées en euros. Les candidats devaient avoir conscience que la sortie de la zone euro, qui n'est demandée à ce jour par aucun pays, n'est pas prévue dans les traités, et se ferait à l'initiative de la BCE plutôt que du pays concerné. Pour l'instant les défaillances partielles sur la dette publique grecque en 2011 et 2012 ont montré que l'Euroland pouvait trouver des adaptations dans l'urgence plutôt que de laisser s'enclencher un scénario de destruction partielle ou complète de la zone euro, qui ne semble donc pas tout à fait vraisemblable à court terme.

En revanche les candidats pouvaient se demander comment parvenir à sortir la zone euro des risques de récession où pourrait l'amener la déflation récente, si celle-ci se prolonge. Cette déflation peut s'expliquer à la fois par les décisions de la BCE dont les politiques non conventionnelles, une fois le taux d'intérêt directeur réduit à presque zéro, sont restées jusqu'en janvier 2015 dominées par le souci de ne pas laisser croître son bilan, donc de ne pas augmenter la base monétaire, malgré la faiblesse de l'inflation, mais elle s'explique aussi par le jeu non coopératif de pression à la baisse sur les prix internes à chaque pays pour stimuler ainsi des exportations. En effet, l'absence de possibilité de corriger les déséquilibres des balances courantes internes à la zone euro par des dévaluations monétaires a conduit pour l'instant les pays à privilégier la déflation intérieure pour maintenir des excédents courants élevés (les célèbres lois Hartz en Allemagne entre 2003 et 2005 en sont l'exemple le plus

connu), ou pour essayer de faire face dans l'urgence aux crises de financement (l'Espagne ou la Grèce ont mené des politiques de baisse des coûts et des dépenses publiques de nature déflationniste depuis 2010) ; les candidats devaient bien sûr souligner que ce risque de déflation - qui n'est peut-être pas imputable exclusivement à l'euro, et la récession provoquée par les mesures d'austérité imposées aux pays victimes de crise de financement à partir de 2010 - révèle les insuffisances de la construction institutionnelle européenne. Ils pouvaient alors souligner que la situation de crise récente a renforcé la volonté de contrôler la convergence des politiques économiques, nécessaire pour la viabilité d'une zone monétaire, tout en montrant que cette convergence s'était pour l'instant faite sur des politiques de restriction budgétaire pro cycliques. Ils pouvaient également indiquer que les effets pervers de ces politiques pro cycliques sont dénoncés de façon de plus en plus large : après les mises en garde d'économistes post keynésiens comme Paul Krugman dès 2012, dans une conférence relatée par le journal Le Monde (« *En Europe, l'inflation n'est pas le problème mais la solution.* » [...] « *L'Allemagne croit que la rectitude et la discipline budgétaire sont la solution, elle a tort* ») quelques mesures comme l'achat massif de dette publique par la BCE à partir de mars 2015, le projet de plan d'investissement Juncker de 315 milliards d'euros, vont dans le sens d'une plus grande solidarité budgétaire collective, conditions nécessaires selon Robert Mundell pour corriger les déséquilibres asymétriques d'une zone à monnaie unique. Il est trop tôt pour savoir si cela permettra de renforcer la solidarité dans la zone euro, en faisant converger les pays vers des mesures de soutien de la demande intérieure accompagnées de réformes structurelles renforçant l'homogénéité du financement des activités économiques dans la zone euro, ou si c'est le prélude d'une période déflationniste avec trappe à liquidités analogue aux deux décennies japonaises qui ont suivi le début des années 1990.

■ SUJET N°2

Pour analyser le sujet, les candidats doivent bien sûr avoir défini la globalisation financière, comme le développement d'un marché des capitaux à l'échelle mondiale, en avoir rappelé les principaux jalons historiques dans les années 1980 (les « 3 D » de Henri Bourguinat) et avoir souligné que l'ampleur de ce processus peut s'évaluer grâce à l'augmentation des flux d'échange de capitaux à l'échelle internationale, et par conséquent aussi par l'augmentation des stocks d'actifs détenus par des non-résidents. L'énoncé évitait aux candidats de s'interroger sur la première mondialisation - elle peut toutefois constituer une accroche de l'introduction - et l'amélioration de l'allocation du capital depuis les années 1980 devait s'entendre par rapport à la période qui précédait les années 1980, mais aussi de façon évolutive au cours de la période des années 1980 à aujourd'hui.

Tout comme pour le sujet sur l'euro, les candidats ne sont pas évalués sur leurs préférences idéologiques, donc sur les jugements qu'ils portent sur la globalisation financière, mais sur leur capacité à exposer des arguments étayés par des faits précis. Un optimisme béat sur l'efficacité de l'allocation du capital sans mention des multiples crises qui ont scandé les marchés internationaux des capitaux, avec des répercussions tantôt régionales (en Amérique latine ou en Asie du sud-est) tantôt mondiales (en 2008) serait toutefois peu compréhensible ; inversement l'affirmation que la globalisation financière n'aurait eu que des impacts négatifs sur l'allocation mondiale des capitaux, semblerait tout autant exagérée.

Les candidats devaient appliquer la « globalisation financière » à la fois à la sphère réelle du capital productif et au financement proprement dit. Ainsi, le sujet concernait autant les Investissements directs à l'étranger que les Investissements de portefeuille. Il convenait aussi de prendre en considération tous les acteurs impliqués, que ce soient les entreprises ou les institutions publiques, les pays développés, les pays émergents ou les autres PED.

La principale difficulté de l'analyse du sujet consiste à préciser en quoi consiste « l'amélioration de l'allocation du capital ». Celle-ci devait être entendue à l'échelle globale et non à celle d'une entreprise qui profiterait de la globalisation financière pour faire de l'optimisation fiscale : si les firmes multinationales peuvent considérer que l'intégration financière leur offre des opportunités d'alléger leur fiscalité, et donc que cela représente pour

elles une amélioration de leur situation, cela les conduit à avoir des comportements de passagers clandestins et à s'implanter dans des Etats dont elles utilisent les institutions, les infrastructures, et le capital humain sans contribuer à financer ceux-ci : ce comportement est trop peu viable pour les Etats, même les moins interventionnistes, pour être qualifié d'amélioration de l'allocation du capital.

La référence théorique la plus commode pour les candidats pour définir « l'amélioration de l'allocation du capital » est la théorie néoclassique de l'allocation optimale des facteurs sur des marchés de concurrence, en l'occurrence le marché du capital globalisé, à l'échelle mondiale. Les candidats devaient donc se demander si la globalisation financière a contribué à affecter le capital dans les pays et/ou dans les secteurs d'activité et/ou dans les entreprises, où sa productivité était la plus grande.

Cette interrogation devait être complétée en tenant compte des fonctions que joue la finance dans une économie, et des attentes suscitées par la globalisation financière : la finance devrait permettre les transferts intergénérationnels de capitaux, en évitant une thésaurisation improductive ; elle devrait permettre d'offrir aux agents qui offrent ou demandent des capitaux des produits diversifiés, qui protègent ceux qui le souhaitent contre les risques (variations des prix ou défaillances des paiements) ; la mondialisation des échanges est supposée améliorer la diversification des produits financiers et donc offrir des opportunités aux agents qui ont une forte aversion pour le risque de transférer celui-ci à des agents qui peuvent davantage le supporter. Enfin la globalisation financière est censée améliorer l'abondance de l'information véhiculée essentiellement par le prix des actifs, et les meilleurs candidats pouvaient se demander si cette abondance était susceptible de favoriser l'efficience informationnelle au sens d'Eugene Fama, c'est-à-dire si la globalisation permettait que les opérateurs prennent correctement en compte toute information susceptible d'influencer le prix d'un actif. A cet optimisme sur l'efficacité de l'allocation du capital par les marchés financiers répondent les thèses, que les candidats doivent connaître également, sur le manque de transparence de l'information, et sur le manque de rationalité dans l'utilisation de celle-ci, ou sur la manipulation de celle-ci par des institutions financières qui peuvent profiter de conflits d'intérêt et d'aléa moral. De plus les comportements mimétiques, de type spéculatif,

qu'ils soient jugés rationnels ou non, ne sont pas compatibles avec la stabilité des marchés financiers. Les candidats pouvaient développer ici les crises financières et l'instabilité des marchés : crises financières des émergents des années 1990, crise des NTIC et des subprimes. Cela leur donnait l'occasion de s'interroger sur les déterminants de l'allocation du capital via les marchés, qu'ils soient économiques, psychologiques ou purement financiers, et sur leur incidence sur l'efficacité de cette allocation.

Les théories néoclassiques de l'allocation des capitaux offrent l'avantage de fournir des prévisions factuelles à propos de l'affectation des capitaux, dont les candidats pouvaient se demander si elles avaient été vérifiées depuis les années 1980. Ainsi, selon la théorie du marché des fonds prêtables, la globalisation financière devrait apporter des capitaux dans les pays ou les régions où la dotation en capital est la plus faible, et la productivité marginale du capital élevée, et cela devrait donc stimuler la croissance de ces territoires. Par ailleurs, cette allocation devrait tendre vers un optimum de Pareto dans la mesure où le marché globalisé est plus concurrentiel que les marchés cloisonnés, cela suppose qu'il n'existe pas de capital inutilisé dans une perspective productive. De plus les candidats pouvaient également signaler que les capitaux devraient aller des pays vieillissants vers des pays à population relativement jeune, ce qui est supposé favoriser le financement des retraites des premiers, et ce qui, là aussi, devrait apporter des capitaux des pays riches vers les pays en développement, et stimuler la croissance de ces derniers. Les candidats pouvaient utiliser des éléments de théorie du cycle de vie pour associer pyramide des âges et structure de l'épargne, même si les prédictions de ces modèles sont très imparfaites comparées à l'évolution réellement observée de l'épargne en fonction de l'âge. Toutes ces théories prévoient donc une augmentation des flux de capitaux des pays développés vers les pays en développement, ce qui devrait permettre aux pays en développement d'accumuler des capitaux en brisant les cercles vicieux de la pauvreté, et devrait envoyer le capital là où il engendre le plus de productivité : tout cela peut être considéré comme une amélioration de l'allocation des capitaux.

Fondées sur les écarts de productivité du capital, ou sur la répartition de l'épargne mondiale, les prévisions précédentes étaient très mal vérifiées jusqu'aux années 2000 où l'écrasante majorité des IDE circulait de pays développés à pays développés, et les candidats pouvaient

mentionner à ce propos le « paradoxe de Lucas » (en ayant conscience que ce dernier surmontait le paradoxe qu'il avait proposé en soulignant que la productivité du capital ne pouvait suffire à attirer des IDE si elle n'était pas accompagnée d'un bon niveau de capital humain.) Tout au plus, au cours des années 1990, un nombre croissant d'IDE a été dirigé vers des pays émergents : les candidats pouvaient à cette occasion rappeler que l'expression « pays émergents » a précisément été forgée pour désigner des pays dans lesquels les investissements apparaissaient particulièrement rentables, mais c'était parce que la croissance de ces pays était déjà consolidée et rapide, et que les activités y étaient déjà diversifiées : les autres pays en développement semblaient alors plutôt laissés à l'écart des flux de capitaux, ce qui n'améliorait donc l'allocation des capitaux que de façon imparfaite et incomplète. Les candidats devaient toutefois également rappeler que depuis la crise des nouvelles technologies en 2001, et plus encore la crise des subprimes en 2007, les flux de capitaux vers les pays en développement prennent de l'ampleur. Toutefois les candidats devaient se demander si cette réallocation, impulsée par les crises financières, et parfois par la quête de matières premières, ne restait pas encore très partielle, puisque les pays les moins avancés ne reçoivent encore qu'une part infime des capitaux investis à l'étranger. Ils pouvaient aussi souligner le paradoxe des excédents commerciaux en provenance des émergents ou des pays rentiers en matières premières, recyclés dans la dette des pays avancés et s'interroger sur la pertinence de ce renversement des rôles, alimenté entre autres par les fonds souverains.

A ces réserves sur l'efficacité de la globalisation financière pour envoyer des capitaux dans les pays à fort potentiel de croissance puisque celle-ci est à peine lancée, les candidats pouvaient ajouter des considérations sur les conditions auxquelles l'entrée de capitaux extérieurs peut favoriser la croissance des pays concernés. Dès 2002, l'ouvrage de Joseph Stiglitz Globalization and Its Discontents (La Grande Désillusion) soulignait que les réformes imposées au nom du Consensus de Washington aux pays d'Amérique latine après 1982, et sans doute nécessaires pour certains des pays concernés dans les années 1980, avaient été plaquées abusivement dans un contexte macroéconomique inadapté aux pays d'Asie du sud-est après 1997, privant ces pays de capitaux, et retardant exagérément les possibilités de reprise de leur croissance.

Cela pouvait déjà donner à réfléchir aux candidats à propos des conditions dans lesquelles l'intégration financière a un impact favorable sur la croissance des pays. Depuis, les travaux de Ayhan Kose, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff et Shang-Jin Wei (« *Financial Globalization: Beyond the Blame Game : a new way of looking at financial globalization reexamines its costs and benefits* », 2007) ont recensé les effets de la globalisation financière favorable à la croissance des pays qui reçoivent des capitaux ; si ces effets étaient vérifiés, cela pouvait être considéré par les candidats, comme une amélioration de l'allocation du capital due à la globalisation financière : la nécessité d'attirer des capitaux extérieurs devrait en effet améliorer la qualité du financement local et les qualités des institutions financières locales, apporter une bonne gouvernance et contribuer à la stabilité des politiques économiques, ce qui devrait être favorable à la croissance. Toutefois ce rapport souligne aussi que l'intégration financière n'est favorable à la croissance qu'à certaines conditions, dont un certain niveau de développement et de solidité des institutions financières locales, et d'autres études du FMI lui-même ont encore davantage nuancé ces prédictions optimistes à propos des liens entre intégration financière et croissance. Les candidats peuvent connaître également le rapport d'Eswar Prasad, Raghuram Rajan et Arvind Subramanian, de 2007 lui aussi (« *The Paradox of Capital : is foreign capital associated with economic growth and, if not, why does it flow "uphill"?* ») selon ce second rapport, les pays émergents qui ont connu la croissance la plus rapide sont ceux qui ont instauré un contrôle des capitaux et se sont davantage appuyés sur leur épargne intérieure que sur l'entrée d'IDE. Les deux rapports précédents, rédigés avant le déclenchement de la crise des subprimes soulignaient l'un et l'autre les coûts pour la croissance provoqués par l'instabilité des capitaux internationaux : la méfiance dont peut être victime un pays après un événement qui retourne les prédictions optimistes des marchés financiers à son égard semble coûter davantage de perte de PIB que ce que l'apport de capitaux avant le retournement pouvait avoir fait gagner. La crise de financement subie par les pays européens considérés brutalement comme surendettés par les marchés financiers à partir de 2010, que les candidats devraient bien connaître, pouvait corroborer ces constatations et prévisions.

La rapidité du retournement des marchés financiers, et l'ampleur des crises financières,

bancaires et réelles qui en résultent, devaient amener les candidats à présenter des explications sur les raisons pour lesquelles la globalisation financière provoque de tels phénomènes, et sur les conséquences de cette volatilité des marchés financiers internationaux. Plutôt que des remarques ironiques sur l'incapacité des économistes à prévoir les crises, il serait constructif de la part des candidats d'essayer de montrer comment l'analyse économique permet de comprendre l'instabilité financière, tout en ne donnant pas pour autant de prévision précise sur les dates de retournement. Outre les auteurs keynésiens ou postkeynésiens qui s'inquiètent de l'irrationalité des marchés financiers, les candidats pouvaient même utiliser Von Hayek, qui estimait que plus un groupe social est important, plus sa rationalité est impuissante face à la complexité croissante des problèmes auxquels il doit faire face ; le groupe social peut alors se laisser aller à une « pensée magique », c'est-à-dire à des croyances infalsifiables au sens de Popper, non fondées sur des observations systématiques et rationnelles. Ces analyses pouvaient être complétées par celle de Michel Aglietta et Philippe Moutot (« *Le risque de système et sa prévention* », Cahiers économiques et monétaire, 1993) sur l'existence de risques systémiques provoqués par l'imperfection et l'incomplétude des marchés financiers globalisés.

Tout en supposant que les choix sur les marchés obéissent bien à des calculs rationnels, les candidats pouvaient également montrer que les investissements internationaux de portefeuille ont une ampleur plus importante que les investissements directs (qui ne sont pas eux-mêmes tous des investissements productifs.) En termes keynésiens, cela peut s'interpréter comme une forme de thésaurisation, lorsque les comptes des grandes entreprises révèlent que les entreprises cotées en bourse dégagent globalement des capacités de financement comme c'était le cas avant 2007 par exemple. L'essor des marchés financiers s'accompagne en effet de la tentation pour les entreprises, et plus généralement les détenteurs de capitaux, de la recherche de gains spéculatifs peu compatibles avec les investissements productifs (les candidats friands d'analyse pouvaient à cette occasion définir non seulement la notion de spéculation au sens de Kaldor et Keynes, mais aussi les effets de levier). Les crises financières viennent effacer tout ou partie de ces rentes et plus-values financières, et elles pourraient être interprétées à ce titre comme les corrections nécessaires

pour que l'allocation des capitaux soit périodiquement réorientée vers les investissements productifs, mais comme la mondialisation des marchés entraîne des reflux durables de capitaux hors de certains pays, la perte de croissance qui en résulte ne peut guère être considérée comme efficace.

Les faits observés en matière de mouvements internationaux de capitaux devaient donc amener les candidats à souligner la nécessité d'encadrer la globalisation des capitaux par une régulation internationale, mais aussi spécifique à chaque pays ou ensemble de pays, pour éviter que la volatilité financière n'anéantisse les gains d'efficacité dans l'allocation des capitaux obtenus grâce aux transferts internationaux. Les candidats pouvaient ici évoquer les difficultés de cette gouvernance, liées au phénomène de passager clandestin et au manque de transparence des activités hors périmètre des banques commerciales, au shadow banking, et aux innovations financières. A cela s'ajoutent les contraintes liées au marché des changes, véritable caisse de résonance du marché financier. Les candidats pouvaient développer les règles prudentielles mises en place et s'interroger sur leur efficacité.

PLANS ENVISAGEABLES

■ SUJET N°1

Le sujet tel qu'il est libellé ne propose pas nécessairement un plan, mais invite à problématiser autour de la question « fallait-il faire l'euro ? » Les candidats pouvaient donc choisir de se contenter de suivre l'énoncé et adopter un plan à peu près chronologique retraçant les étapes de la construction et du fonctionnement d'une monnaie unique marquées par les mutations économiques nationales, régionales et mondiales. Il fallait néanmoins chercher à articuler les deux questions du sujet, et ne pas négliger l'une des deux. Le plan en deux parties qui juxtaposait simplement l'histoire descriptive de la mise en place de l'euro, puis la situation de crise actuelle en omettant la période entre 1999 et 2010 n'était donc pas suffisant pour bien traiter le sujet. Le plan pouvait être chronologique à condition de ne pas omettre certaines périodes, ou certains problèmes posés par le fonctionnement de la zone euro. Certains candidats ont donc réussi des copies honorables avec le plan : 1) historique (non lacunaire) de l'euro ; 2) situation actuelle ; 3) améliorations futures ou remise en cause.

Les étudiants devaient penser à montrer comment la réalisation de l'euro a simplifié le financement de la zone euro avant de révéler les insuffisances et effets pervers de sa gouvernance. Cela pouvait donner un plan du type suivant :

1) La réalisation d'un marché unique était relativement aisée en systèmes de changes fixes, mais devient très compliquée en système de changes flottants, d'où les essais de stabilisation du serpent monétaire, puis du système monétaire avec l'ECU, essais infructueux, remplacés par l'euro ;

2) Le choix d'une monnaie unique aurait dû renforcer la convergence des pays de la zone : en effet la théorie des Zones Monétaires Optimales illustre les règles à mettre en œuvre pour régler les problèmes d'un Etat victime d'un choc asymétrique et montre que renforcer la convergence des Etats via les politiques économiques est nécessaire pour qu'une monnaie unique soit viable ;

3) La zone euro est restée hétérogène et les crises qu'a engendré cette hétérogénéité amènent à choisir entre le refus de la monnaie unique, ou l'amélioration de sa gouvernance qui pose la question de la souveraineté nationale : faute d'un choix clair entre fédéralisme supranational et maintien des souverainetés nationales, les solutions aux crises se font in extremis, ce qui est coûteux et périlleux.

■ SUJET N°2

La plupart des candidats ont adopté un plan trop banal du type : 1) les effets positifs de la globalisation financière sur l'allocation du capital ; 2) les effets négatifs de la globalisation financière sur cette allocation. Ce plan était acceptable sans être remarquable !

Un plan plus élaboré a été adopté par bon nombre de bons candidats :

1) La globalisation financière conduit à une plus grande efficacité dans l'allocation du capital en tenant compte de l'équilibre entre offre et demande de capital, des rendements, de la localisation géographique.

2) La globalisation financière, en raison d'incertitudes sur l'information, conduit à des défauts d'allocation, sources de crises dont l'ampleur et l'origine ont pu évoluer depuis les années 1980, mais qui pénalisent plus que nécessaire l'investissement productif.

3) Les défauts d'allocation auxquels conduit la globalisation financière ont amené les pouvoirs publics à chercher à en limiter les excès (réglementations prudentielles) et les abus (optimisation fiscale, inégalités des patrimoines), mais c'est complexe à l'échelle mondiale, et nécessite un renouvellement fréquent des règles prudentielles que la globalisation rend vite caduques.

RAPPORT

Parmi les 3029 candidats, 61% ont choisi le premier sujet, et donc 39% le second sujet. La moyenne des notes obtenues pour le premier sujet est de 10,47 et celle pour le second sujet est de 10,67. La moyenne pour l'ensemble des sujets est de 10,56.

Il est possible que la légère préférence des candidats pour le premier sujet soit dû au fait que celui-ci leur a paru plus proche d'une question de cours, mais ils ont pourtant souvent perdu des points sur ce sujet faute d'une maîtrise suffisante de leurs connaissances historiques, et faute de savoir exposer les notions d'analyse économique qu'ils mentionnaient. Les candidats les plus brillants ont peut-être préféré un peu plus souvent prendre le second sujet plutôt que le premier. Ce premier sujet a donc été légèrement moins réussi que le second, puisque seules 50% ont obtenu une note supérieure ou égale à 10 pour le premier sujet, contre 52,1% pour le second. Et 12,4% des copies ont obtenu une note supérieure ou égale à 16 pour le premier sujet, contre 14% pour le second. (18% des copies ont obtenu une note supérieure ou égale à 15 pour le premier sujet, et 19,5% pour le second.)

Ces écarts sont néanmoins faibles, et peut-être peu significatifs. La proportion de copies ratées est la même pour les deux sujets : 17% des copies ont eu une note inférieure ou égale à six, quel que soit le sujet.

Les correcteurs semblent avoir trouvé le second sujet encore plus discriminant que le premier, mais les deux sujets semblent s'être bien prêtés à une hiérarchisation des copies.

■ APPRÉCIATIONS GÉNÉRALES DES CORRECTEURS

Les candidats ont dans l'ensemble respecté la forme de la dissertation en présentant de façon distincte introduction, plan apparent et conclusion. La plupart des candidats ont pris la peine de rédiger des transitions pour relier logiquement les parties entre elles, ce qui est nécessaire dans une dissertation.

Les copies totalement indigentes ont été rares, et plus nombreuses pour le premier sujet que pour le second. Pourtant les connaissances des candidats semblent incomplètes et/ou mal

maîtrisées dans un grand nombre de copies.

Les candidats ne pensent pas assez souvent à mobiliser les notions du programme qui devraient leur permettre de traiter les sujets : les candidats qui ont vraiment analysé la notion de zone monétaire optimale nécessaire pour traiter le premier sujet sont trop peu nombreux par exemple. Beaucoup d'épisodes historiques, ou de périodes entières manquent dans de nombreuses copies.

Les candidats ne définissent pas non plus assez systématiquement les notions qu'ils mentionnent, comme les investissements directs à l'étranger et les investissements de portefeuille, parfois nommés, mais pas toujours définis dans le deuxième sujet. De même ils mentionnent des auteurs sans expliquer les arguments de ceux-ci, et confondent argumentation et accumulation de citations, ces dernières étant de surcroît parfois approximatives et/ou peu intéressantes.

■ LES ERREURS LES PLUS FRÉQUENTES

Sujet N°1

Le sujet a été mal défini : beaucoup de candidats ont traité de l'histoire de la construction de l'euro, mais ne se sont pas vraiment interrogés sur les scénarios plausibles auxquels est confrontée actuellement l'Union européenne. En cela ils n'ont pas véritablement traité le sujet demandé.

Faute de connaissances historiques solides, les candidats ont confondu la construction européenne, ou ses projets plus ou moins aboutis, et la construction de l'euro. Pour certains la construction d'une union monétaire aurait déjà été pressentie par Victor Hugo, car ils assimilent automatiquement, à tort, aspiration à une union politique et construction d'une monnaie unique ; pour d'autres, plus nombreux, c'est la typologie des accords régionaux de Bela Balassa qui est la preuve que la construction européenne devait automatiquement suivre successivement les différentes formes d'accords définis par Balassa : d'une part l'histoire est moins linéaire qu'ils ne la présentent, et d'autre part ces candidats ne semblent pas avoir

perçu que les zones de libre-échange et les unions douanières sont des situations alternatives plutôt que des étapes successives.

Les copies comportent beaucoup d'ellipses et d'omissions historiques fâcheuses. S'il ne fallait pas faire remonter la construction d'une monnaie unique trop loin dans le temps, il ne fallait pas non plus la faire apparaître ex nihilo lors de la signature du traité de Maastricht en 1992. Beaucoup de candidats oublient le plan Werner, confondent le Serpent monétaire et le Système monétaire européens, ou souvent ne mentionnent ni l'un, ni l'autre. Une fois arrivés à l'euro, les candidats auraient dû évoquer les enjeux non seulement commerciaux, mais aussi monétaires et financiers de l'adoption d'une monnaie unique. De plus, pour beaucoup de candidats, il n'y a rien à dire sur ce qui s'est passé entre 1999 et 2010, comme si les premières années d'existence de l'euro n'avaient pas eu d'importance : de tels raccourcis temporels sont bien sûr lacunaires et fâcheux. Il est également incomplet de réduire les contraintes imposées par l'euro à des difficultés d'exporter faute de pouvoir laisser se déprécier librement la monnaie pour chaque pays de la zone euro. Enfin, signalons que plusieurs candidats ne semblent pas suivre l'actualité et parlent d'une surévaluation de l'euro (notion qu'il était souhaitable de définir) sans mentionner l'affaiblissement récent de celui-ci.

Beaucoup de candidats ont récité la liste des critères définis à Maastricht, puis revus lors du Pacte de Stabilité et de Croissance, sans s'interroger sur les raisons d'être de ces critères. Si les valeurs retenues lors de la mise en place de ces critères sont en partie anecdotiques, il était nécessaire d'essayer de rappeler les arguments théoriques qui avaient amené la mise en place de critères de convergence.

Les candidats sont en principe maîtres de ce qu'ils écrivent, et ils devraient avoir conscience de ce qu'ils savent au lieu de se lancer dans des affirmations hasardeuses. Le nombre de pays membres de la zone euro, la date de mise en circulation de l'euro fiduciaire sont souvent mentionnés de façon erronée. Prendre du recul pour réfléchir à ce qu'ils écrivent, puis relire leur copie pourrait éviter quelques bévues. Par exemple affirmer que la zone euro a subi une désinflation à cause de la monnaie unique dans les années 1990, avant même que l'euro n'existe, est très surprenant.

Enfin les candidats citent des auteurs de manière très allusive, en sous entendant que le lecteur les a compris, et en se dispensant d'expliquer (par exemple : « pour qu'une monnaie unique puisse fonctionner, il faut que l'on soit dans une zone monétaire optimale, selon Mundell », c'est tout). Citer les auteurs ou les notions sans les expliquer est inutile, et même agace le lecteur.

Sujet N°2

Dans certaines copies (parmi les moins bonnes) les candidats n'ont pas compris le sujet et ont parlé de l'augmentation des inégalités dues à la mondialisation : c'était un contresens, heureusement minoritaire parmi les candidats.

Souvent les candidats n'ont pas tenu compte de l'expression « amélioration de l'allocation du capital » lorsqu'ils ont traité le sujet. Les candidats décrivent souvent les différents aspects de la globalisation financière, sans suffisamment s'intéresser à ce que l'on peut en attendre : ils ne traitent donc pas de la question de savoir si celle-ci est susceptible d'améliorer l'allocation des capitaux, faute de dire en quoi consisterait cette amélioration.

Même lorsqu'ils ont essayé de définir l'allocation optimale du capital, beaucoup de candidats l'ont fait dans l'absolu, sans tenir compte de la dimension historique du sujet : autrement dit, ils n'ont pas tenu compte du mot « amélioration » et n'ont pas pris en compte les transformations dans l'allocation des capitaux. Les candidats ont souvent confondu la notion « d'amélioration » avec celle « d'efficacité ». Lorsqu'ils ont tenu compte du mot « amélioration », ils ont parfois comparé l'allocation du capital dans les années 1980 à celles des années 1970, et, dans ce cas, ils ont surtout insisté sur les ralentissements de l'inflation, mais ils ont rarement pris en compte les transformations des années 1980 à nos jours.

Les candidats manquent souvent de références empiriques, surtout lorsqu'il s'agit d'évoquer des aspects positifs de la globalisation.

Les candidats sautent souvent des prémisses aux conclusions d'une théorie de manière incompréhensible : les mécanismes qui permettent de comprendre les conclusions ont disparu de l'argumentation dans de trop nombreux cas et les candidats affirment par exemple

que les marchés sont efficaces (ou a contrario qu'ils bloquent durablement la croissance) sans expliquer ce que cela signifie.

■ LES BONNES IDÉES DES CANDIDATS

Sujet N°1

Des rappels sur les problèmes de paiement posés par la disparition du système de Bretton Woods étaient les bienvenus, mais rappeler le plan Werner était encore mieux. Certains candidats sont allés jusqu'à se demander si l'Union européenne des paiements n'était pas mieux capable d'équilibrer les balances courantes que ne pouvaient le faire les critères de convergence mis en place à partir du traité de Maastricht. L'idéal aurait été de se rappeler que cette Union fonctionnait dans le cadre d'un contrôle des changes pour relativiser la portée de la comparaison.

Montrer comment les tentatives d'accentuer la compétitivité intérieure à la zone euro en faisant pression à la baisse sur les coûts de production de tel ou tel pays était une bonne chose, surtout si les candidats distinguaient les stratégies de l'Allemagne des mesures de réaction d'urgence à la crise prise par exemple en Espagne ou en Grèce depuis 2010.

Distinguer la compétitivité extérieure à la zone euro qui dépend bien du taux de change de l'euro et celle interne à la zone euro était nécessaire, et pertinent. Certains candidats ont complété ces considérations sur les liens entre taux de change et solde commercial en évoquant les élasticités prix des importations et des exportations, et en expliquant leur rôle (ce qui était plus intéressant que de mentionner l'existence du théorème des élasticités critiques sans rien en dire après l'avoir cité).

Sujet N°2

Certains candidats ont montré que les échanges internationaux de capitaux ne sont pas immuables des années 1980 à nos jours, et ils ont évoqué les crises financières, en mentionnant des crises financières de première, deuxième et troisième générations : cela a évidemment été valorisé, mais cela l'a été si le candidat a pris la peine de caractériser rapidement ces types de crises au lieu de se contenter de les mentionner sans autre explication.

Certains candidats ont expliqué que la diversification des produits financiers permettait en théorie de mieux répondre aux demandes des épargnants et des investisseurs : c'était un bon début ; il ne fallait pas hésiter à aller un peu au-delà de cette affirmation et à présenter la diversification des produits financiers. Quelques rares candidats ont évoqué la différence entre les marchés d'actions et les marchés d'obligations.

Les candidats ont montré que, comme la globalisation financière avait entraîné des effets pervers, pour améliorer l'allocation du capital, il fallait surveiller les marchés financiers et tenter de réglementer pour éviter les crises (c'est l'affaire de la réglementation prudentielle) ou les abus (il faut éviter l'optimisation fiscale ou freiner l'excès de concentration des capitaux.) Certains candidats maîtrisent bien les notions d'aléa moral ou de sélection adverse, et montrent, après avoir défini ces notions, en quoi elles nuisent à l'efficacité de l'allocation du capital.

■ CONSEILS AUX FUTURS CANDIDATS

Dans l'ensemble les copies sont lisibles et soignées, ce dont nous félicitons les étudiants. Pour ceux dont l'écriture est difficile à lire, nous rappelons que le choix d'une encre la plus foncée possible améliore, autant que faire se peut, la lisibilité.

Pour beaucoup de copies en revanche l'orthographe est défaillante : les étudiants doivent prendre le temps de relire leur copie, et éviter une fréquence de fautes trop élevée, s'ils ne veulent pas agacer leur lecteur et perdre des points ; les fautes de syntaxe sont heureusement plus rares que les fautes d'orthographe proprement dites, mais elles sont encore moins

tolérables que ces dernières.

Le correcteur attend aussi le respect de règles de typographies basiques et simples : il ne doit pas y avoir d'apostrophe en fin de ligne, ni de virgule en début de ligne. En français les césures doivent se faire suivant des règles que le candidat ignore souvent : mieux vaudrait éviter de faire des césures, dont la multiplication rend la lecture de la copie peu agréable. Enfin, les guillemets doivent être réservés aux citations, et ne doivent pas servir à excuser une expression familière ou approximative (dans ces cas-là, ils n'excusent rien, ils soulignent seulement la maladresse.)

La relecture est également indispensable pour combler les blancs laissés à la suite de l'utilisation d'un correcteur, ou pour éliminer les lapsus qui peuvent engendrer des contresens.

Les abréviations non officielles ne doivent pas être utilisées. Et lorsqu'un candidat utilise un sigle, il devrait essayer de donner sa signification ; sinon il risque d'oublier lui-même celle-ci et de parler par exemple « d'anciens PECO », comme si les Pays d'Europe Centrale et Orientale s'étaient déplacés depuis qu'ils ont intégré l'Union européenne.

Dans l'introduction les candidats doivent analyser l'ensemble des termes du sujet avant de définir la problématique. Ils ne doivent pas se contenter de définir ceux dont le sens leur paraît relativement facile. Ce sont les termes dont la définition prête à discussion sur lesquels ils doivent au contraire s'attarder le plus. Cette année, pour le deuxième sujet par exemple, beaucoup de candidats ont défini la globalisation financière, mais n'ont pas cherché à expliquer ce qu'était l'amélioration de l'allocation du capital, alors que c'était la question cruciale du sujet. Pour beaucoup de candidats, un effort plus poussé pour définir la problématique du sujet serait donc souhaitable en introduction.

La présence de schémas explicatifs est bienvenue dans les copies à condition qu'il s'agisse de véritables schémas, et non pas de l'emploi de quelques symboles qui se substituent seulement à une phrase convenablement rédigée. De plus un schéma ne doit pas être présenté sans commentaire : il doit non seulement être complet et doté de légendes et d'annotations, mais il doit aussi être expliqué dans le cours du devoir à l'aide d'un texte clairement rédigé.

Le fait de remplacer des expressions françaises par leur équivalent anglais peut faire plaisir

aux candidats, mais cela ne doit pas les dispenser de donner la signification de la notion qu'il mentionne : une traduction dans une langue étrangère ne constitue pas une définition, encore moins une explication.

Chercher à placer des citations n'apporte rien à une copie, si les citations ne sont pas pertinentes. Les candidats doivent de plus renoncer à citer les résultats ou recommandations de tel ou tel auteur sans présenter les raisons pour lesquelles cet auteur a abouti aux conclusions mentionnées ; s'abriter derrière l'autorité d'un auteur ne peut en aucun cas tenir lieu d'argumentation.