



septembre 2022

**Michel FRIED**

## **UNE EUROPE DIFFÉRENTE ?**

### **INTRODUCTION**

Depuis 2008, les économies mondiales ont connu trois crises : en 2008, la crise des subprimes, en 2012, celle des dettes souveraines, et, en 2020, la crise du coronavirus dont les conséquences ont encore été amplifiées par la guerre d'Ukraine. Aujourd'hui, le retour à des politiques monétaires orthodoxes et la possibilité d'un épisode de stagflation rend vraisemblable le surgissement d'une seconde crise, cousine de celle dite des « dettes souveraines ».

Cette note entend rappeler l'un des paradoxes de la construction européenne : elle est le produit des traités signés par les Etats-membres, leur modification nécessite donc un accord unanime des signataires, accord impossible à réaliser... et pourtant, depuis la crise des subprimes, la réglementation européenne a pu être modifiée à chaque crise par les gouvernements qui lui ont donné un contenu discrètement fédéral, malgré l'opposition fréquente de pays comme l'Allemagne ou les Pays Bas.

### **LA CRISE DES DETTES SOUVERAINES**

La crise des subprimes résulte des conséquences croisées des insuffisances de la régulation des banques et de la très faible régulation des marchés financiers. Les conséquences de ces défauts de régulation sont apparus lorsque les banques se sont emparées des innovations de marché pour se débarrasser des crédits immobiliers fort rentables qu'elles avaient consentis à des emprunteurs insolubles ; ce tour de passe-passe a été rendu possible par le développement des techniques de titrisation permettant de créer des actifs financiers à fort rendement mélangeant de façon opaque des crédits plus ou moins risqués ; ces titres ont été acquis massivement par les banques du monde entier ; lorsque les risques portés par ces titres se sont concrétisés, ce qui n'était qu'un problème américain est devenu le problème mondial compromettant la solvabilité de nombre de banques. Faute de prêteur en dernier ressort, le sauvetage des banques a été mis à la charge des Etats ; ils ont dû recapitaliser et restructurer les établissements financiers. Le sauvetage des systèmes bancaires, fort coûteux, a pesé sur la dette publique qui a dépassé ses plafonds maastrichtiens.

La correction des défauts de régulation des banques, entreprise dès le début de la crise sous l'égide de la BRI, s'est avérée difficile mais, après 9 ans de difficiles négociations, elle a débouché sur un traité dit de « Bâle3 » ; ce traité enfin signé en décembre 2017, rend plus stricte aujourd'hui la couverture des risques de crédit et de marché ainsi que leur évolution

en fonction du positionnement des économies dans le cycle économique. La régulation des marchés financiers a été entreprise avec retard, et ce sujet reste un dossier de la régulation financière, toujours non finalisé aujourd'hui.

La crise des subprimes débouche en 2009 sur une récession : le Pib de la zone euro recule de 4,9%, celui de la France de 2,9% et celui de l'Allemagne de 5,6% ; mais la hausse de la dette publique entraîne la mise en œuvre dès 2010 d'une stricte application du Pacte de Stabilité et de croissance ; ses conséquences s'annoncent supportables pour les pays les plus solides de la zone euro ; mais il n'en est pas de même pour les pays les plus fragiles de la zone, notamment de la Grèce. Le doute des investisseurs sur la solvabilité de ces pays crée un cercle vicieux : la dégradation de leur notation provoque la hausse de la prime de risque supportée par la dette publique ce qui renchérit les financements publics et accentue l'incertitude sur leur solvabilité. L'existence même de la zone euro devient incertaine <sup>1</sup> et l'UE devra se résoudre en 2010 à violer ses traités fondateurs (et notamment le célèbre article 123 du TFUE) pour accorder une aide financière aux trois pays les plus fragiles, la Grèce, l'Irlande et le Portugal. Cependant, les marchés ont considéré que la situation de pays comme l'Espagne et surtout l'Italie était également compromise, et que, vu le poids de ces pays, l'UE pourrait ne pas être en mesure de les aider, ce qui détruirait la viabilité financière de la zone euro.

La réponse de l'UE à cette situation complexe a été double : d'une part, elle appliqua strictement les traités concernant les pays qui ne répondaient plus aux normes de Maastricht, au point de provoquer en 2012 une seconde récession propre à la zone euro : celle-ci fut modérée pour l'ensemble de la zone (-0,8%), mais très profonde pour les pays fragiles comme la Grèce (-6,6%). D'autre part, l'UE a dû se résigner à trouver une solution juridiquement mieux assurée que celle de la création d'un fonds, le FESF (Fonds Européen de Stabilité Financière) chargé de distribuer les aides financières exceptionnelles accordées avec réticence par l'UE. Cependant le doute s'étant vite installé sur la capacité juridique et financière du fonds à faire face à une aggravation des difficultés des pays les plus fragiles de la zone, le FESF a été remplacé en juillet 2012 par le *Mécanisme Européen de Stabilité (MES)*, institution internationale n'appartenant pas à l'UE mais qui ne peut recevoir que l'adhésion d'Etats-membres ; La capacité de financement du MES est évaluée lors de sa création à 750 Md €, capacité qui résulte des fonds propres versés par les pays actionnaires et de la capacité statutaire du fonds à se financer sur les marchés, étant précisé que cette dette ne pourra pas bénéficier du soutien de l'UE. *Un premier pas a donc été accompli vers plus de solidarité financière entre les pays-membres*, bien que ce dispositif soit contesté par les Etats-membres dits frugaux (Allemagne, Pays Bas notamment). Cependant cette évolution ne doit pas être surestimée, car l'aide du MES n'intervient que lorsqu'un pays est sur le point de perdre son accès aux marchés financiers et cette aide est soumise à des conditionnalités très strictes, comme a pu l'expérimenter la Grèce<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Une partie du gouvernement allemand recommandera la sortie de la Grèce de la zone euro.

<sup>2</sup> On rappellera que la politique du gouvernement grec avait conduit la Commission à placer ce pays en 2018 dans « un cadre de surveillance renforcée » ; cependant la Commission, en août 2021, estimant que la Grèce

La crise des dettes souveraines, 3 ans après celle des subprimes, renforça les doutes sur la gouvernance de la construction européenne, au point que la nécessité de la réformer fut solennellement affichée dans un rapport publié en 2015 par les cinq présidents des institutions européennes qui proposeront d'intégrer le MES dans le cadre européen et, pour ce faire, de créer une véritable union budgétaire. A défaut de porter le débat sur les références idéologiques de l'UE, les cinq présidents recommandent solennellement de donner un contenu plus substantiel à une évolution plus fédérale de la construction européenne. Il est vrai que cette évolution majeure survient alors que le biais idéologique affectant les politiques économiques de l'UE est confirmé par les vérifications empiriques des fondamentaux de ces politiques (encadré 1 ci-après).

#### Encadré 1

##### **Les fondements de la politique budgétaire de la zone euro remis en cause par les vérifications empiriques**

Le débat sur la nature de la construction européenne devient d'autant plus serré à cette époque que la faiblesse de la croissance de l'UE semble être la conséquence de la mise en œuvre d'un mode de gestion modelé par les références néo-libérales qui débouchent sur des mesures de politique économique dont la pertinence est mise à mal par des analyses empiriques. On citera en particulier

- *La sous-estimation systématique des multiplicateurs budgétaires* utilisés par les pays européens lors de la crise des subprimes. Cette sous-estimation a été révélée par le FMI dans son rapport de 2012 : il constate que, pour la moyenne des pays industrialisés, les multiplicateurs utilisés pour calibrer les budgets étaient de 0,5 environ alors que leur estimation ex post chiffre les multiplicateurs entre 0,9 et 1,7.

- *Les normes maastrichtiennes de l'endettement public ne passent pas non plus l'épreuve de la vérification empirique.* En janvier 2010, une étude publiée par deux économistes réputés prétend démontrer empiriquement qu'il existe un lien non linéaire entre la croissance économique et le taux d'endettement public ; lorsque le taux d'endettement d'un pays dépasse 90% sa croissance deviendrait négative ; Le Commissaire européen aux affaires économiques Olli Rehn et l'économiste en chef du FMI, Olivier Blanchard considèrent que cette étude justifie les recommandations en faveur des politiques d'austérité. En fait, la vérification de cette étude en avril 2013 montrait que ce résultat provenait d'une erreur de calcul, erreur reconnue par les deux auteurs dans le Herald Tribune<sup>3</sup>.

---

avait tenu ses engagements, a sorti ce pays de son cadre de surveillance considérant que « la résilience de l'économie grecque s'est substantiellement renforcée... [et que] l'effet de domino a diminué de façon significative ».

<sup>3</sup> Etude de Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff « Growth in a time of debt » NBER janvier 2010 et sa critique Thomas Herndon, Michel Ash et Robert Pollin « Does high public debt consensus » avril 2013.

## **LE BIAIS DÉFLATIONNISTE DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES EUROPÉENNES**

L'approfondissement de la construction européenne par la création d'une monnaie unique regroupant des pays souverains de niveaux économiques différents expose cette zone monétaire à subir des chocs dits « asymétriques » (qui n'affectent pas au même degré tous les pays-membres) car la spécialisation industrielle de chaque pays membre s'est développée à l'abri des taux de change nationaux propres. Robert Mundell a dénommé ces zones monétaires « zone monétaire non optimale » (1961), car, les pays de ces zones, ayant perdu l'instrument du change pour soutenir la compétitivité de leur appareil de production, doivent recourir à deux substituts : la « dévaluation interne » et/ou le recours à des aides financières

Avant la crise des dettes souveraines, l'UE ne pouvant distribuer d'aides publiques importantes<sup>4</sup> du fait des traités, sauf « circonstances exceptionnelles », les pays fragiles, pratiquèrent des dévaluations internes, pour soutenir leurs entreprises, en agissant surtout sur le marché du travail, (désindexation des salaires, flexibilité, allègement des charges sociales, etc..). Les dévaluations internes agissent donc comme un facteur de réduction de la demande, ce qui en fait, en principe, un instrument d'ajustement économique relevant du court terme

La création du MES aurait pu être une solution alternative, mais l'Etat qui bénéficie de son aide doit s'engager à respecter strictement le Pacte de Stabilité et de Croissance, ce qui ne permet pas aux pays fragiles de mettre en œuvre des politiques budgétaires expansives. Dévaluations internes et MES ont conduit à une faiblesse prolongée de leur croissance annuelle et de leur croissance potentielle à moyen et long terme<sup>5</sup>. En conséquence les politiques économiques de la zone euro restent affectées par un fort biais déflationniste<sup>6</sup>.

## **LA FIN DE L'ORTHODOXIE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'UE**

Après la récession provoquée par la crise des dettes souveraines, la BCE reprend sa politique monétaire classique : en manipulant ses taux directeurs (à court terme), elle entend agir sur le montant des crédits bancaires et par là sur la croissance économique et les taux longs. Cependant, les taux courts (à 3 mois) restent obstinément voisins de zéro depuis 2011<sup>7</sup>. La politique monétaire orthodoxe a donc perdu son principal moyen d'action.

---

<sup>4</sup> L'UE dispose bien d'un budget propre, alimenté par les cotisations des pays membres, mais son montant est plafonné à 1,2% environ du PIB européen.

<sup>5</sup> La croissance potentielle est la croissance qui résulterait du plein emploi des facteurs de production.

<sup>6</sup> Selon les statistiques de l'OCDE, la croissance annuelle du PIB potentiel de la zone euro n'a cessé de se réduire durant la période que nous évoquons : elle était de 2,2% de 1991 à 2000, puis de 1,6% de 2001 à 2010 et de 0,9% de 2011 à 2017.

<sup>7</sup> Les taux à 3 mois de la zone euro qui étaient encore de 1,4% en 2011 descendent à 0,2% en 2013 et 0% en 2015 et les taux longs (10 ans) sur la même période passent de 4,3% en 2011 à 2,9% en 2013 et 1,2% en 2015. (Source OCDE).

Le 26 juillet 2012, le président de la BCE, Mario Draghi redistribue les cartes en déclarant que la BCE fera tout ce qui est nécessaire pour sauver la zone euro, précisant, même que l'action en ce sens de la banque centrale sera « sans limite ». La BCE n'engage dans un premier temps que très prudemment la réorientation de sa politique, et ce n'est qu'en 2015, qu'un programme massif d'achats sur les marchés secondaires d'obligations publiques sera annoncé comme tel<sup>8</sup>. De plus, la BCE, acquiert la possibilité, en modifiant le montant de ses achats selon les besoins de chaque pays et non en fonction du montant des PIB, de moduler son action de soutien en faveur des pays les plus fragiles : elle assume donc les conséquences du caractère non optimal de la zone euro.<sup>9</sup>

La nouvelle politique monétaire n'a eu qu'un effet très limité sur la croissance économique de la zone euro, ce qui ne sera pas le cas des Etats Unis. Ce semi échec ne peut être imputé à la timidité de l'engagement de la BCE car le total de son bilan est passé de 1150 Md€ début 2000 à 5375 Md€ en mai 2020. La baisse des taux longs a surtout bénéficié aux banques, importantes détentrices des obligations publiques, alors que le canal du crédit bancaire, faute de demande suffisante, n'a eu qu'un rôle médiocre dans la dynamisation des financements des investissements de l'économie réelle (à l'exception des crédits immobiliers), les grandes entreprises en particulier profitant des rendements très supérieurs offerts dans la sphère financière, ont choisi de renforcer leur trésorerie. La nouvelle politique bute donc sur le phénomène de « trappe à liquidité » déjà analysé par J.M Keynes<sup>10</sup>.

Les effets favorables de la baisse des taux ont donc été largement captés par la sphère financière, ce qui n'était pas le cas aux Etats Unis où les acteurs de l'économie réelle se financent en grande partie sur les marchés financiers alors qu'en Europe les financements de l'économie réelle sont surtout réalisés par les banques. Les analystes européens ont pour la plupart exprimés leur méfiance vis-à-vis des politiques non conventionnelles, leur reprochant de réduire artificiellement les primes de risque exigées par les marchés provoquant le gonflement des bulles financières dont l'éclatement est jugé fortement probable mais difficilement prédictible, perturbant la stabilité non seulement de la sphère financière, mais aussi de la sphère réelle.

**La BCE a annoncé, en juin 2022, la fin du « quantitative easing »** : ses achats d'obligations s'arrêtent le mois suivant en raison de la reprise de l'inflation (6,8% en 2022) et, en septembre, elle augmente ses taux directeurs de 0,75 point ; elle précise toutefois que les pays fragiles, risquant de mal supporter les hausses de taux provoqué par le retour des

---

<sup>8</sup> Les achats mensuels de titres ont été fixés à 60 Md€ en mars 2015, montant porté à 80 Md€ en avril 2016, puis réduit à 15 Md € en mars 2018.

<sup>9</sup> La Commission Européenne a placé la Grèce en 2018 en situation de « surveillance renforcée » et ce n'est qu'en 2022 qu'elle admet que ce pays a rempli l'essentiel de ses engagements et qu'en conséquence les « risques d'effet domino sur la zone euro ont diminué de façon significative ».

<sup>10</sup> Le phénomène de trappe à liquidité se produit lorsque la politique monétaire perd toute sa capacité d'agir parce que les taux d'intérêt sont proches de zéro. En effet, dans une telle situation, il n'existe plus de différence entre la détention de liquidités ou celle des obligations, ce qui rend les injections de liquidités par les banques centrales inefficaces car elles sont thésaurisées. Dès lors, il appartient à la politique budgétaire de suppléer à la défaillance des politiques monétaires.

politiques monétaires traditionnelles, elle n'exclut pas de réaliser des achats d'obligations émises par les pays fragiles <sup>11</sup> en créant un instrument baptisé «Transmission Protection Mechanism» qui serait actionné dès que le spread d'un pays augmenterait pour «des raisons illégitimes».

Il est frappant de constater que le fait que l'objectif d'inflation de 2% défini par la BCE n'a jamais été atteint n'a guère soulevé de question, mais que cet objectif que la BCE a maintenu lors de son retour à l'orthodoxie monétaire devient une contrainte rigoureuse. On observera cependant que le retour à l'orthodoxie n'est pas complet du point de vue des «faucons» car ils n'ont pas obtenu que la BCE réduise le volume de son bilan en cessant de réinvestir les remboursements de titres venant à échéance, ce qui aurait permis de renforcer l'effet déflationniste de la hausse des taux directeurs...

### **VERS DES POLITIQUES BUDGÉTAIRES PLUS CONTRAIGNANTES ET DES POLITIQUES MONÉTAIRES VASSALISÉES PAR LES POLITIQUES BUDGÉTAIRES**

La période 2014-2020 était caractérisée par deux phénomènes : la faiblesse persistante de la croissance potentielle qui peine à dépasser à moyen et long terme 1% par an et la faiblesse de l'inflation restée en dessous du taux-cible de 2% défini par la BCE.

#### Encadré 2

##### **Les missions de la BCE**

^L'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'UE (TFUE), ex article 105 du traité de Maastricht, définit le mandat de la BCE : « *L'objectif « principal » du Système Européen des Banques Centrales est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, elle apporte son soutien aux politiques générales de l'Union en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union tels que définis par l'article 3 du Traité sur l'UE* »

^**Article 3 du traité** : « L'UE œuvre pour le développement durable fondé sur une croissance équilibrée et sur la stabilité des prix, *une économie sociale de marché hautement compétitive* qui tend au plein emploi, au progrès social et à un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement ».

**La jurisprudence** a interprété le sens de ces deux articles : La BCE (ou plus précisément l'Eurosystème) a la faculté de contribuer à la réalisation des objectifs secondaires de l'article 3, sous réserve que la poursuite de ces objectifs n'affaiblisse pas la réalisation son objectif principal.

^Par ailleurs, *l'indépendance de la BCE* est définie par **l'article 130 du TFUE** qui précise que la BCE ne peut solliciter « toute instruction des institutions, organes ou organismes de L'UE, des gouvernements des Etats-membres », elle a toutefois l'obligation de rendre compte, chaque trimestre, de son action devant le Parlement Européen.

<sup>11</sup> La fin du quantitative easing a été anticipée par les marchés : Le taux des obligations allemandes est ainsi passé de -0,36% en 2021 à 1,66% à la mi-juin 2022, sur la même période les taux français sont passés de 0,01 à 2,20% les taux italiens de 0,06 à 3,67%, les taux espagnols de 0,35 à 2,74% et les taux grecs atteindrons 4,03%.

Depuis la crise des subprimes dans les faits, le mandat de la BCE n'a cessé de s'élargir, soit en raison des conséquences des décisions de politiques monétaires sur les politiques budgétaires, soit parce que des objectifs nouveaux ont été assignés aux banques centrales.

La stricte indépendance de l'action de la BCE ne faisait que traduire l'idéologie libérale dominante lors de la rédaction de son mandat : la priorité assignée à la lutte contre l'inflation découle des thèses monétaristes qui considèrent l'inflation comme un « phénomène strictement monétaire » ; la gestion de la monnaie est donc, dans ce contexte, l'objectif principal assigné à une banque centrale qui est en principe strictement indépendante des Etats-membres soucieux du financement de leur budget. Toutefois, pour réaliser son objectif prioritaire de lutte contre l'inflation, la banque centrale agit sur les taux d'intérêt à court terme, mais cette action finit par contaminer les taux à long terme ce qui modifie la solvabilité des Etats (capacité de remboursement de la charge de la dette publique). Il n'est donc pas anodin de garder à l'esprit que, si les règles de Maastricht qui régulent la politique budgétaire prévoient un plafond d'endettement public (le célèbre ratio dette/PIB), elles n'instaurent pas de règles de solvabilité dont l'expression la plus simple est le ratio charge d'intérêt rapporté au PIB. Durant la période sous revue l'endettement public s'est fortement accru, alors que la solvabilité des Etats ne s'accroissait guère ce qui rendait indolore l'alourdissement de la dette publique : l'interdépendance des politiques monétaires et budgétaires devient évidente.

Cette interdépendance n'est plus contestée aujourd'hui notamment par les banques centrales. Ainsi le gouverneur de la Banque de France<sup>12</sup> a jugé utile de rappeler que la BCE a pratiqué une politique monétaire « accommodante » pour les finances publiques, puisque la faiblesse persistante des taux consolidait la solvabilité des Etats : l'action de la BCE contrebalançait donc, de facto, le biais restrictif des politiques budgétaires ; le gouverneur de la Banque de France exprime de façon diplomatique ce constat en se déclarant favorable « à une combinaison délicate de synchronisation sans domination des politiques monétaires et budgétaires ».

La BFCE, en reconnaissant implicitement l'interdépendance des politiques monétaires et budgétaires, assouplissait significativement la conception doctrinale de la monnaie et de l'inflation, référence implicite de son mandat ; son rôle a cependant été significativement élargi pour exploiter les enseignements de la crise des subprimes, et notamment que la stabilité des économies réelles<sup>13</sup> pouvait être compromise par le surgissement de désordres profonds dans la sphère financière, et que pour gérer ce risques, il était nécessaire de la doter de nouveaux instruments, ce que les accords dits de Bâle 3 ont concrétisé pour gérer la stabilité du système bancaire. Par ailleurs, la banque centrale s'est vue confier la responsabilité de la surveillance des 200 plus grands établissements financiers dits

---

<sup>12</sup> Le discours de François Villeroy de Galhau, gouverneur de la Banque de France » est un plaidoyer en faveur de l'élargissement du mandat de la BCE. Cf « L'histoire des trois stabilités : stabilité des prix, stabilité financière et stabilité économique » Conférence sur la stabilité financière du 1/03/2021.

<sup>13</sup>

« systémiques » représentant les  $\frac{3}{4}$  des actifs bancaires de l'UE et elle devrait prochainement se voir confier la responsabilité de la gestion du risque de fragmentation de la zone euro (encadré 3 ci-après), toutefois la BCE ne semble s'aventurer qu'avec beaucoup de précautions dans une direction où sa lutte contre la fragmentation de la zone euro se ferait au prix d'une fragmentation de sa politique monétaire. (Encadré 3 ci-après).

### Encadré 3

#### **Création prochaine de la TPI, nouvel outil destiné à éviter un retour de la crise des dettes publiques des pays fragiles mais restés vertueux**

Christine Lagarde, présidente de la BCE, a annoncé en juillet 2022 la création prochaine d'un nouvel instrument dénommé TPI (Transmission Protection Instrument) destiné à prévenir le retour d'une nouvelle crise susceptible de provoquer un éclatement de la zone euro. La BCE, dans ce but, sera autorisée à procéder à des achats sur le marché secondaire de la dette publique de 1 à 10 ans, sans même que le volume de ces achats n'ait été défini ex ante. A la différence des opérations de quantitative easing, tous les pays ne sont pas éligibles à cette procédure dont les conditions d'accès semblent devoir être très strictes : les pays qui font l'objet d'une procédure de déficit excessif ou qui sont en situation de déséquilibre macroéconomique grave ne pourront pas être éligible à cette nouvelle procédure. Les textes officiels créant le TPI ne sont pas encore publiés.

Par ailleurs, en 2010, sous l'impulsion de la BRI et du FMI, une nouvelle autorité financière européenne est créée, le CERS (Comité Européen du Risque Systémique), chargée d'émettre des recommandations concernant la stabilité des systèmes financiers face aux risques macroprudentiels susceptibles d'affecter globalement l'ensemble des systèmes financiers ; L'action de cette autorité (encadré 4 ci-après) est donc complémentaire de la surveillance des risques microprudentiels (risque affectant spécifiquement un établissement financiers) incombant aux banques centrales). Bien que le CERS ne soit pas une branche de la BCE, probablement pour permettre l'adhésion des pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro, cette nouvelle mission (où la BCE occupe une place importante) illustre l'élargissement significatif du rôle de la banque centrale.



#### Encadré 4

##### **Le fonctionnement du CERS**

Le CERS est présidé par le président de la BCE et est dirigé par un Conseil de 35 membres regroupant les représentants des banques centrales de l'UE et des autres autorités européennes surveillant les assurances, les banques et les marchés financiers. Le Conseil n'a pas le pouvoir de prendre des décisions, mais il émet des recommandations prises à l'unanimité ou, à défaut, à la majorité des 2/3. Le Conseil a décidé que son action concernerait plus particulièrement la surveillance de cinq domaines : les implications des mesures budgétaires destinées à protéger l'économie réelle, la liquidité des marchés financiers, l'impact procyclique de la notation des obligations et des entreprises financières, l'impact des politiques de dividendes et de rachat d'actions et le risque de liquidité découlant des appels de marge.

On notera que la plupart des mesures de gestion des risques macroprudentiels font l'objet d'une approbation nuancée : ainsi la BRI considère que ces mesures « se sont avérées très utiles en tant que complément des autres réformes financières mises en place après la crise des subprimes, mais que, pour une efficacité optimale, elles doivent s'inscrire dans un cadre plus large, concernant les politiques monétaires, budgétaires et structurelles »

#### **SI LE RETOUR DE L'INFLATION EST L'ÉLÉMENT DÉTERMINANT DE LA PÉRIODE ACTUELLE, LE DIAGNOSTIC ÉCONOMIQUE SUR LA PÉRIODE RESTE INCERTAIN**

Le diagnostic de la période actuelle repose sur deux questions essentielles : l'analyse du choc inflationniste et la nécessité d'une restructuration en profondeur des appareils de production. L'encadré 5 ci-après fournit quelques éléments concernant la gestion du choc inflationniste français et donne un exemple significatif des perspectives économiques à moyen terme publiées<sup>14</sup>

##### - A propos du choc inflationniste

Le profil économique de la crise du coronavirus va se transformer brutalement fin 2022 ; l'invasion de l'Ukraine par la Russie (24 février 2022) déclenche une forte hausse des prix de l'énergie et des céréales, suivie d'une hausse générale des prix à la consommation. L'interprétation de choc inflationniste ne fait pas consensus : alors que dans la période antérieure, la BCE s'était donné l'objectif à moyen terme d'une hausse des prix de 2%, jamais atteint (sans que cet échec ne pose de problème aux défenseurs intransigeants du mandat de la BCE), cette fois, la hausse des prix dépasse l'objectif de prix fixé par la BCE, mais le diagnostic dominant est que cette difficulté résulte des conséquences d'un choc transitoire des prix de l'énergie suite au conflit Russie-Ukraine ; une partie des hausses de prix constatées dès aujourd'hui ont des causes plus structurelles résultant de l'inadaptation

<sup>14</sup> L'OFCE, comme la plupart des organismes qui réalisent des prévisions à moyen terme, estime que cet exercice est rendu difficile par l'incertitude résultant des aléas internationaux (Ukraine), la définition des différents chocs qui affectent l'économie française et des réponses budgétaires appelées à leur répondre.

des appareils de production provoquée par la « démondialisation » des chaînes de valeur et la nécessité de financer les investissements exigés par le « verdissement » des économies<sup>15</sup>.

Finalement la hausse des prix de l'énergie entre juillet 2021 et juillet 2022 a été de 6,2%, mais la moitié de cette hausse a été neutralisée par des mesures budgétaires non permanentes protégeant le pouvoir d'achat des ménages dénommées « bouclier tarifaire »; leur coût est évalué par Ministère des finances à 45 Md€.

Le diagnostic conjoncturel de la période actuelle où près de la moitié de l'inflation résulte de la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation repose sur l'hypothèse que, dès 2024, l'économie réelle retrouverait ses caractéristiques de la période pré-crise covid pour autant que les politiques économiques permettent d'éviter une boucle prix- salaire<sup>16</sup>.

#### - *Après le choc inflationniste*

Mise ainsi en perspective, la crise du covid et la récession de 2020 (-7,9% selon l'INSEE) ainsi que le choc inflationniste actuel ne sont que des accidents très transitoires ce qui permet d'envisager un retour rapide à l'orthodoxie budgétaire. En caractérisant l'inflation comme une perturbation transitoire, les projections macroéconomiques actuelles sous estiment la hausse des besoins d'investissement nécessaires à moyen et long terme pour la restructuration des appareils de production, le remboursement des dettes, notamment des PGE (Prêts Garantis par l'Etat) contractées pour faire face à la récession, et, pour les ménages, la rénovation des logements afin de les adapter au choc climatique la sortie de la période actuelle. L'accroissement des besoins de financement des agents économiques, résultant de ces besoins d'investissement ne concerne pas seulement les entreprises mais aussi les ménages et les Etats en fonction des choix politiques et aussi pour améliorer la situation des services publics et des missions régaliennes (soutien des pouvoirs d'achat, santé, armée, énergies...). Les prévisions macroéconomiques reprises dans l'encadré 5 montrent, que malgré l'hypothèse d'un solde budgétaire qui ne respecterait pas strictement les normes maastrichtiennes, la croissance française semble trop faible pour faire face à ces perspectives qui incitent à considérer qu'il faudra envisager de renouveler de plans de soutien analogue aux plans de relance européen<sup>17</sup>, qui avait pris quelques distances avec les exigences des traités européens.

---

<sup>15</sup> La FED est revenue à une gestion de l'inflation plus traditionnelle en précisant qu'elle faisait de la lutte contre l'inflation son « objectif prioritaire » quel que soit le prix à payer en termes de croissance : comme la France, elle a confirmé qu'elle se donnait un objectif de hausse des prix de 2%, mais, à la différence de la France, elle a précisé qu'elle conserverait des taux directeurs élevés tant que l'objectif de 2% ne serait pas atteint.

<sup>16</sup> L'épisode où Paul Volker président de la Fed et fervent néolibéral, et donc monétariste intransigeant, illustre le prix de l'orthodoxie monétariste : lorsque, en mars 1980 l'inflation américaine a atteint le niveau de 15%, Paul Volker n'a pas hésité à porter le taux directeur de la FED à 19% , taux qui aurait permis à l'inflation de refluer à 2,5% en juillet 1983 ; Cette épisode est considérée par les monétaristes les plus intransigeants comme un succès, bien qu'il ait provoqué, entre 1980 et 1982, une récession accompagnée d'une forte hausse du chômage. Depuis cet épisode, l'emploi du mot stagflation suscite des craintes que les grandes institutions de prévision économiques devraient approfondir.

<sup>17</sup> l'UE a mis en œuvre un plan de relance affranchi des règles budgétaires (voir annexe) ; celles-ci encadrent les aides financière aux Etats (article 310), et ce plan comprend non seulement des aides ayant vocation à être

Si la plupart des grandes institutions considère que le choc inflationniste sera de brève durée, une inquiétude commence à émerger, celle de la prolongation de la période de hausse des prix. Et de l'installation d'une boucle prix-salaires entretenant l'inflation, comme cela fut le cas dans les années 1960. La crainte d'un retour de la « stagflation » se manifeste de plus en plus ouvertement, bien que le prix de l'orthodoxie de la lutte contre l'inflation puisse parfois se révéler lourd (voir note 15).

Encadré 5

**L'inflation avec ou sans bouclier tarifaire et les perspectives à moyen terme de l'économie française**

**1/Hausse des prix à la consommation des ménages français entre le deuxième trimestre 2021 et le deuxième trimestre 2022 résultant de la hausse des prix de l'énergie :**

-Hausse des prix, hors effet du bouclier\* : Effet direct : 4,0% effet indirect : 2,2% effet total :6,2%

-Hausse des prix avec effet du bouclier : Effet direct : 1,9% effet indirect : 1,2% effet total : 3,1%

\*La hausse des prix de l'énergie sans bouclier a été de 55,8%, ramenée à 19% par l'intervention du bouclier fiscal. Cette hausse des prix exerce un double effet, direct par la hausse du prix de l'énergie consommée directement par les ménages et indirect par ses effets sur les prix des biens et services consommés par les ménages. Les deux principales mesures du bouclier fiscal concernent le gel des tarifs réglementés du gaz évitant une hausse de 47% et le plafonnement des tarifs de l'électricité augmentés seulement de 4% entre août 2021 et février 2022 et stabilisés depuis.(Source INSEE)

**2/Perspectives à moyen terme de l'économie française, publiées par l'OFCE en juillet 2022**

Ces perspectives ont été réalisées avec les hypothèses suivantes : réalisation du programme électoral de Macron, prix moyen du pétrole stabilisé en 2023 à 100\$ le baril et prix de l'électricité stabilisé à 100€ le MWH, compensation des dépenses publiques nouvelles (santé, éducation, etc.) par des économies (retraites, assurance-chômage, etc.)

(En % du PIB)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>PIB</b>	6,8	2,4	1,0	1,6	1,9	1,9
<b>Inflation (IPC)</b>	1,6	5,3	4,1	2,1	2,0	2,0
<b>Déficit public</b>	-6,4	-5,5	-4,6	-4,5	-4,2	-4,0
<b>Dettes publique</b>	112,5	112,2	112,5	113,1	113,1	112,8
<b>Intérêts sur dette publique</b>	1,4	1,5	1,7	1,9	2,1	2,1
<b>Taux OAT 10 ans</b>	0,0	1,9	2,8	2,9	3,0	3,0

(Source : OFCE)

remboursées, mais, pour un tiers de son montant, des subventions aux Etats , subventions d'autant plus importantes que les difficultés des pays bénéficiaires sont importantes : ainsi l'Italie reçoit 65,5 Md€ de subventions, l'Espagne 59,2 Md€, la Pologne 23,1 Md€ alors que la France reçoit 37,4 Md€ et l'Allemagne 22,7 Md€.

La complémentarité des politiques monétaires et budgétaires est donc affaiblie par le mix des politiques suivies depuis le choc inflationniste actuel. Le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, dans une lettre ouverte au Président de la République, publiée le 7/7/2021, donc avant la crise ukrainienne, bien que partisan, comme on l'a vu, d'une complémentarité des politiques monétaires et budgétaires, considère que le moment est venu de revenir à des taux directeurs « normaux », le taux directeur de 2% est envisageable en 2024 et il ne devra être dépassé que « si les données d'inflation le requièrent ». Pour que le retour à des taux « normaux » n'alourdisse pas trop le coût de la dette publique, il convient donc de la réduire à bref délai à son niveau pré-covid (100% du PIB) Dans ce nouveau contexte, les politiques économiques, notamment celle de la banque centrale doivent à la fois contenir l'inflation et accroître notre croissance potentielle, ce qui permet au Gouverneur de la Banque de France de conclure que la fixer ces deux objectifs simultanément « c'est nous donner les moyens de limiter les tensions inflationnistes »<sup>18</sup>. Très bel exercice dialectique, mais dont on peut douter qu'il satisfasse les pays « frugaux » d'une zone monétaire « non optimale » comme celle de la zone euro.

#### **CONCLUSION : VERS UNE AUTRE UE ?**

La crise des subprimes a ouvert une nouvelle phase dans les économies des pays développés en général, de l'UE en particulier ; elle a montré qu'une récession mondiale restait envisageable, et que le mix des politiques monétaires et budgétaires pouvait contribuer au soutien de la croissance collective des pays-membres ; l'élargissement des fonctions de la BCE, qui désormais est non seulement chargée de définir la politique monétaire, mais aussi de la gestion micro et macroéconomique de la résilience des système financiers est une avancée dans cette direction. Ces nouvelles possibilités ont été rendues possibles par trois novations importantes : d'une part les gouvernements ont accepté de ne plus faire reposer la définition des politiques économiques sur une application stricte des recettes néolibérales, d'autre part, de donner un rôle plus important aux critères de solvabilité des Etats plutôt qu'au plafond de l'endettement public et enfin, qu'il n'était plus irréaliste de prévoir que l'UE ait mission de financer la croissance de l'Union en définissant et finançant par des emprunts européens la croissance collective, ce qui revient à accepter une dose de fédéralisme limitée mais significative.

Cependant ces mutations positives butent sur les conséquences du souhait de nombreux responsables d'accélérer le retour à des politiques économiques plus orthodoxes. On a évoqué plus haut les inquiétudes que provoquent la difficulté des grandes institutions économiques à construire des scénarios économiques et financiers convaincants faute de construire des perspectives de long terme dans lesquelles s'inscriraient les budgets des

---

<sup>18</sup>On notera que la Banque de France vient de créer un indicateur des anticipations d'inflation : à un horizon de 3 à 5 ans, en mars 2022, les chefs d'entreprise estimaient que l'inflation retomberait à 3% (en médiane) , soit un niveau proche de leurs anticipations du 4<sup>ème</sup> trimestre 2021qui étaient de 2%.

Etats. Aller dans cette direction aurait évité ce qu'il faut considérer comme une grave erreur politique : analyser le choc inflationniste actuel d'abord comme un choc conjoncturel, alors que les facteurs structurels auraient dû avoir une place plus importante et imposer un horizon d'analyse plus long. Les insuffisances de cet angle de réflexion sont telles que la décision de la BCE de renoncer à sa pratique de « forward guidance » est passée inaperçue alors qu'elle affaiblit la capacité de la banque centrale à influencer les anticipations à long terme des investisseurs en communiquant sur l'évolution à long terme de sa politique monétaire.

Enfin il faut également souligner que les caractéristiques du tissu des entreprises de chaque pays donnent une capacité très différente de construire les réponses les plus efficaces aux défis de la période. Les grandes entreprises, en général cotées, subissent vivement la pression des marchés financiers, ce que le PDG de la CDC, Eric Lombard, dénonce vivement dans Le Monde du 22/02/2022 : « Jusque-là je pensai que pour un fonctionnement normal de l'économie de marché, la prudence exigeait de contenir les salaires afin que l'économie française reste compétitive. J'ai aujourd'hui la conviction que le capitalisme est dérégulé parce que le taux de rendement demandé par les actionnaires est trop élevé. Cela ne peut pas marcher » Eric Lombard précise que son établissement trouve sans difficulté des occasions d'investissement procurant des rendements de 4% alors que sur les marchés financiers, les rendements exigés par les investisseurs sont de 8 à 15%.

Le CEPII<sup>19</sup> rappellent que la France place 31 entreprises dans le palmarès de Fortune des 500 plus grandes entreprises mondiales devant l'Allemagne (29 entreprises), le Royaume Uni (17 entreprises) et l'Italie (6 entreprises). Loin d'être un atout, cette caractéristique est un handicap car ces multinationales ont choisi de délaissé le renouvellement de leur appareil de production national pour investir hors de France en réaménageant leurs chaînes de valeur et en réalisant des opérations importantes de fusions-acquisitions ; les parts de marché à l'exportation des grandes entreprises ont reculé 3 fois plus que le recul des exportations des entreprises plus petites.

Ce constat incite à comparer les stratégies des grandes entreprises françaises avec l'efficacité des stratégies des pme italiennes qui ont mieux préservé leurs parts de marché tout en restant dans des secteurs de niveau technologique moyen facilitées notamment par leur participation à des pôles de compétitivité nationaux dynamiques, alors que les pôles français se concentraient sur les grandes entreprises et affichaient leur vocation internationale.

\*\*\*\*\*

---

<sup>19</sup> Cf la dernière étude publiée sur cette question : Pierre Cottenaz, Sébastien Jean et Vincent Vicard, « Les multinationales françaises, fer de lance du commerce extérieur français, mais aussi de sa dégradation », lettre du CEPII, mai 2022.

## ANNEXE

### Réglementation des financements de l'UE

Le traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne (TFUE) pose les règles suivantes :

#### **L'UE ne peut garantir les engagements des Etats membres**

Article 125 : « L'Union ne répond pas des engagements des Administrations centrales, des autorités régionales et locales, ou d'autres organismes ou entreprises publiques d'un Etat membre, ni ne les prend à sa charge, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique ».

#### **La clause échappatoire du Pacte de Stabilité et de croissance**

Article 122 alinéa 2 : « Lorsqu'un Etat membre connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés, en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle, le Conseil, sur proposition de la Commission, peut accorder, sous certaines conditions, une assistance financière de l'Union à l'Etat membre concerné »

#### **Le budget de l'UE doit être équilibré**

Article 310 alinéa 1, §2 : « Le budget [de l'UE] doit être équilibré en recettes et en dépenses » Article 310 alinéa 4 : « En vue d'assurer la discipline budgétaire, l'Union n'adopte pas d'actes susceptibles d'avoir des incidences notables sur le budget sans donner l'assurance que les dépenses découlant de ses actes peuvent être financés dans la limite des ressources propres de l'Union et dans le respect du cadre pluriannuel visé à l'article 312 »

#### **La référence actuelle à la clause échappatoire générale du Pacte de Stabilité et de croissance (article 122)**

En mars 2020, la Commission Européenne a activé le recours à la clause échappatoire, jamais utilisée depuis son introduction en 2011. Dans une communication au Conseil Européen, du 20 mars 2020, elle justifie ce recours par la nécessité de permettre aux Etats membres de prendre les mesures budgétaires permettant de faire face à la crise du coronavirus, événement qui échappe au contrôle des gouvernements, et qui a un impact majeur sur les finances publiques ; en conséquence, cet impact sera exclu lorsque la Commission évaluera le respect du Pacte de Stabilité et de Croissance. *La Commission précise cependant que si les Etats peuvent « s'écarter temporairement de la trajectoire d'ajustement vers l'objectif budgétaire à moyen terme [c'est] à la condition que cela ne compromette pas la viabilité budgétaire à moyen terme »*

La clause dérogatoire, activée dès le début de la crise Covid devait prendre fin en 2023, mais en mars 2022, elle a été prolongée en 2023. Toutefois MR Paolo Gentiloni, commissaire européen aux affaires économiques et monétaires a relativisé les conséquences de cette décision prise pour faciliter les réponses budgétaires entraînées par la guerre d'Ukraine et avertissant que les Etats devaient faire un usage modéré des facilités ainsi offertes au maintien de politiques budgétaires accommodantes.