

# DES LENDEMAINS DE CRISE INCERTAINS ? Michel FRIED

La présente note est un complément à notre note : « Crise du coronavirus : une crise sans précédent ? » publiée en septembre 2020 sur le site de Lasaire.

#### **Sommaire**

- -Un abandon probablement provisoire des politiques économiques et financières orthodoxes
- -L'empirisme des politiques mises en place pour gérer la crise ouvre un violent débat idéologique
- -Le bilan mitigé du quantitative Easing (QE)
- -Annuler une partie des dettes publiques détenues par la BCE pour dégager un espace de croissance
- -Mettre en place une réforme des politiques publiques sortant la zone euro d'une logique structurelle déflationniste
- ANNEXE

1

La vision du monde de l'après crise a beaucoup évolué en quelques mois. La Banque Centrale Européenne a interrogé les grandes entreprises européennes sur les traits marquants du monde d'après crise, qu'elle résume comme un « retour à la normale »¹ Cette enquête décrit le monde de demain comme un monde où les ¾ des entreprises survivantes seraient devenues plus résistantes et plus efficientes notamment parce qu'elles auraient accru l'utilisation des technologies numériques et où leur activité se pratiquera dans des secteurs qui se seront fortement concentrés, surtout du fait de l'augmentation des fusions-acquisitions ; dans ces conditions leur productivité serait accrue du fait des suppressions d'emploi ; la majorité des entreprises ne prévoit ni d'internaliser leurs chaînes de production, ni de les relocaliser. Globalement, les grandes entreprises estiment donc que la crise aura d'abord eu un effet de purge et que, dans le monde de demain, leur activité se déroulera dan un univers moins risqué. Si cette vision inspire les stratégies des grandes entreprises, elle laisse prévoir une période où les questions d'emplois et de chômage se poseront de façon aiguë.

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> « Les effets à long terme de la pandémie » Encadré Bulletin BCE n°8, 2020

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Natalia Martin et Isabelle Moder « Les cicatrices laissées sur l'économie mondiale par les crises passées »

Les grandes entreprises semblent donc sous-estimer les conséquences de la crise. Une étude empirique récente de la BCE <sup>2</sup> montre que les crises passées, lorsqu'elles résultaient de déséquilibres affectant directement l'économie réelle avaient toutes chances d'être plus longues à résoudre que les crises antérieures ayant leur origine dans la sphère financière. Cette étude définit la crise du coronavirus comme une crise dont les causes profondes se situent dans l'économie réelle, ce qui la différencie de la crise de 2008 ; le retour à la normale, qui supposera des réformes structurelles importantes, risque d'être plus lointain que ce qui est généralement anticipé aujourd'hui.

Ces éléments incitent à penser, qu'une fois passé le rebond technique inhérent à toutes les périodes de sortie de récession, la croissance de l'économie européenne retrouvera l'atonie qui la caractérisait depuis 15 ans. Ce constat incite à s'interroger sur l'efficacité des politiques économiques, politiques monétaires et politiques budgétaires de l'Europe à changer cette donne.

La présente note examinera successivement les transformations récentes de ces politiques ainsi que les réformes actuellement en débat et conclura que, faute d'une transformation profonde de la nature de l'UE, les tendances déflationnistes pourraient rester prégnantes.

### UN ABANDON PROBABLEMENT PROVISOIRE DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES ORTHODOXES

Dès que la gravité de la pandémie a été confirmée, les 27 ministres des finances de l'UE ont décidé, le 23 mars 2020, la suspension sine die du Pacte de stabilité et de croissance qui encadrait les politiques budgétaires des pays de l'UE et l'assouplissement du régime des aides publiques aux entreprises. Pour sa part, la BCE a d'abord refusé de s'inscrire dans ce mouvement de réforme, sa nouvelle présidente, Christine Lagarde qui avait succédé en octobre à Mario Draghi, déclarant que la BCE « n'était pas là pour réduire les écarts de taux entre les pays de la zone euro ». La déclaration de la présidente de la BCE a été interprétée par les marchés financiers comme le refus de la banque centrale de soutenir les pays en difficulté, notamment l'Italie, ce qui a provoqué un fort recul des marchés financiers ; le 24 mars, la BCE a rectifié sa position et Christine Lagarde a déclaré lors de la réunion des ministres des finances européens « la solidarité [entre les pays de l'UE] peut être aussi contagieuse que le virus », ce qui permettra de mettre en œuvre un plan de relance européen financé en partie par une dette émise au nom de l'UE. Le dernier sursaut en faveur du maintien des politiques orthodoxes viendra de l'Allemagne, dont le ministre des finances, d'obédience CDU, Peter Altmayer, déclarera « Je recommande la prudence quand des concepts apparemment nouveaux sont présentés qui, en réalité, ne sont que le recyclage d'idées rejetées depuis longtemps ». Malgré les réserves de quelques pays européens, toutes les institutions concernées déclarent que la voie est libre pour mettre en œuvre une politique économique plus audacieuse que celle qui avait été déployée lors de la crise des subprimes en 2008.

Toutefois si la Commission Européenne a approuvé la mise en place des programmes d'urgence et de soutien des pays européens, elle en a posé, dès novembre 2020, les limites: ces programmes devront être revus dès la fin de la pandémie « car les risques de déséquilibre apparaissent en croissance dans les Etats qui en connaissaient déjà avant la pandémie » : deux grands pays européens semblent particulièrement visés par la Commission, la France et l'Italie ; ainsi concernant la France, la Commission s'inquiète du fait que certaines mesures telles que les hausses de salaires accordées au personnel soignant des hôpitaux et la baisse des impôts sur la production dont bénéficient les

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Natalia Martin et Isabelle Moder « Les cicatrices laissées sur l'économie mondiale par les crises passées » Bulletin BCE n°8, 2020

entreprises « ne semblent être ni temporaires ni compensées ». La Commission souligne qu'en raison de l'importance de leur dette publique, 12 pays européens, dont la France, feront l'objet d'un examen approfondi au printemps 2021 dans le cadre du Semestre européen; cependant, en raison du rebond de l'épidémie constatée fin 2020, l'examen par la BCE de la situation de ces pays devrait être moins sévère que la Commission ne l'annonçait au printemps 2020, les entorses provisoires à l'orthodoxie monétaire et surtout budgétaire devraient ainsi être plus longtemps tolérées<sup>3</sup>.

#### Encadré 1

#### La BCE maintiendra ses mesures non orthoxes tant que la crise perdurera

En décembre 2020, le conseil des gouverneurs de la BCE a recalibré ses mesures de politique monétaire afin de préserver des conditions de financement favorables tant que la crise ne sera pas résorbée et que la cible d'inflation proche de 2% n'aura pas été atteinte. La BCE qui avait mise en place une politique monétaire hétérodoxe dite de quantitative easing (QE) pour gérer la crise des subprimes accentue donc sa spécificité mais toujours de façon temporaire

- <u>-Les taux directeurs</u> resteront à leurs niveaux actuels ou plus bas tant que la cible d'inflation ne sera pas atteinte
- -L'enveloppe des <u>achats de titres spécifiquement destinés à lutter contre la pandémie</u> (Pandemic .Emergency Purchase Programme) fixée initialement en mars 2020 à 750 Md€ a été portée en janvier 2021 à 1850 Md€. Les achats nets au titre du PEPP se poursuivront au moins jusqu'à mars 2022 ou audelà, jusqu'à ce que le conseil des gouverneurs estime que la crise est achevée\*. On notera que dans le cadre de ce programme, la BCE est exonérée du respect de deux règles essentielles : l'interdiction de détenir plus du tiers de la dette publique d'un Etat-membre et de l'obligation de répartir ses achats entre les différents Etats-membres en fonction de leur poids dans le capital de la BCE (La Banque de France détient 18,6% du capital de la BCE).
- le refinancement à des conditions exceptionnelles des banques (TLTRO 3) est prolongé d'un an jusqu'en juin 2022. Ces prêts sont accordés par la BCE aux banques commerciales sous condition de l'augmentation de leurs encours de prêts éligibles aux agents privés à des conditions attractives. ; les bénéficiares de ces prêts peuvent les utiliser pour financer leurs investissements ou accroître leur trésorerie
- <u>Les achats nets d'actif dans le cadre du programme Assets Purchase Programme (APP)</u> se poursuivront « aussi longtemps que nécessaire » au rythme mensuel de 20 Md€. L'enveloppe APP était le support des opérations de QE de la BCE).

Au final, les achats de dettes publiques réalisés par la BCE représentent presque la totalité du surcroît d'endettement des pays de la zone euro.

<sup>\*</sup>Toutefois en janvier 2021, 1000 Md€ restaient disponibles sur cette enveloppe

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> On notera que les principaux chroniqueurs économiques du quotidien Le Monde, Eric Albert, Cecile Boutelet, Jérome Gautheret et Virginie Malingre intitulaient leur article du 28 mars 2020 présentant les réformes envisagées par les institutions européennes « Les trois semaines qui ont chamboulé l'orthodoxie économique européenne » ...

# L'EMPIRISME DES POLITIQUES MISES EN PLACE POUR GÉRER LA CRISE OUVRE UN VIOLENT DÉBAT IDÉOLOGIQUE

La dette publique a explosé en 2020 dans tous les pays développés. L'économie française, qui se situe à mi-chemin entre les pays vertueux et les pays du « Club Med », en 2020, pour la première fois de son histoire, l'Etat français, a ainsi financé ses dépenses autant par la dette que par les ressources fiscales : les ressources procurées par l'endettement se sont élevées à 260 Md€ et les recettes fiscales à 256 Md€. En 2019, la dette publique représentait 98% du PIB, en 2020, elle en représentait près de 120%. Le plafond de dette de 60% fixé par le traité de Maastricht est un souvenir lointain et le pari du président Macron énoncé en mars 2020, « sauver notre économie quoiqu'il en coûte », ne nous aura pas coûté trop cher : la charge de la dette publique, qui était de 38 Md€ en 2018, sera stabilisée en 2021 et en 2022 à environ 36Md€. Le pari français a donc été gagné grâce à l'adoption par la BCE d'une politique monétaire quasi-hétérodoxe, le « quantitative easing (QE) », qui a permis de maintenir les taux d'intérêt à long terme à un niveau légèrement négatif.

France-Composantes du déficit public de l'Etat\*

(Md€)	Prévues (LFI)	Réalisées	Soldes	
1-Recettes	306,1	256,0	-50,1	
dont : TVA	126,1	113,0	-13,1	
IS	48,2	36,3	-11,9	
IR	78,6	74,0	-4,6	
Taxe conso. Energie	14,5	8,8	-5,7	
2-Dépenses	399,2	434,2	+35,0	
dont: mesures d'urgence	-	41,8	+41,8	
Solde (1)-(2)	93,1	178,2	85,1	

<sup>\*</sup>Le déficit de l'Etat ne comprend ni le déficit de la sécurité sociale ni celui des collectivités régionales

Les différentes mesures mises en avant pour rendre supportable l'expansion des dettes publiques des pays de la zone euro nécessitent qu'une réponse claire soit enfin apportée à la définition des contraintes budgétaires imposées par les traités européens. Le plafond de l'endettement public des pays de la zone euro, au-delà duquel les effets négatifs sur la croissance l'emportent sur les effets positifs, reste officiellement fixé à 60% du PIB par le traité de Maastricht (1992). Cependant les travaux empiriques de Carmen Reinhart (actuelle économiste en chef de la Banque Mondiale) et de Kenneth Rogoff (ancien chef économiste du FMI) concluaient, en avril 2013, à l'existence d'un plafond d'endettement public fixé à 90% du PIB, référence qui s'est imposée temporairement durant quelques mois<sup>4</sup> et enfin les institutions européennes considèrent que le plafond de la dette publique acceptable temporairement pour gérer la crise du coronavirus est de 120 à130% du PIB.

Les statuts de la BCE, à la différence de ceux de la FED, ne lui fixent pas un objectif de soutien de la croissance, son objectif principal étant la stabilité des prix (article 127 du TFUE); elle peut, cependant, de façon annexe, apporter son soutien à la réalisation des objectifs de politique générale fixés par l'UE à condition que ce soutien n'affaiblisse pas la réalisation de son objectif principal et, par ailleurs, elle n'est pas autorisée à soutenir des objectifs de politique générale différents de ceux de l'UE. Enfin les traités européens interdisent (article 125) le financement d'un Etat-membre par une

\_

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> En fait ce plafond était le résultat d'une erreur de calcul que les auteurs ont reconnu.

institution européenne et ne permettent de déroger à cette interdiction (article 122) que si un Etat « connait des difficultés ou une menace sérieuse en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle »<sup>5</sup>.

Le ministre délégué aux comptes publics, Olivier Dussopt, vient de créer une commission chargée de réfléchir à la « rénovation du cadre de gouvernance et des outils de pilotage des comptes publics », précisant que "penser qu'on peut ne pas rembourser cette dette [publique] est un débat d'illusionniste"<sup>6</sup>, tandis que Bruno Lemaire, ministre des finances précisait pour sa part qu'il n'était pas question d'accroître les impôts<sup>7</sup>. Ces déclarations ont cependant été faites fin novembre 2020, alors que la fin de la pandémie semblait proche.

La logique institutionnelle de l'UE instaure donc une autonomie relative des objectifs assignés à la politique économique de l'UE : aux gouvernements, la responsabilité des politiques budgétaires et à la BCE, celle des politiques monétaires et de la régulation des banques<sup>8</sup>. Les traités européens font donc obstacle à l'efficacité des politiques économiques, notamment lors des situations de forte interdépendance entre les objectifs monétaires et budgétaires, caractéristique en particulier des situations de déflation comme celle que connait l'UE depuis plus de dix ans (encadré 2 et annexe ciaprès)<sup>9</sup>.

Le débat sur les politiques publiques est donc biaisé par le fait que la théorie économique, ainsi que les études empiriques, sont dans l'incapacité d'expliciter les limites de l'endettement public. Les analystes libéraux postulent que la dette publique est par essence défavorable parce qu'elle pèsera sur les générations futures et donc qu'il convient de l'encadrer. L'idée de bon sens généralement admise est qu'un Etat peut accroître son endettement tant que sa solvabilité n'est pas entamée ; or cette idée est étrangère aux traités européens, qui imposent aux Etats une limite à leur endettement, exprimée en pourcentage du PIB.

Certains analystes, comme l'ancien économiste en chef du FMI, Olivier Blanchard, ont cependant tenté sans succès de remplacer le ratio dette publique/PIB par le ratio charge d'intérêt de la dette

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> Cette clause échappatoire est le fondement des plans de soutien actuellement définis pour lutter contre les conséquences de la crise du coronavirus ; elle explique pourquoi la plupart des mesures ne sont accordées que de façon temporaire.

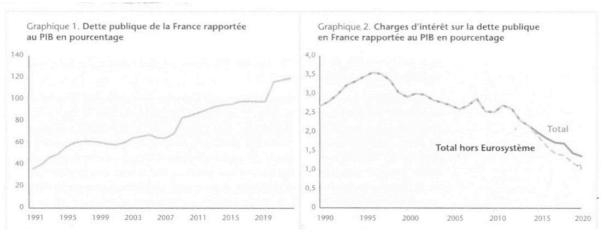
<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> Dans une interview aux Echos du 21/1/2021, il préconisera la fin du « quoi qu'il en coûte » présidentiel dès 2021, à moins que la pandémie et la crise ne persiste encore.

<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> Citations publiées dans le Monde du 25 novembre 2020. On notera que la France ne respectera pas son engagement de ne pas alourdir les prélèvements fiscaux sur les ménages puisque, par décret, en août 2020, le gouvernement a décidé de basculer une partie de la dette de la Sécurité Sociale sur la Cades (Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale) en contrepartie du recul de la date d'extinction de la Cades de 2024 à 2033. Les montants transférés proviennent du déficit existant fin 2019, soit 31 Md€, et des déficits futurs attendus de 2020 à 2022, soit 92 MD€. La Cades est financée par deux taxes prélevées sur les revenus d'activité et de remplacement des ménages, la CSG et la CRDS.

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> Cette vision traditionnelle des politiques économiques est toujours suffisamment prégnante pour que Laurence Boone, économiste en chef de l'OCDE, l'évoque comme une évidence dans le Financial Time du 15/01/2021 où elle déclare « La responsabilité de stabiliser l'économie pendant la phase de reprise incombe au premier chef à la Puissance Publique, le rôle des banques centrales indépendantes se limitant à un accompagnement », déclaration strictement conforme aux traités européens.

<sup>&</sup>lt;sup>9</sup> Jusque dans les années 1980, la coordination optimale des politiques monétaires et budgétaires était encore un domaine de réflexion des analystes des politiques économiques répertorié sous le nom de « policy-mix » . Au jourd'hui ce domaine d'analyse n'est plus guère évoqué

publique/PIB qui retrace mieux la contrainte de solvabilité qui pèse sur les Etats. Le rapport de la charge d'intérêt de la dette publique au PIB. Cette proposition qui suppose comme on l'a vu une modification des traités européens, ne semble malheureusement pas être à l'ordre du jour.



(Graphiques OFCE)

Si l'incertitude semble régner du côté des responsables politiques sur la conception des politiques budgétaires<sup>10</sup>, le débat sur les limites du déficit public et sur le retour à une politique monétaire plus orthodoxe est extrêmement vif du côté des économistes. Ainsi Jean Pisani-Ferry déclare<sup>11</sup> qu'en raison de l'affaiblissement des économies réelles provoqué par la crise, « il ne faut pas tirer du quoi qu'il en coûte présidentiel [l'idée] que la contrainte budgétaire est imaginaire » et il précisait que tous les moyens invoqués pour réduire la dette [sans rembourser les investisseurs] sont une « mystification » car « demain, il faudra bien payer. Parce que les taux d'intérêt ont toutes chances de rester bas, ce ne sera pas bien cher. Mais il n'est ni sérieux ni honnête de prétendre que ce sera gratuit »

Les caractéristiques du monde de l'après crise vont dépendre de l'efficience des politiques économiques, et notamment de l'adéquation du binôme politique monétaire- politique budgétaire, thème bien connu dans la littérature économique sous le nom de « policy-mix » ; on notera que la réalisation d'un policy-mix optimal est plus aisée aux Etats Unis car le soutien de la croissance est un des deux objectifs principaux assignés à la FED, au côté du contrôle de l'inflation.

#### LE BILAN MITIGÉ DU QUANTITATIVE EASING (QE)

Les politiques de QE reposent sur l'achat massif d'actifs financiers, principalement de titres de dette publique, par les banques centrales dans le but de réduire les taux d'intérêt à long terme. Ces politiques ont été mises en œuvre lorsque les politiques monétaires orthodoxes ont atteint leurs limites, les taux courts étant devenus négatifs. Ce nouvel instrument des politiques monétaires a été utilisé,

<sup>&</sup>lt;sup>10</sup> L'Allemagne, qui, en 2009, avait jugé nécessaire d'instaurer un plafond à valeur constitutionnel au déficit budgétaire (0,35% du PIB), n'esquive plus ce débat qui traverse même la CDU depuis qu'un ministre, Helge Braun, proche de la chancelière Angela Merkel, a souhaité abroger ce dispositif dans un article publié par le quotidien Handelsblatt. (Voir Le Monde du 28/02/2020.)

<sup>&</sup>lt;sup>11</sup> Dans Le Monde du 17 mai 2020

pour la première fois, par la Banque centrale du Japon (BoJ) au début des années 1960, mais il n'est devenu, dans les pays anglo-saxons, l'instrument central de la politiques monétaires qu'après la crise des subprimes, en 2008-2009 et, dans la zone euro, seulement après 2015, en réponse à la crise des dettes souveraines. Selon les calculs du FMI (données fiscales), la BCE a acquis ainsi depuis la crise, 71% des émissions publiques des pays de la zone euro, soit presqu'autant que la Banque du Japon (75%) et nettement plus que la FED et la Banque d'Angleterre (respectivement 57% et 50%).

La BCE a d'abord mis en œuvre avec une extrême prudence cette politique non conventionnelle, en rupture avec les politiques monétaires orthodoxes référence implicite des traités européens : A la banque centrale de se préoccuper de l'inflation en agissant sur les taux à court terme et aux Etats de se préoccuper de la dépense publique ; l'indépendance relative de la banque centrale est le corollaire implicite de cette conception orthodoxe de la politique économique car la banque centrale ne saurait contredire la politique budgétaire des Etats, dont la légitimité repose sur le fait qu'ils sont tenus de respecter les choix résultant du débat démocratique<sup>12</sup>.

La BCE a, lors de ses premières interventions, stérilisé la création de monnaie résultant de ses achats de titres et n'a effectué ses achats que sur les marchés secondaires afin d'échapper à l'interdiction du financement monétaire des Etats; de plus, elle a toujours annoncé que cette réorientation de la politique monétaire était provisoire et destinée, en agissant sur les taux longs, à lui permettre de réaliser son objectif de retrouver un taux d'inflation légèrement inférieur à 2% et, en allégeant les coûts de financement des banques, de réduire le coût des crédits bancaires, facilitant ainsi le financement des entreprises qui butaient sur les faibles perspectives d'investissements solvables

La compatibilité des politiques de quantitative easing avec l'interdiction du financement monétaire des déficits publics est désormais admise par toutes les instances officielles de l'Europe après avoir été longtemps contestée par les pays de l'Europe du Nord emmenés par l'Allemagne. Cependant, si les achats de titres de dette publique effectués à l'occasion des opérations de QE, ne sont pas directement effectués sur les marchés, mais auprès des banques commerciales, comme c'est en général le cas, la BCE ne crée pas directement de la monnaie; en effet, elle doit inscrire au passif de son bilan, en contrepartie de ces achats, une augmentation des réserves dites excédentaires représentant les créances des banques vendeuses<sup>13</sup>. Ces dernières pourront utiliser ces réserves soit pour consentir, à des conditions favorables, des crédits aux ménages et aux entreprises, ce qui se traduit par une création de monnaie (les crédits font les dépôts), soit en finançant des achats de titres financiers qui viennent alimenter la bulle financière. Donc si la BCE achète les titres de dette publique directement sur les marchés il y a création instantanée de monnaie, si les titres sont achetés auprès d'une banque, la création de monnaie ne se réalise qu'après un certain délai. Le QE n'est donc pas en réalité strictement incompatible avec l'interdiction des financements monétaires des déficits publics imposée par les traités européens, mais il contourne cette interdiction.

L'efficacité de la baisse des taux longs résultant des mesures du QE dépend de deux caractéristiques

- D'une part, de la sensibilité de la consommation des ménages à la valorisation de leur patrimoine ; or si cette relation connue sous le nom d' « effet de richesse » est tout à fait

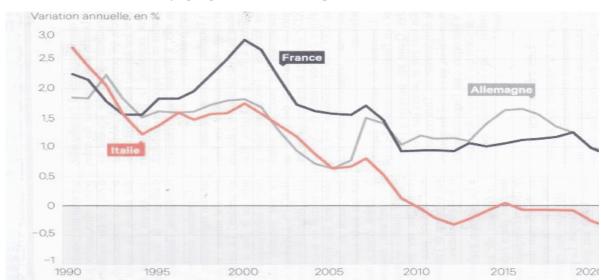
<sup>12</sup> On aura reconnu dans cette définition des objectifs des institutions chargées de concevoir la politique économique des Etats, les conceptions ordolibérales qui ont irriguées la construction de l'Europe et qui aboutissent au nom du respect des choix démocratiques à encadrer strictement le champ du débat budgétaire selon une logique inspirée de Hayek.

<sup>&</sup>lt;sup>13</sup> La BCE, du fait de son entrée dans la zone des taux directeurs négatifs, se trouve dans une situation paradoxale : elle ne verse pas d'intérêts aux banques commerciales créditrices, ces dernières devant au contraire rémunérer la banque centrale débitrice ...

significative dans les pays anglo-saxons, en Europe continentale elle n'existe pratiquement pas. Cette caractéristique est l'une des raisons qui explique le constat de l'écart entre la croissance des Etats Unis et du Royaume Uni depuis la crise des subprimes.

- D'autre part, à politique fiscale inchangée, la solvabilité des Etats varie avec l'écart entre le taux de croissance du PIB et le taux d'intérêt réel. Le premier facteur est un des paramètres d'évolution des recettes fiscales, et le second facteur détermine la charge de la dette. Cette grandeur est attentivement suivie par la Commission Européenne car la période actuelle est caractérisée par la faiblesse de la croissance potentielle des grandes économies de la zone euro (voir graphique 3 ci-après).

La baisse des taux longs permise par les mesures de quantitative easing ont fait de cette politique une drogue dure qui a rendu plus supportable en apparence le respect des limites assignés par les traités européens à l'endettement public<sup>14</sup>.



graphique 3- Croissance potentielle du PIB

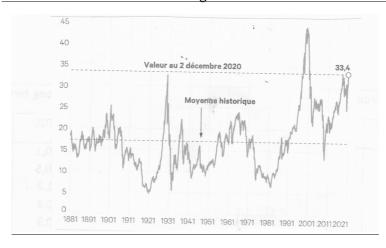
Les politiques de quantitative easing ont renforcé l'attractivité des investissements réalisés dans la sphère financière au détriment de ceux de l'économie réelle; on assiste en effet au gonflement de bulles financières sous l'effet de la valorisation des actifs résultant de la baisse des taux longs, au point que leur niveau n'est plus compatible avec la prise en compte des primes de risque (ou plus précisément des « primes de terme ») normalement incluses. Les stratégies d'entreprises, notamment des grandes entreprises, illustre les effets pervers du QE: bien souvent ces entreprises se sont endettées à long terme, plus pour améliorer leur trésorerie que pour financer l'amélioration de l'efficacité ou l'extension de leur outil de production.

Selon l'adage qui affirme que les bulles ne peuvent monter jusqu'au ciel, elles éclatent à une date que les investisseurs n'ont presque jamais pu anticiper. Ce risque ressort clairement du niveau atteint par un ratio suivi attentivement par les investisseurs, le ratio CAPE (Cyclically Adjusted Price to Earnings

-

<sup>&</sup>lt;sup>14</sup> Le 19 janvier 2021, la France a pu émettre 7 Md€ d'obligations à échéance de 50 ans au taux de 0,59% et la demande a été 10 fois supérieure à l'offre !!!

ou ratio cours sur bénéfices de long terme) qui a dépassé le 4 décembre 2020 le niveau atteint à la veille de l'éclatement de la bulle boursière américaine qui n'avait été qu'atteint qu'une seule fois depuis lors de l'éclatement de la bulle internet (voir graphique 4 ci-dessous). Au final, l'UE a implicitement choisi, pour des raisons principalement idéologiques, de préserver un mode de régulation de la dette publique responsable d'une quasi-stagnation de l'économie réelle et de rendre le risque d'une grave crise financière.



Graphique 4 - Ratio cours sur bénéfices de long terme de la Bourse américaine

(Source : Deutsche Bank)

Malgré ce risque de bulle, le Japon, qui a été l'inventeur des politiques monétaires non conventionnelles, a été chaudement félicité par des économistes néo-keynésiens, par Joseph Stiglitz en particulier, lorsque la politique dite des Abenomics (du nom du premier ministre japonais Shinzo Abe), a été mise en œuvre en 2012. Or cette politique ressemble étrangement à celle qui pourrait être décidée dans l'UE après la fin de la pandémie. Le gouvernement japonais s'était donné deux ans pour sortir enfin son économie de la déflation, en mixant une politique monétaire reposant sur des achats d'actifs importants par sa banque centrale avec des investissements publics importants eux-aussi; l'objectif assigné à la Banque du Japon (BOJ) était d'obtenir une croissance des prix de 2%, dans le contexte d'une croissance enfin retrouvée, car soutenue par une politique budgétaire expansive. Cette politique a connu un succès limité à quelques mois, car elle a été remise en cause très rapidement, en avril 2014, par la décision du gouvernement de réduire son déficit public en doublant le taux de la TVA, porté de 5% à 10%. L'économie japonaise a alors retrouvé son régime habituel de stagflation, régime qui persiste encore aujourd'hui (voir annexe).

### ANNULER UNE PARTIE DES DETTES PUBLIQUES DÉTENUES PAR LA BCE POUR DÉGAGER UN ESPACE DE CROISSANCE

Cette préconisation, qui a eu un écho certain, est défendue notamment par un groupe d'économistes surtout universitaires regroupant Jezabel Couppey-Soubeyran (professeur à Paris I), Laurence Scialom, professeur à Paris Nanterre, Gaël Giraud professeur à l'Ecole des Ponts) dans une tribune publiée par Le Monde du 13/06/2020. Les signataires constatent que la zone euro est en train de sombrer dans une dépression qui pourrait être aussi grave que celle des années 1930 alors que la réglementation de l'UE ne permet pas aux Etats-membres de dégager des marges de manœuvre pour combattre ce risque, ce qui exigerait l'unification des politiques fiscales et sociales

Les signataires proposent une solution pour gérer ce risque de crise : annuler tous les titres de dette acquis par la BCE depuis 2015 ; cette solution ne déstabilisera pas les marchés financiers, car elle ne concerne pas les titres détenus par les investisseurs privés (banques, entreprises, ménages)<sup>15</sup>. Les signataires pour étayer leur proposition rappellent qu'une banque centrale ne peut faire faillite ; ils soulignent que leur proposition n'entraine aucune destruction de monnaie contrairement aux remboursements de dette et qu'elle n'est équivalente qu'en apparence au remplacement des titres de dette par une dette à taux zéro , car cette opération aurait l'inconvénient de ne pas empêcher l'accroissement du ratio dette/PIB, ce qui aurait alors justifié l'alourdissement des politiques d'austérité.

## METTRE EN PLACE UNE RÉFORME DES POLITIQUES PUBLIQUES SORTANT LA ZONE EURO D'UNE LOGIQUE STRUCTURELLE DÉFLATIONNISTE

Les développements précédents ont montré que la question centrale du débat sur la réalisation d'un policy-mix optimal butait sur deux obstacles : la réglementation européenne dont il n'est possible de s'affranchir que sous réserve du surgissement d'événements exceptionnels indépendants des décisions prises par les Etats-membres, et l'impossibilité pour les Etats en difficulté de mettre en œuvre des politiques budgétaires expansionnistes. La solution proposée par les défenseurs d'une annulation d'une partie de la dette publique ne traitent pas réellement de l'abrogation du biais stagnationniste qui pèse sur les Etats et la banque centrale :

- Les Etats, sauf à se déclarer en cessation de paiement ne peuvent annuler unilatéralement tout ou partie de leur endettement comme la crise des dettes souveraines de l'UE et la question de la dette grecque l'ont montré en 2012-2013. Un Etat pour annuler tout ou partie de sa dette est tenu de négocier avec ses créanciers la restructuration de sa dette publique ou privée<sup>16</sup>.
- La BCE ne peut annuler tout ou partie des titres publics et privés qui figurent dans son bilan car elle est soumise par les traités à l'interdiction du financement monétaire des déficits publics ; en revanche il pourrait être techniquement possible, semble-t-il, d'annuler une partie de la dette publique qu'elle détient, si, elle annulait la monnaie créée en contrepartie de ses achats de titres. Cependant une telle opération irait à l'encontre du but recherché car elle reviendrait à renforcer les caractéristiques déflationnistes de la politique économique des Etats de la zone euro.

Le débat sur la résolution du biais déflationniste inhérent à la politique des pays de la zone euro ont provoqué rappelle l'effervescence qui s'est emparée de la classe politique ainsi que des économistes lors de la crise des dettes souveraines. La question de la dose de fédéralisme qu'il convenait d'introduire dans la construction européenne a alors été explicitement posé. Trois documents ont

\_

<sup>&</sup>lt;sup>15</sup> D'autres propositions limitent l'annulation des titres de dettes acquis par la BCE l'annulation aux dettes dites covid, contractées par les Etats pour soutenir les économies durant la pandémie.

<sup>&</sup>lt;sup>16</sup> Le traitement du défaut d'un Etat sur sa dette externe est différent selon la nature du créancier. Le « Club de Paris », créé en 1957, réunit en France, au ministère des finances, les pays créanciers avec les pays débiteurs, qui sont presque des pays en développement, pour négocier la restructuration de leurs créances. Le « Club de Londres » est un groupe informel de banques privées qui se réunissent depuis 1976 dans le pays de la principale banque créancière pour restructurer la dette du pays en défaut. La capacité d'expertise du FMI, qui participe notamment aux réunions du Club de Paris, sans en être membre, joue un rôle importante dans ces négociations notamment dans l'examen du diagnostic de soutenabilité future de la dette publique après restructuration ; cette fonction du FMI a été particulièrement visible, lorsque la « troïka » a imposé à la Grèce la restructuration de sa dette.

marqué alors la nécessité de réformes plus ou moins radicales :le rapport dit des cinq Présidents des grandes institutions européennes<sup>17</sup> sous la direction de Jean Claude Junker intitulé « Compléter l'Union Economique et monétaire » (juin 2015), le manifeste de 80 économistes « pour sortir de l'impasse économique » (février 2016)<sup>18</sup>, le livre blanc sur « L'avenir de l'Europe » de la Commission Européenne (mars 2017).

Ces débats ont en quelque sorte préparé les esprits a accepter que le Conseil Européen approuve la réalisation d'un plan de relance de l'UE <sup>19</sup>de 750 Md€, financé par l'émission d'une dette obligataire européenne contrepartie de déficits publics inenvisageables avant la crise; les montants versés aux Etats membres dans le cadre de ce plan seront déterminés en fonction des difficultés économiques et des besoins de chaque Etat-membre, et non pas seulement en fonction du montant de leur PIB et du nombre de leurs habitants. Les circonstances exceptionnelles qui ont régi la création du plan européen de relance, ainsi que son faible montant, 750 Md€ soit 2% du PIB de l'UE, ne permettent pas qu'il puisse être considéré qu'en l'adoptant, les pays-membres ont accepté d'instiller un certain degré de fédéralisme dans l'UE, ce que le Conseil Européen a d'ailleurs pris soin de préciser.

Ce plan n'en constitue pas moins un pas important vers une évolution plus fédérale de l'Europe, bien qu'il ne puisse être qualifié, comme certain l'on affirmé un peu vite, comme le « moment hamiltonien » de la construction européenne. Alors que ce plan, adopté par le Conseil Européen le 21 juillet 2020, n'a encore été ratifié, à la date d'aujourd'hui, que par six Etats Européen le 21 juillet 2020, n'a encore été ratifié, à la date d'aujourd'hui, que par six Etats Européen evélateur des difficultés de certains Etats, de la Hongrie en particulier, à satisfaire aux conditionnalités qui conditionnent le versement à chacun des 27 pays de l'UE, des prêts et subventions lui revenant. De façon plus profonde, les pesanteurs héritées de la référence ordo-libérale qui imbibe les traités européens ne semblent pouvoir être surmontées que de façon très progressive, ce qui confirme l'actualité de la déclaration des fondateurs de l'UE « L'Europe ne se fera pas d'un coup, elle se fera par des réalisations concrètes créant d'abord une solidarité de fait » (Robert Schuman en 1950)<sup>22</sup>.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>17</sup> La Commission Européenne, le Conseil Européen, l'Eurogroupe, le Parlement Européen et la BCE.

<sup>&</sup>lt;sup>18</sup> Ce manifeste était signé notamment par Michel Aglietta, Philippe Askenazy, Benjamen Coriat, Dominique Plihon et Xavier Timbeau.

<sup>&</sup>lt;sup>19</sup> Le nom officiel de ce plan est « Next Generation EU ».

<sup>&</sup>lt;sup>20</sup> Alexander Hamilton, secrétaire au trésor, devant les difficultés rencontrées par certains des Etats américains du fait de la lourdeur de leur endettement résultant de la guerre civile, va construire un système financier de nature fédérale : une partie des dettes des Etats est centralisée en 1790 au niveau de l'Etat fédéral et rémunérée par des ressources fiscales fédérales, droits de douane notamment, puis, en 1791, il crée la Federal Bank of United States, ancêtre de la banque centrale américaine.

<sup>&</sup>lt;sup>21</sup> La Croatie, Chypre, la Slovénie, le Portugal, la Bulgarie et la France.

<sup>&</sup>lt;sup>22</sup> Citation mise en exergue du livre blanc de la Commission Européenne sur « L'avenir de l'Europe ».

**ANNEXE** 

#### Une déflation persistante

	Croissance des PIB (volume)			Taux d'intérêt à long terme				
	2018	2019	2020	2021p	2018	2019	2020	2021p
France	1,8	1,5	-9,1	6,0	0,8	0,1	-0,1	-0,2
Allemagne	1,3	0,6	-5,5	2,8	0,4	-0,3	-0,5	-0,5
Italie	0,8	0,3	-9,1	4,3	2,6	1,9	1,2	0,8
Espagne	2,4	2,0	-11,6	5,0	1,4	0,7	0,4	0,3
Zone euro (à 17)	1,9	1,3	-7,5	3,6	1,3	0,4	0,3	0,0
Royaume Uni	1,3	1,3	-11,2	4,2	1,5	0,9	0,4	0,3
Japon	0,3	0,7	-53	2,3	0,1	-0,1	0,0	0,0
Etats Unis	3,0	2,2	-3,7	3,2	2,9	2,1	0,8	0,9

Prix consommation				Endettement brut en % PIB*			
2020	2021p	2018	2019	2020	2021p		
0,5	0,4	98,0	98,1	115,7	116,8		
0,4	1,1	61,7	59,5	73,9	76,2		
-0,1	0,4	134,6	134,7	157,6	157,2		
-0,3	0,4	97,4	95,5	117,3	120,5		
0,3	0,7	87,7	85,9	101,8	104,5		
0,8	0,7	85,8	85,4	113,4	125,5		
0,2	0,2	224	225	242	243		
1,4	1,9	107	108	128	134		
	0,5 0,4 -0,1 -0,3 0,3 0,8 0,2	0,5 0,4 0,4 1,1 -0,1 0,4 -0,3 0,4 0,3 0,7 0,8 0,7 0,2 0,2	0,5 0,4 98,0 0,4 1,1 61,7 -0,1 0,4 134,6 -0,3 0,4 97,4 0,3 0,7 87,7 0,8 0,7 85,8 0,2 0,2 224	0,5     0,4     98,0     98,1       0,4     1,1     61,7     59,5       -0,1     0,4     134,6     134,7       -0,3     0,4     97,4     95,5       0,3     0,7     87,7     85,9       0,8     0,7     85,8     85,4       0,2     0,2     224     225	0,5         0,4         98,0         98,1         115,7           0,4         1,1         61,7         59,5         73,9           -0,1         0,4         134,6         134,7         157,6           -0,3         0,4         97,4         95,5         117,3           0,3         0,7         87,7         85,9         101,8           0,8         0,7         85,8         85,4         113,4           0,2         0,2         224         225         242		

<sup>\*</sup>Pour les pays de l'UE, endettement brut au sens de Maastricht

Δ(Source : OCDE, Décembre 2020)

#### Moyenne des indicateurs sur la période 2009-2019

	Δ		Taux	Productivité du	Encours dette en % PIB			
		obligations long terme	obligations	Etat (APU)	Entreprises (ENF)	Ménages		
France	1,0	+51,9	0,5	0,5	92,5	83,7	55,9	
Allemagne	1,2	+122,4	0,3	0,3	73,9	46,6	55,9	
Italie	-0,3	+1,1	-0,7	-0,3	128,9	73,7	42,3	
Espagne	0,6	-20,0	-3,3	1,0	86,1	98,0	73,7	
Zone €	0,8	+47,0	0,6	0,5	88,4	78,2	60,8	
RU	1,3	+39,3	0,4	0,4	81,7	121,2	86,4	
Japon Etats	0,6	+124,3	0,3	0,3	216,7	100,8	59,0	
Unis	1,8	+189,7	1,1	1,1	93,6	69,6	81,6	

<sup>\*</sup>taux de croissance annuel moyen\*\*France CAC40, Allemagne Dax 30, Italie FTSE, Espagne IBEX35, zone€ DJ, RU FTSE, Japon Nikkei 225, USA S&P 500.

(Source BCE)