



septembre 2020

CRISE DU CORONAVIRUS : UNE CRISE SANS PRÉCÉDENT ?

Michel FRIED

La présente note n'entend pas décrire le « monde d'après » la crise du coronavirus, mais présenter les contraintes et les dangers qui pèsent sur la dynamique économique et financière à l'œuvre. Il est frappant de constater que le débat actuel sur le monde d'après semble sous-estimer les questions évoquées dans cette note. La sortie de la crise de 2008 résulte en grande partie de réformes internationales visant à améliorer la résilience des systèmes bancaires, et, dans une moindre mesure, de la finance de l'ombre, mais les contraintes budgétaires qui pèsent spécifiquement sur la croissance économique des pays européens ont été peu modifiées. Aujourd'hui, l'horizon des mesures prioritaires retenues pour résoudre le double choc d'offre et de demande qui caractérise la crise du coronavirus, sont très courtes alors que la crise a été un révélateur de problèmes structurels profonds. La sortie de cette crise ne semble donc guère porteuse de promesses pour le monde de demain, comme certains l'ont pronostiqué.

Sommaire

- 1- Les causes de la crise du coronavirus sont différentes de celles des deux grandes crises du XX^{ème} siècle**
- 2- Les caractères spécifiques de la crise du coronavirus**
 - 2-1 Une crise plus profonde et plus dispersée*
 - 2-2 Une gestion de la crise qui vise surtout à la rendre supportable à court terme*
- 3- Une reprise plus lente et plus difficile que ce que prévoyait le consensus des experts**
 - 3-1 Les incertitudes de la reprise technique : l'épargne forcée des ménages ne sera pas le trésor caché qui soutiendra la reprise technique*
 - 3-2 Une occasion perdue : les plans de relance ne seront pas les instruments des réformes structurelles jugées indispensables*
- 4- Les risques et les incertitudes qui pèsent sur le retour à une croissance « normale »**
 - 4-1 La résilience paradoxale des marchés financiers*
 - 4-2 L'économie devant le mur des faillites et du chômage : un nouveau « doom loop »*

Conclusion : de la crise économique à la crise idéologique

Annexes

1- LES CAUSES DE LA CRISE DU CORONAVIRUS SONT DIFFÉRENTES DE CELLES DES DEUX GRANDES CRISES DU XX^{ÈME} SIÈCLE

Les deux crises du XX^{ème} siècle, la crise de 1929 et celle des subprimes de 2008, ont leur origine dans la sphère financière, alors que les causes directes de la crise actuelle ne se trouvent ni dans la sphère financière, ni dans la sphère économique.

1-1 La crise de 1929 s'est produite après une période d'euphorie économique qui a nourri une phase de spéculation boursière effrénée alimentée par les financements à crédit des achats de titres financiers. Le ralentissement de la croissance qui se produit à l'automne 1929 provoque le retournement brutal des anticipations qui soutenaient la croissance économique et la stabilité de la sphère financière ; le 24 octobre 1929 marque le début d'une panique boursière qui va se prolonger jusqu'en 1932. L'indice boursier va reculer de 90% entre son point haut de 1920 et son point bas de 1932 et la production industrielle se réduira de moitié sur la même période. Cette situation provoquera une crise bancaire profonde : en mars 1933, 12000 banques ont survécu sur les 29000 existantes avant la crise.

L'analyse de la crise de 1929 occupe une place essentielle dans la réflexion sur la définition des politiques monétaires et économiques souhaitables pour lutter contre une récession. Si l'approche keynésienne en est une conséquence marquante, l'approche monétariste en a été également bouleversée : ainsi Milton Friedman¹ a dénoncé la responsabilité de la politique monétaire restrictive suivie alors par la FED ; il considère que ce choix « inepte » a contribué à transformer une crise conjoncturelle ordinaire en une crise mondiale et en asséchant la liquidité des banques, il les a acculées à vendre leurs actifs (crédits, actions et obligations), provoquant l'effondrement des prix. La crise financière qui en résulte contaminera l'économie réelle et provoquera une récession mondiale. Bien que les analyses monétaristes de Milton Friedman soient loin de faire consensus, l'assouplissement des politiques monétaires s'imposera, sans grands débats, comme un outil de gestion essentiel lors des crises de 2008 et de 2020.

1-2 La crise de 2008, comme celle de 1929, trouve son origine dans la sphère financière, mais les politiques mises en œuvre pour la résorber sont différentes, bien que toutes deux débiteront par une séquence néo-keynésienne de soutien public de la demande et des banques lancée dans l'urgence; cette séquence prendra rapidement fin lors de la crise de 2008, car la hausse de la dette publique qu'elle provoquera (tableau 1) mettra les pays les plus endettés dans l'obligation de pratiquer les politiques budgétaires d'austérité résultant des traités signés par les pays-membres. La croissance de l'UE deviendra rapidement atone et, du fait des différences de développement non résolues entre ces pays membres, elle débouchera sur un rebond de la récession et une « crise des dettes souveraines »². En revanche, la crise

¹ L'ouvrage de Milton Friedman et Anna Schwartz, « Histoire monétaire des Etats Unis (1867-1960) » s'inscrit dans la perspective libérale de l'auteur qui entend démontrer que la crise de 1929 n'est pas la manifestation d'un échec du capitalisme, mais d'un échec de l'Etat qui occuperait une place devenue trop importante dans les économies modernes. Cette analyse de la crise a cependant alimenté les positions de certains des principaux responsables de la définition des politiques monétaires mise en œuvre pour résoudre la crise de 2008, comme Ben Bernanke, pourtant considéré comme un néokeynésien (voir note 3 ci-après).

² Les institutions créancières de la Grèce, se sont divisées sur les suites à donner à la crise grecque, la Commission Européenne ayant été la plus acharnée à une application stricte des règles européennes alors que le FMI était ouvert à une restructuration de sa dette publique ; les exigences de la Commission l'ont emporté, et les aides accordées à la Grèce ont été conditionnées à l'exécution de réformes structurelles drastiques, qui ont montré les limites de la gestion européenne de la crise telle qu'elle résulte des traités ; ces règles deviendraient inapplicables socialement, si elles étaient imposées à un pays plus important, qui, serait alors face à l'alternative de faire défaut sur sa dette ou de sortir de l'UE. Ce risque a été perçu par les agences de notation qui, en janvier 2012, ont dégradé la note de neuf pays de la zone euro, dont la France. Finalement l'éclatement de la zone euro

financière proprement dite sera gérée, dans le cadre de réunions successives du G20, débouchant sur un consensus international sur la nécessité de réformer la régulation du système financier, en fait surtout de sa composante bancaire, malgré de fortes dissensions entre les Etats Unis et l'UE.

Le déroulement de cette crise a suivi une logique dite de « doom loop » (boucle fatale), lorsque les difficultés de la sphère financière et celles des économies réelles se sont entrecroisées et amplifiées mutuellement. Les politiques monétaires suivies, notamment par la FED³ et avec plus de réticences par les autres banques centrales, ont été fortement expansives, contrairement à ce qui avait été pratiqué lors de la crise de 1929, afin d'alléger fortement les coûts du refinancement des banques ainsi que celui des entreprises du fait des achats de titres par les banques centrales sur les marchés (quantitative easing). Désormais les banques centrales se donnent deux objectifs, celui du soutien direct des économies réelles en renforçant les incitations à investir des agents non financiers privés et celui de rendre plus supportable la charge des endettements publics, en forte hausse qu'il serait peu réaliste de prétendre réduire dans un contexte de forte récession.

Toutefois cette présentation de la crise de 2008 ne doit pas faire oublier que les difficultés du secteur bancaire ont joué, comme lors de la crise de 1929, un rôle essentiel. La crise bancaire résulte de la transformation du business model des banques qui les a conduites, pour développer leur activité de crédit, à s'affranchir de la surveillance de la solvabilité de leurs clients, en s'appuyant sur les marchés, fortement internationalisés, des titrisations. En réalité les techniques de titrisation n'ont pas permis aux banques d'assainir leurs bilans et, après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, la FED puis les autres banques centrales⁴ ainsi que les Etats, ont dû tout à la fois soutenir simultanément les banques devenues incapables de faire face à leurs pertes et les économies réelles au prix d'un fort alourdissement de leur dette publique. La zone euro, après une reprise modérée de la croissance, va subir une période de défiance concernant la solvabilité des pays les plus endettés, dite crise de la dette souveraine. Ne parvenant pas à retrouver ainsi un rythme de croissance plus satisfaisant, la BCE pratiquera une politique monétaire dite de quantitative easing conduisant ses taux directeurs dans la zone négative, sans parvenir à retrouver une croissance plus soutenue, ce que la FED avait réussi en couplant les incitations procurées par les taux bas et une politique budgétaire plus expansive.

La zone euro est donc sortie de la crise des subprimes sans avoir résolu deux problèmes essentiels :

- d'une part, les conséquences de l'existence d'une monnaie non appuyée sur un Etat, alors que la zone regroupe des pays dont les niveaux de développement sont très différents et que la solidarité très limitée existant entre les pays-membres ne permet

n'a été évité qu'en contournant les traités pour aider les Etats éprouvant des difficultés à gérer leurs déficits budgétaires notamment par la création du MES (Mécanisme européen de solidarité).

³ Ben Bernanke, membre du Conseil des gouverneurs de la FED depuis 2002, a été nommé Président de la FED par Georges Bush, en 2005, poste qu'il occupera jusqu'en janvier 2014. Il est l'auteur de plusieurs études sur la crise de 1929, où il se réfère aux analyses de Milton Friedman. Bien que souvent considéré comme un néokeynésien, il se référera aux analyses de Milton Friedman, et il mettra en œuvre une politique monétaire expansive (quantitative easing) dans des proportions inconnues jusqu'alors faisant passer le bilan de la FED de 800 md\$ à la veille de la crise de 2008 à plus de 4000md\$ lord de la crise de 2008.

⁴Les défauts des crédits subprimes ont surtout concerné les établissements financiers américains, alors que des établissements financiers non-américains ont été contaminés, entre autres raisons, par leurs investissements en actifs titrisés américains adossés notamment à des crédits subprimes.

pas de corriger. La zone euro est ce que Mundell a appelé une zone monétaire « non-optimale » car chaque pays-membre se voit appliquer une politique monétaire unifiée adaptée, non pas à sa situation, mais à la situation moyenne de la zone. Faute de mécanismes de solidarité réels entre les pays membres, la croissance d'une partie de la zone euro est pénalisée par l'impossibilité de mettre en œuvre une politique monétaire expansive, alors même que la rigueur des traités européens lui interdit de mettre en œuvre des politiques budgétaires expansives.

- D'autre part, la difficulté à créer les conditions permissives de l'amélioration de la résilience de systèmes financiers largement mondialisés, butera sur la concurrence entre les banques américaines et européennes, et entre les banques, fortement régulées et la finance de l'ombre peu régulée. Dans ce contexte, il faudra dix à quinze ans pour unifier mondialement les normes bancaires⁵ et entamer un début de régulation de la finance de l'ombre.

La crise de 2020 va mettre à l'épreuve la sous-optimalité de la croissance européenne, cause essentielle de la faiblesse de sa croissance potentielle et l'optimisme plus ou moins fondé concernant la stabilité retrouvée du système financier depuis la fin des années 2010.

2- LES CARACTÈRES SPÉCIFIQUES DE LA CRISE DU CORONAVIRUS

La profondeur de la récession et son ampleur très différente selon les pays, la contradiction entre la profondeur du choc récessif et les performances soutenues des marchés financiers, boursiers en particulier, et la résilience améliorée mais toujours incertaine de son système financier, conduisent à craindre que la sortie de la crise actuelle ne soit plus longue et plus difficile que ne l'anticipent les acteurs.

2-1 Une récession plus profonde et plus dispersée que lors de la crise de 2008

A la différence de la crise de 1929 et de celle des subprimes, cette récession n'a pas pour origine la sphère financière, ni même la sphère économique ; elle résulte du blocage volontaire par les Pouvoirs Publics de l'activité économique afin de réduire par le confinement des populations, une épidémie qui, traitée avec retard, est devenue une pandémie. Le blocage de l'économie réelle a provoqué un effondrement des PIB d'une brutalité jamais connue jusqu'alors.

Les pays émergents et en développement ont été touchés plus tardivement que les pays développés. En 2020, la récession y a été presque trois fois moins forte que celle qui a frappé les pays développés et leur résistance à la crise semble très incertaine, d'autant que beaucoup de ces pays étaient déjà en difficulté avant le déclenchement de la crise du coronavirus. Ces pays subissent une « double peine »⁶, car ils doivent lutter à la fois contre la pandémie et contre une récession importée des pays riches. La Banque mondiale pointe le rôle joué dans la récession que subissent ces pays, par l'effondrement des prix des matières premières, du pétrole en particulier. La récession subie par les pays pauvres est très largement la conséquence, de l'amenuisement des revenus procurés par le tourisme, de la faiblesse des exportations de matières premières, de l'épuisement des ressources versées par les travailleurs

⁵ Pour une présentation des réformes entreprises après le déclenchement de la crise de 2008, voir Michel Fried, « Les enjeux d'une réorientation vers les marchés des systèmes financiers européens » Cahier Lasaire n°51, septembre 2019.

⁶ Selon l'expression d'Alain Frachon dans Le Monde du 19 juin 2020.

émigrés dans les pays riches et de la hausse du dollar. Ces facteurs dont certains sont apparus avant le déclenchement de la crise, alors que d'autres, tels les perspectives de relocalisation des chaînes de valeur en direction des pays les plus développés contribuent à réduire les flux de capitaux provenant des pays riches. La situation des pays pauvres les plus endettés est devenue si dramatique qu'une aide d'urgence, sans rapport avec les besoins, est envisagée par les pays riches⁷.

Tableau 1

La crise des subprimes et la crise du coronavirus

	Crise subprimes			Crise coronavirus		
	2008	2009	2010	2019	2020**	2021**
<u>Δ PIB en %</u>						
<i>Monde</i>	3,0	-0,6	4,2	2,9	-4,9	5,4
<i>Pays avancés</i>	0,5	-3,2	2,3	1,7	-8,0	4,8
<i>Pays émergents et en dévt</i>	6,1	2,4	6,3	3,7	-3,0	4,3
<i>Zone €</i>	0,1	-2,2	1,5	1,5	-12,5	7,3
France	1,2	-5,0	1,2	0,6	-7,8	5,4
Allemagne	-1,3	-5,0	1,5	0,3	-12,8	6,3
Italie	0,9	-3,6	-0,4	2,0	-12,8	6,3
Espagne	0,5	-4,9	1,3	1,4	-10,2	2,4
Royaume Uni	0,4	-2,4	3,1	2,3	-8,0	4,5
Etats Unis						
<u>Dette publique* en %</u>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	105,2	131,2	132,3
<u>PIB</u>	69,0	78,7	84,3	84,1	105,1	103,0
<i>Pays avancés</i>	68,1	79,0	81,7	98,1	125,7	123,8
<i>Zone €</i>	65,2	72,7	80,7	59,8	77,2	75,0
France	102,4	112,5	115,4	134,8	166,1	161,9
Allemagne	39,4	52,7	60,1	95,5	123,8	124,1
Italie	51,8	65,8	76,4	85,4	101,6	100,5
Espagne	71,6	85,2	94,4	108,7	141,4	146,1
Royaume Uni						
Etats Unis						

*Dette brute des administrations publiques

**Prévisions de juin 2020

(Source : FMI)

Dans les pays avancés, les PIB se sont brutalement effondrés en 2020 : en un seul trimestre le recul a été de 20 à 40%, selon la sévérité et la durée des mesures de confinement des

⁷ A l'initiative du G20 financier d'avril 2020, les pays pauvres qui le demandent peuvent bénéficier d'une suspension du paiement des intérêts de leur dette publique en 2020 et 2021 afin de les aider à combattre la pandémie. 73 pays pauvres sont concernés par cette offre et 42 envisagent de donner suite à cette offre dont le coût total est évalué à 5,4 Md\$, très en retrait sur les 14 Md\$ annoncés en avril. Cette initiative n'a pas été bien accueillie par les marchés, car elle était accompagnée par la demande adressée aux créanciers privés de procéder eux aussi au moratoire sur les paiements de leur dette. Moody's a ainsi menacé les pays qui participeraient à l'offre du G20 de diminuer leur notation.

populations prises par la plupart de ces pays pour vaincre la pandémie.⁸ L'ampleur de la récession des pays avancés attendue en 2020 serait de 8 à 9%, soit un montant presque trois fois plus important que le recul de 2009. Les prévisions à moyen terme notamment sur la vitesse de sortie de la crise se heurtent à deux difficultés, la possibilité d'un rebond de l'épidémie nécessitant un retour plus ou moins localisé des confinements ce qui entamerait la reprise de la croissance de l'économie réelle et, faute d'indicateurs statistiques appropriés, l'incapacité des modèles de prévisions à suivre rapidement les caractéristiques de la période pour y adapter en conséquence les mesures d'urgence. Le scénario dominant de sortie de la récession repose sur une évolution des PIB sur une courbe en V (recul profond des PIB puis reprise forte et rapide), mais la plupart des conjoncturistes n'excluent plus des scénarios alternatifs, où la croissance des PIB suit une courbe en U (recul profond du PIB, suivi d'une période de reprise très faible et enfin redémarrage d'une croissance soutenue) ou même une courbe en W (rebond de la pandémie).

2-2 Une gestion de la crise qui vise d'abord à la rendre supportable à court terme

La violence de la crise a contraint les pays développés à assouplir (plus ou moins temporairement ?) les restrictions imposées aux politiques budgétaires, y compris dans la zone euro⁹. Les pays de la zone sont entrés dans la crise du coronavirus dans une situation rendue encore plus difficile par la faiblesse de leur croissance, qui contraste avec le dynamisme des Etats Unis (Tableau 1 ci-dessus) :

Les contraintes budgétaires spécifiques à la zone ont fortement pesé sur sa croissance comparée des Etats Unis (entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2020, leur PIB s'est accru de 22%) avec la zone euro dont le PIB n'a progressé que de 1,5%. Sur cette même période, la dette publique des Etats Unis s'est alourdie de plus de 35 points de PIB entre 2019 et 2021, soit presque le double de la hausse de 19 points constatée dans la zone euro. L'augmentation de la dette américaine est d'autant plus spectaculaire, que ce pays est entré dans la crise du coronavirus avec un niveau de dette publique de 109%, alors que la dette de la zone euro n'était que de 84%.

Les mesures de soutien budgétaire d'urgence annoncées ont été très différentes selon les pays (tableau 2 ci-après) : début juin 2020, elles représentaient 16% du PIB américain, 47% du PIB allemand, 21% du PIB français, 35% du PIB italien et 15% du PIB espagnol. Toutefois la faiblesse apparente des mesures américaines est plus que compensée par l'importance de la contribution de la FED au soutien de la croissance

⁸ Attention, la mesure du choc peut être appréhendée de plusieurs façons qui aboutissent à des chiffres très différents. Ainsi dans le cas de la France, le recul du PIB en volume au deuxième trimestre 2020 a été de 13,8% (comparé à son niveau du premier trimestre 2020) mais, comparé au niveau du second trimestre 2019, il est de 19%. Ces deux concepts sont parfois nommés du même nom de « variation trimestrielle ». (données de la Comptabilité nationale trimestrielle, publiées en juillet 2020).

⁹ Cet assouplissement de la régulation budgétaire n'est pas fondé sur une modification des traités mais sur la « règle de sauvegarde générale » (General Escape Clause) qui autorise les Etats à s'affranchir du Pacte de Stabilité et de Croissance en cas de retournement « sévère ». Le retour à « la normale » de la croissance pourrait donc être le signal du retour des politiques budgétaires restrictives. (annexe de cette note).

Tableau 2

Comparatif par pays des mesures budgétaires de soutien d'urgence

(En % du PIB 2020 du pays)	France	All	Italie	Esp	USA
Total : en % du PIB (en Md€)	20,7 (455,3)	47,1 (1536,9)	35,1 (558,6)	15,0 (165,8)	16,2 (3613,0)
dont :					
Dépenses additionnelles de santé	0,4	2,3	0,2	0,4	1,6
Soutien trésorerie entreprises	15,8	10,1	0,9	1,3	2,9
Garanties de prêt et apports en capital	15,8	28,9	15,8	10,3	6,8
Soutien des ménages (dont chômage partiel)	1,4 (1,4)	1,9 (0,3)	1,4 (1,4)	1,8 (1,6)	4,8 nd

(Source : D'après les données recensées par la BNP)

Les données du tableau 3 mettent en évidence l'importance accordée par la France et l'Italie à la préservation du lien contractuel entre l'entreprise et ses salariés résultant du recours massif au chômage partiel (ce dispositif avait été utilisé surtout par l'Allemagne lors de la crise de 2008). Les estimations du nombre de salariés concernés par ce dispositif au deuxième trimestre 2020 sont éloquentes :

Tableau 3 - Nombre de salariés concernés par les dispositifs de chômage partiels

	En millions	En % de la population salariée
Allemagne	10,6	26
France	12,0	47
Italie	8,1	42
Espagne	3,9	23
Pays Bas	1,7	21

(Source : BCE)

Selon les évaluations du FMI, les mesures d'urgence pèseront de façon importante sur les soldes budgétaires, y compris pour l'Allemagne qui, en 2020, a extériorisé un déficit budgétaire paradoxal s'agissant d'un pays qui venait de rendre inconstitutionnel les déficits budgétaires. Le tableau 4 ci-après, montre que tous les pays n'ont pas hésité à renforcer leur déficit budgétaire dans le courant de l'année 2020.

Tableau 4 - Évolution des soldes budgétaires en % du PIB

	Soldes en % du PIB			Écart en points de PIB entre les prévisions de juin et d'avril 2020	
	2019	2020	2021	2020	2021
Etats Unis	-6,3	-23,8	-12,4	-8,4	-3,7
Allemagne	1,5	-10,7	-3,1	-5,2	-1,9
France	-3,0	-13,6	-7,1	-4,5	-0,8
Italie	-1,6	-12,7	-7,0	-4,4	-3,5
Espagne	-2,8	-13,9	-8,3	-4,4	-1,6
Royaume Uni	-2,1	-12,7	-6,7	-4,4	-1,3

(Source : FMI juin 2020)

Aux Etats Unis, comme en Europe, les banques centrales ont complété l'action d'urgence des Etats.

Les banques centrales ont agi dans trois directions principales. En trois mois, de mars à juin 2020, la FED a accru son bilan de 3000 Md\$, soit deux fois plus qu'elle ne l'avait fait en 2008-2009 ; fin 2020, celui-ci pourrait représenter 35 à 40% du PIB américain, hausse énorme, si on se rappelle qu'en 2007, avant la crise des subprimes, il ne dépassait pas 6% du PIB. :

- Veiller au maintien de la stabilité et de la liquidité du système bancaire en baissant leurs taux directeurs, si la zone des taux négatifs n'était pas atteinte (cas de la FED) et en allégeant la couverture des risques de crédit (encadré 2 ci-dessous)

Encadré 1

La couverture des risques de prêt assouplie par la BCE

Depuis 2018, les banques sont tenues de se conformer à une nouvelle norme comptable dite IFRS 9 concernant les instruments financiers, qui remplace l'ancienne norme dite IAS 39, jugée à la fois trop procyclique et ayant conduit les banques à entrer dans la crise de 2008 avec des bilans qui sous-estimaient leurs risques. L'ancienne norme comptable ne demandait aux banques de provisionner leurs risques de crédit que si un événement générateur de perte, généralement un incident de paiement, s'était matérialisé. La nouvelle norme, ne se réfère plus à la logique du « risque avéré » mais à l'évaluation des risques pouvant affecter l'actif financier durant toute sa vie. A cette fin, la banque évalue ces risques à partir de scénarios plus ou moins complexes décrivant cette période. Ces scénarios doivent mobiliser toute l'information dont dispose la banque. La nouvelle norme IFRS 9, en extériorisant un montant de risque plus important, alourdit le montant des provisions et les exigences de fonds propres exigés mais rend les bilans bancaires moins sensibles aux fluctuations conjoncturelles.

Dès mars 2020, les régulateurs bancaires américains et européens ont accordé aux banques la capacité de ne plus considérer les reports d'échéance accordés à leurs clients comme le signe d'un défaut de paiement, dès lors que cette facilité résulte d'une décision publique ou privée, non spécifique à l'emprunteur, prise dans le cadre de mesures temporaires de soutien des entreprises pour lutter contre la pandémie. La qualité des encours de crédit bancaire se détériore donc sans répercussions sur les exigences de fonds propres. Le soutien des économies réelles a donc comme contrepartie l'acceptation par les régulateurs d'une certaine fragilisation des systèmes financiers lorsque les risques potentiels de crédit se matérialiseront.

- En lançant le programme PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) le refinancement des banques à des conditions exceptionnelles de durée dès lors qu'elles maintiennent ou accroissent leurs crédits aux entreprises¹⁰

¹⁰ Selon une étude de la Deutsche Bank, le surplus d'endettement public des pays de la zone euro a été de 610 Md€ environ au premier semestre 2020 ; les achats de dette publique réalisés par la BCE via les programmes PEPP et PSPP sont de 584 Md€ sur la même période : la BCE a donc monétisé 95% du surcroît de la dette publique. L'importance relative de ces achats varie selon les pays : ils ont excédé le surcroît de dette de l'Italie de 129% et de 116% pour la France, mais ils n'ont été que de 80% pour l'Allemagne et même de seulement 37% pour les Pays Bas.

- En pesant sur les taux longs en accroissant leurs achats de titres publics et privés (quantitative easing) et dans certains cas en prévoyant des procédures spécifiques de soutien des financement des PME et de soutien d'entreprises fragiles dont les titres sont classés comme spéculatifs (notés en dessous de BBB+)¹¹.

-

Les mesures d'urgence décidée par l'UE

L'UE a mobilisé une enveloppe de 540 Md€ sur son budget pour contribuer au financement par les Etats de leurs plans d'urgence. Cette enveloppe se décompose en trois procédures :

- une ligne budgétaire temporaire de 240 Md€ dite PCS (Pandemic Crisis Support), affectée au Mécanisme Européen de solidarité (MES) afin qu'il aide les Etats à financer à un taux proche de zéro voir négatif, sans leur imposer de conditionnalités autres que celle de se cantonner au financement des dépenses de santé liées à la lutte contre la pandémie. En août 2020, aucun pays de la zone n'avait eu recours à ce programme.¹²
- Un fonds de garantie des prêts des Etats d'un montant de 200Md€
- Un fonds dénommé SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) d'un montant de 100 Md€ de prêts aux Etats qui peineraient à financer leur système de chômage partiel.

Ces trois mesures seront les seules aides, distribuées exclusivement sous forme de crédits et non de subventions, dont disposent les Etats pour faire la jonction entre les mesures d'urgence qui s'amenuiseront progressivement dès la fin de l'été 2020 et les premiers versements provenant du budget pluriannuel de l'UE et des plans de relance européens qui ne seront pas disponibles pour les Etats avant la fin du premier trimestre 2021 ... si leur plan de relance n'est contesté ni par la Commission ni par un Etat membre.

La création par la Commission des trois mesures temporaires d'urgence approuvées par le Conseil a été parfois interprétée, notamment dans le Financial Times, comme une tentative destinée à bloquer la création par les pays de l'UE d'un mécanisme d'aide à la relance des économies européennes qui se heurtait à la résistance des Etats dits « frugaux » ou « radins » (Autriche, Danemark, Pays Bas, Suède). L'adoption du programme de relance européen rend sans objet cette interprétation.

¹¹ La FED n'étant pas autorisée à prêter à fonds perdu, n'a pu réaliser ces acquisitions que parce que le Congrès a créé un fonds de garantie dédié intervenant en cas de défaut sur ce type de dette. La BCE, de son côté a été libérée de son obligation de proportionner le volume de ses achats de titres d'un pays membre à son poids dans la zone, ce qui entraînait des risques de pénurie de titres de dette les plus demandés, notamment des titres allemands.

¹² Deux raisons sont avancées pour expliquer ce fiasco : d'une part, le risque que les pays qui utiliseraient ce mécanisme se voient imposer des conditionnalités discrètes lors de leurs recours aux procédures européennes, et, d'autre part, le fait que les pays ayant le plus besoin d'aides sont désormais à peu près certains de recevoir un montant significatif de subventions provenant du plan de relance de l'UE, qui, elles n'ont pas besoin d'être remboursées comme les crédits consentis par le MES. Ainsi l'Italie devrait recevoir au titre du plan de relance de l'UE 80 Md€ de subventions et 120Md€ de crédits. Finalement, il n'est pas impossible que les pays demandeurs n'utilisent ces crédits que comme des crédits relais permettant d'attendre les premiers versements du plan de relance.

Des mesures d'urgence européennes aux mesures européennes de soutien des plans nationaux de relance.

Après cinq jours de négociations, le Conseil Européen, a réussi, le 21 juillet 2020, à obtenir, au prix de concessions réciproques, un accord (obligatoirement unanime) sur son plan de relance qui doit encore être ratifié par le Parlement Européen d'ici la fin 2020.

Le plan de relance européen, d'un montant de 750 Md€, est incorporé dans le projet de budget pluriannuel de l'UE (2021-2027). L'essentiel du plan (672,5 Md€) est inscrit dans un programme spécifique de 672,5 Md€ dénommé « Facilités pour la reprise et la résilience » qui comprend 360 Md€ de prêts et 312,5 Md€ de subventions ; 70% des subventions devront être engagées d'ici la fin de 2023, dont 70% au moins en 2021-2022. Les 72,5 Md€ de ressources d'emprunt restantes de l'UE, seront affectés aux différents programmes du budget pluriannuel de l'UE, et notamment du programme REACT EU qui sera abondé à hauteur de 47,5 Md€.

Les plans nationaux de relance, dénommés par la Commission « plans nationaux de reprise et de résilience » doivent « être cohérents avec les recommandations par pays de la Commission (semestre européen) et donc viser à renforcer la croissance potentielle, soutenir l'emploi et la résilience économique et sociale de l'Etat-membre... [et contribuer] effectivement à la transition verte et numérique». Le respect de ces objectifs par les plans nationaux sera évalué par la Commission, et ratifié par le Conseil Européen à la majorité qualifiée.

Encadré 2

Le plan de soutien de l'UE (750 Md€) pour relancer les économies européennes

Le Conseil Européen a adopté le 21 juillet 2020 un plan de relance « exceptionnel et donc temporaire » pour lutter contre les effets de la pandémie. Ce plan, d'un montant de 750 Md€, est inscrit comme une composante du futur budget pluriannuel de l'UE (2021-2027), d'un montant de 1074 Md€ revu et approuvé dans l'accord. La composante de lutte contre les effets du coronavirus sera employée à hauteur de 360 Md€ à consentir des prêts aux Etats membres destinés à financer leurs plans de relance nationaux, à hauteur de 390 Md€ sous forme de subventions aux Etats subissant les difficultés les plus fortes, dont 77,5 Md€ serviront à renforcer les missions traditionnelles du budget européen qui auront été réévalués souvent à la baisse. Le Parlement européen a voté le 23 juillet une résolution qui conteste les concessions qui ont été faites par le Conseil pour obtenir l'accord des 27 pays.

Le Conseil, qui n'entend pas remettre en cause les principes traditionnels de son action, a déclaré en conséquence, dans ses conclusions, que « [l'effort de relance exceptionnel] ne produira le résultat souhaité et ne sera durable que s'il présente un lien et est en harmonie avec le cadre financier pluriannuel classique qui façonne nos politiques budgétaires depuis 1988 et offre une perspective à long terme ». La majeure partie du plan de soutien exceptionnel est donc enregistrée dans une nouvelle ligne budgétaire dénommée « Facilités pour la reprise et la résilience » d'un montant de 672,5 Md€, qui sera répartie entre les pays européens sous forme de prêts (360 Md€) et de subventions (312,5 Md€), Les autres dépenses nouvelles d'un montant de 77,5 Md€ sont affectées à des lignes budgétaires traditionnelles distribuant des subventions ce qui porte le total des subventions approuvées par le Conseil à 390 Md€, comme cité dans le paragraphe précédent.

L'UE charge la Commission de lever en son nom 750 Md€ sur les marchés financiers ; son activité d'emprunts devra cesser fin 2026 et ces emprunts devront être remboursés au plus tard pour la fin 2058. Elle émettra en conséquence environ 180 Md€ chaque année, ce qui la place au quatrième rang des émetteurs européens, derrière l'Italie, la France et l'Allemagne*.

3- UNE REPRISE PROBABLEMENT PLUS LENTE ET PLUS DIFFICILE QUE CE QUE PRÉVOIT LE CONSENSUS DES EXPERTS EN MARS 2020

Les gouvernements ont organisé la gestion de la crise du coronavirus selon deux séquences temporelles qui, à l'origine devaient être de nature très différentes. La première séquence, qui a été rapidement présentée dans la section 2-2 de cette note, était conçue à l'origine pour pallier les conséquences de la décision des Pouvoirs publics d'éviter une vague massive de faillites d'entreprises en allégeant leurs échéances de paiement (fiscalité, loyers et crédits) qui pesaient sur la trésorerie des entreprises, et de préserver les contrats de travail des salariés, en différant, sans les supprimer, les grandes réformes libérales du marché du travail (ce qui inclut la réforme du système de retraite) programmées au début du quinquennat. Dès mars 2020, les mesures concernant le temps de travail étaient assouplies en principe jusqu'au 31 décembre 2020 (durée maximale quotidienne du travail portée de 10 à 12 heures ou possibilité de déroger par un accord d'entreprise aux accords de branche limitant les recours aux CDD dans « les secteurs particulièrement nécessaires à la vie de la nation et à la continuité de la vie économique et sociale » (ordonnance du 25 mars 2020).

La seconde séquence temporelle devait, à l'origine, être consacrée surtout au soutien des investissements débouchant sur des réformes structurelles dont la crise avait révélé la nécessité. Un relatif consensus se fait jour sur ces réformes qui, d'une part sont rendues nécessaires par les impasses des stratégies d'entreprises révélées par la crise, telles que les excès de la mondialisation des chaînes de valeur d'industries comme celle de la santé incompatibles avec l'efficacité du service public de la santé, les retards pris sur la concurrence de la transformation des processus de production (numérisation, énergie, travail à domicile etc.) dans des secteurs comme l'automobile ou les transports, ou le hiatus devenu éclatant entre l'utilité sociale de certaines catégories de travailleurs et la situation (condition de travail, salaires et effectifs) que les entreprises et les administrations leur consentent, ou, enfin, la faible importance accordée à la réduction des inégalités territoriales par les plans d'investissement des entreprises et des administrations.

La spécificité de ces deux séquences temporelles aux caractéristiques marquées s'est affaiblit quand, dès avril 2020, il est apparu que la reprise technique attendue dès le second semestre 2020 sera trop faible, rendant nécessaire la prolongation d'une partie des mesures d'urgence éventuellement allégées¹³. En conséquence, plans de relance et plans d'urgence vont tendre à se ressembler, au détriment des mesures structurelles.

3-1 Les incertitudes de la reprise technique : L'épargne forcée des ménages ne sera pas le trésor caché qui soutiendra la reprise technique de la croissance

La vision d'un retour en deux ou trois ans aux niveaux d'activité qui précédaient la crise, s'estompe au profit de scénarios de sortie de crise retraçant une reprise devenant plus difficile. Dans tous les pays de l'UE, le choc de la pandémie a provoqué un recul de l'activité économique, une baisse des revenus des ménages et surtout, suite aux mesures de confinement prises pour lutter contre la pandémie, un recul de leur consommation plus que proportionnel au recul de leurs revenus ; l'épargne des ménages s'est donc accrue de façon

¹³ On donnera, quelques exemples qui évoquent ces erreurs de diagnostic. Ainsi le renforcement du chômage partiel a été décidé le 20 mars et mobilisait une enveloppe budgétaire de 8,5 Md€ utilisable pendant deux mois. Le 10 avril, cette enveloppe a été portée à 20 Md€

involontaire. Une note de l'OFCE¹⁴, quantifie les mécanismes de cette épargne forcée réalisée par les ménages français.

Cette note couvre la période du 17 mars au 5 juillet 2020, période qui comprend 8 semaines de confinement strict (17 mars au 10 mai) et 8 semaines de déconfinement partiel. Durant cette période, les revenus avant transferts des ménages ont diminué de 40 Md€, perte compensée à hauteur de 30 Md€ par les transferts des administrations (chômage partiel), des entreprises et des fonds de solidarité des indépendants, en sorte que la perte effective de revenu des ménages n'a été que de 10 Md€. Durant cette même période, faute de pouvoir se déplacer et de trouver des commerces ouverts, les ménages ont réduit, contraints et forcés, leur consommation de 85 Md€. Leur épargne s'est donc accrue de 75 Md€ dont près des 3/4 (55 Md€) a été réalisé durant la période de confinement strict. Ainsi, selon l'OFCE, le taux d'épargne des ménages a augmenté de 5,6 points durant la période étudiée. La plupart des conjoncturistes estiment que ce taux ne diminuerait que peu au second semestre 2020 restant à un niveau supérieur à 22%, au dessus de son niveau de moyenne période (14,5% environ).

L'épargne forcée des ménages constitue ainsi un « trésor caché » susceptible de leur permettre de retrouver le chemin de la consommation. En fait les déceptions concernant la sortie de la crise risquent d'être suffisamment fortes, pour les inciter à transformer une grande partie de cette épargne forcée en un surcroît de leur épargne de précaution, rendue plus que jamais nécessaire pour faire face aux caractéristiques du monde de demain, où, faute de réformes structurelles, ils peineront à trouver des solutions aux risques probables de pertes d'emploi du fait de l'insuffisance des réformes structurelles et de l'érosion des systèmes de protection sociale, notamment concernant la couverture des risques chômage et retraites et des insuffisances de la croissance.

3-2 Une occasion perdue : les plans nationaux de relance ne seront pas les instruments des réformes structurelles annoncées comme nécessaires

Beaucoup d'observateurs considéraient que l'ambition des programmes dits de relance ne pouvait qu'être importante compte tenu des objectifs qui leur étaient assignés et certains, qui n'avaient pas oublié les déclarations de Macron au début de son quinquennat, y voyaient même l'occasion d'un retour de la tradition française de planification et de politique industrielle ; en effet, dès avant la crise, Emmanuel Macron avait donné le signal d'une réforme constitutionnelle dans ce sens, en annonçant, le 3 juillet 2017, la création d'une « Chambre du futur » qui remplacerait l'actuel CESE (Conseil économique, social et environnemental). En revanche, la proposition de Schäuble de faire précéder la définition des plans de relance nationaux d'une phase d'harmonisation européenne n'a guère eu d'échos, sauf par la Commission européenne qui a proposé, avec le soutien de l'Allemagne et de la France, de créer une timide « Union Européenne de la santé » autour de la création d'un fonds de 9,5 Md€ pour investir dans la santé et pour financer des stocks européens de médicaments et de matériels.

Le plan de relance français

Le montant des plans de relance nationaux semblent faible comparés aux montants mobilisés par les mesures d'urgence. Ainsi les 130 Md€ du plan de l'Allemagne, seul pays qui a avoir voté son plan de relance dès juin 2020, apparaissent particulièrement faibles comparés au

¹⁴ OFCE, Policy brief n°75, 26 juin 2020

montant de son plan d'urgence (1500 Md€) et le montant du plan français, 100 Md€, semble également faible comparé au coût de son plan d'urgence (455 Md€), mais dans un moindre proportion que le plan allemand. Le gouvernement français souligne que son plan de relance représente 4,5% du PIB national soit plus que le montant relatif du plan allemand, 3,7% du PIB national ; la presse a également repris abondamment la comparaison du montant du plan de relance français de 2020 avec le montant de 34 Md€ du plan de relance français de 2008¹⁵

Encadré 3

Les mesures du plan de relance français (1)

Ecologie : 30 Md€ dont : rénovation des bâtiments publics et des logements privés : 6 Md€, décarbonation de l'industrie : 1,2Md€, transition agricole : 1,2Md€, Infrastructure et mobilité vert :8,9Md€, technologies vertes : 8,2Md€

Compétitivité : 34 Md€ dont :fiscalité des entreprises : 20 Md€, financement des fonds propres des TPE,PME et ETI : 3 Md€, soutien au développement des marchés clés (numérique et santé) : 2,6Md€, aides à l'innovation des filières stratégiques : 1,95Md€, soutien au secteur spatial : 0,52Md€, préservation de l'emploi RD : 0,3Md€, relocalisation dans les territoires : 0,4Md€, investissement en fonds propres : 0,5Md€, mise à niveau numérique de l'Etat, des territoires et des PME : 1,85 MD€

Cohésion : 36 Md€ dont : sauvegarde de l'emploi (activité partielle de longue durée : 7,6Md€, jeunes : 8Md€ (dont apprentissage et contrats de professionnalisation : 2,7 Md€), recherche (ANR et enseignement supérieur) : 2,96 Md€, Segur de la santé et dépendance : 6 Md€, coopération sanitaire (vaccins) :0,05 Md€, aide aux précaires et personnes vulnérables : 0,8Md€

TOTAL GENERAL : 100 Md€

(1)Les intitulés des rubriques sont repris du document officiel. Cet encadré ne reprend que les rubriques les plus importantes.

Le plan de relance français, résumé dans l'encadré 3, a été publié début septembre 2020, selon une présentation qui met en évidence la volonté gouvernementale de respecter le poids relatif des mesures écologiques exigé par le Conseil européen (30%). Une autre lecture du plan montrerait que ses effets sont concentrés sur un certain nombre de secteurs, notamment de l'automobile : ainsi une grande partie des mesures dites « écologiques » iront vers ce secteur, telles que le soutien de la demande de véhicules propres 1,9Md€, le verdissement du parc automobile de l'Etat 180 M€, le développement de l'hydrogène vert 2 Md€, le soutien direct aux secteurs aéronautiques et automobiles 2,6Md€ ainsi qu'une quote-part des mesures horizontales telles que les aides à la numérisation, les soutiens des opérations de relocalisation, la préservation des emplois de RD, etc. ainsi que la baisse des impôts sur la production de 20 MD€ sur deux ans, dont les effets défavorables sur les ressources des

¹⁵ En fait, le montant du plan de relance de 2008 avait été fixé initialement à 26 Md€, montant qui pouvait sembler particulièrement faible comparé aux montants relatifs des autres plans nationaux. Les responsables français avaient alors expliqué que la faiblesse du plan français était pleinement justifié par l'ampleur des stabilisateurs automatiques français, de son système de protection sociale en particulier ; les simulations de l'époque, rappelées alors par la Cour des Comptes, montrent que ce facteur a réduit de 0,6 point la baisse du PIB en 2008 et de 1,9 point celle de 2009. Cette caractéristique nationale expliquerait que la récession française ait été plus faible que celle des autres pays européens. On ne sera que médiocrement surpris de constater que le rôle des stabilisateurs automatiques n'ait pas été rappelé lors de la présentation du plan de 2020.....

collectivités locales seront compensés par un prélèvement sur la TVA ; par ailleurs le gouvernement a annoncé que la baisse du taux de l'IS, votée en 2017, était maintenue.

La lutte contre le chômage n'est pas un objectif prioritaire du plan de relance français ; selon les indications communiquées par le Premier Ministre, la réalisation du plan devrait entraîner la création de 160 000 emplois, alors que, selon l'INSEE, 715000 emplois salariés ont été supprimés au premier semestre 2020 ce qui représente une baisse de 2,8% du nombre total d'emplois salariés. On remarquera que le plan allemand, à la différence du plan français est fortement axé sur le soutien immédiat de la demande et de l'emploi avec sa mesure phare de baisse temporaire de la TVA , de 19% à 16% pour le taux ordinaire et de 7% à 5% pour le taux réduit (coût 20 Md€), d'une prime de 300€ par enfant, d'une baisse du prix de l'électricité ainsi que d'une enveloppe de 25 Md€ pour venir en aide aux indépendants.

4- LES RISQUES ET LES INCERTITUDES QUI PÈSENT SUR LE RETOUR À UNE CROISSANCE « NORMALE »

4-1 La bonne tenue paradoxale des marchés financiers.

En mars 2020 les Bourses américaines et européennes ont brutalement enregistré une baisse de 20% environ, pratiquement résorbée en quelques mois : aux Etats Unis la baisse était pratiquement effacée à la fin juin 2020 et en Europe, elle a été compensée aux deux-tiers (et même totalement effacée en Allemagne) à la grande surprise des professionnels de marché. Ceux-ci expliquent cette résistance des Bourses par l'accroissement de l'épargne involontaire des ménages, empêchés de consommer par le confinement qui leur est imposé. Ce facteur n'explique guère la bonne tenue des Bourses, car les ménages ont cantonné ce surcroît d'épargne dans des emplois très liquides, en grande partie dans leurs comptes courants. La résistance des marchés boursiers semble résulter plutôt de causes structurelles :

- d'une part, les économies sont entrées dans un monde où la faiblesse des taux à long terme, ne permet plus de couvrir les deux types de risques courus par les prêteurs par la « prime de terme » qui compense la durée d'immobilisation des placements et par la prime de risque proprement dite, qui compense le risque de défaut ; dès lors, les investisseurs à la recherche de rendement, sont incités à délaisser les marchés obligataires et à se replier sur les marchés actions.
- D'autre part, l'irrationalité apparente de la résistance des Bourses résulte du fait que, depuis les années 1980, les achats de titres par les banques centrales effectués pour maintenir des taux d'intérêt très faibles sur toute la courbe des taux, ont échoué à relancer, comme elles l'attendaient, les investissements et donc la croissance des économies réelles en manque de demande solvable. La dynamique de la croissance des marchés financiers est devenue si peu dépendante de la situation des économies réelles que, lorsque la BCE a annoncé en mars 2020 qu'elle portait le montant de ses achats d'actifs à « seulement » 120 Md€, les cours de Bourse se sont effondrés, et cette baisse n'a été effacée qu'après l'annonce du renforcement de ses achats de titres. Loin d'être portée par des perspectives favorables de croissance des entreprises, la résistance des cours de Bourse résulte donc de la croyance des investisseurs dans la persistance de la bulle financière qui caractérise la situation des économies.

4-2 L'économie devant le mur des faillites et du chômage : un nouveau « doom loop¹⁶ ?

La résilience restaurée des banques leur a donné la capacité d'être des amortisseurs de la crise, ce qui n'avait été le cas, ni lors de la crise de 1929, ni durant celle de 2008. Claudio Borio, directeur du département économique et monétaire de la Banque des Règlements Internationaux¹⁷ considère toutefois que cette résilience nouvelle est mal interprétée par les décideurs qui la considère « comme faisant partie de la solution [à la crise de 2020], alors qu'elle fait partie du problème » ; Claudio Borio explique que l'accroissement des capitaux propres des banques réalisé après la crise de 2008, leur a permis, lors du déclenchement de la crise de 2020, d'accroître leurs encours de crédit à l'économie réelle, ce qu'elles n'avaient pu faire lors du déclenchement de la crise de 2008, mais Bâle 3 ne suffirait pas à contenir les conséquences d'une vague massive de défaillances bancaires en cas de récession importante. C'est donc commettre une erreur d'appréciation que de croire que la réussite de la régulation microprudentielle débouche nécessairement sur une régulation macroprudentielle efficace ; pour le dire autrement, le Directeur économique et financier de la BRI, lieu de l'élaboration des normes bancaires internationales, considère qu'en cas d'insolvabilité d'une grande partie des banques, les normes de fonds propres instaurées après la crise de 2008, pourrait ne pas être en mesure d'éviter une nouvelle crise du système bancaire dans son ensemble. On notera que les trois principales banques américaines, JP Morgan, Citigroup et Wells Fargo ont provisionné au premier semestre 2020 plus que ce qu'exigeaient les normes bancaires ; elles expliquent qu'il était préférable de réduire leurs résultats, car les normes prudentielles ne permettraient pas de faire face à une crise dont la durée et la gravité étaient peut-être sous estimées.

Le mur des faillites et du chômage : le risque d'un nouveau doom loop

Dès avant la crise, l'endettement des entreprises françaises était un sujet d'inquiétude, plus ou moins fondé de nombreux analystes, notamment parce que les entreprises françaises sont à la fois les plus endettées mais surtout parce que durant les années qui ont précédé la crise, leur endettement a continué de progresser alors qu'il tendait à se stabiliser dans la plupart des pays développés (tableau 5 ci-après).

¹⁶ Expression qui a été utilisée pour décrire l'apparition d'une boucle de rétroaction réciproque lorsque les risques apparus dans la sphère financière amplifient les difficultés de l'économie réelle, ce qui en retour va aggraver la situation de la sphère financière (ou vice-versa). Le doom loop a été popularisé par les analyses de la crise des dettes souveraines survenue dans la zone euro en 2011-2012, lorsque les banques gravement exposées aux risques de certaines obligations publiques ont réduit leurs financements de l'économie réelle provoquant une récession.

¹⁷ Dans son intervention intitulée « The Prudential Response to the Covid 19 Crisis » prononcée à l'occasion de l'assemblée générale de la BRI le 30 juin 2020.

Tableau 5

Taux d'endettement du secteur privé non financier*

(% du PIB, décembre de chaque année)	total		Ménages		Entreprises	
	2017	2019	2017	2019	2017	2019
Etats-Unis	149,8	149,0	102,3	102,1	46,0	46,9
Zone euro	118,7	118,8	57,6	57,9	60,9	60,9
dont :	90,3	96,0	53,5	54,5	37,0	41,5
Allemagne	127,4	135,1	59,7	61,6	69,3	73,5
	106,9	109,9	41,0	41,2	66,2	63,7
France	128,8	110,0	59,0	56,9	67,6	61,1
Italie	131,2	148,1	83,4	83,6	68,1	65,3
Espagne						
Royaume-Uni						

(Source : Banque de France)

Cependant les risques provoqués par un excès d'endettement des entreprises semblaient quelque peu surestimés (voir note 5 sur ce sujet), car les entreprises françaises ont eu un comportement différents de celui de leurs homologues étrangères : la hausse de leur endettement s'est produit parallèlement à la hausse de leurs ressources nettes de trésorerie, ce qui suggère que l'insuffisance de leurs investissements ne provient pas de la lourdeur de leurs charges mais plutôt de l'insuffisance des occasions d'investissement qu'elles pouvaient saisir. La crise du coronavirus conduit à modifier ce jugement, dans la mesure où nombre d'entreprises doivent honorer leurs échéances alors que leurs revenus ont diminué voire temporairement disparu.

Le véritable risque de la crise tient donc à la forte probabilité qu'elle débouche sur la faillite d'un nombre important d'entreprises et donc sur une explosion du nombre de chômeurs. Les mesures d'urgence ont permis, jusqu'ici, de réduire ce risque, puisque, dans le cas français, le nombre de procédures judiciaires, comparé au même trimestre de 2019, loin de progresser a diminué au premier trimestre 2020 de plus de 20%. Ce recul s'explique entre autre par l'adaptation temporaire du droit des entreprises en difficulté, en France comme en Allemagne, qui a interdit, jusqu'au 24 août 2020, de considérer qu'une entreprise est en état de cessation de paiement si elle ne l'était pas au 2 mars 2020 (ordonnance du 27 mars 2020)¹⁸ et par les reports d'échéance qui leur ont été accordés par l'Etat et les banques. D'autres mesures d'urgence, plus visibles, ont joué un rôle important pour réduire le nombre de défaillance, notamment les dispositifs de chômage partiel et les PGE (Prêts Garantis par l'Etat).

Une étude de l'OFCE¹⁹ sur un échantillon de un million d'entreprises françaises, évalue le nombre d'entreprises qui auraient du se déclarer en cessation de paiement. Comparé à une

¹⁸ Une entreprise est tenue de déposer une demande d'ouverture de procédure collective dans les 45 jours qui suivent son état de cessation de paiement.

¹⁹ Mattia Guerini, Lionel Nesta, Xavier Ragot et Stefano Schiavo : « Défaillance d'entreprises en France et crise de la covid 19 » OFCE, Policy brief n° 73, 9 juin 2020. On regrettera que la simulation de l'OFCE n'ait pas traité des PGE dont le volume est une caractéristique des mesures d'urgence prises par la France (l'encours de

situation sans récession où le nombre de défaillances d'entreprises serait de 1,8%, le nombre de défaillances correspondant à la situation actuelle devrait être de 4,4%, et le nombre d'entreprises connaissant des problèmes de liquidité devrait atteindre à plus de 10% au lieu de 3,8%. L'OFCE estime que le chômage partiel a été particulièrement efficace pour réduire la part des entreprises défaillantes. Toutefois, la perpétuation des dispositifs d'urgence les plus efficaces ont un coût élevé alors que les bénéficiaires de ces dispositifs sont non seulement des entreprises qui traversent une crise de liquidité temporaire, mais aussi des entreprises qui sont dans une situation d'insolvabilité irrémédiable. Il a été jugé que l'éradication de ces effets d'aubaine était rendue impossible car l'analyse des risques par les banques et/ou l'Etat aurait pris trop de temps²⁰. Le plan de relance prévoit de traiter cette question en créant une enveloppe de 3 Md€ pour renforcer les fonds propres des TPE, PME et ETI, ce qui suppose que face au nombre d'entreprises en difficulté, les banques et l'Etat soient en mesure de séparer les entreprises exposées à un risque de trésorerie de celles qui sont dans une situation d'insolvabilité irréversible, ce qui n'avait pas été possible pour accorder les PGE.

Enfin, on ne saurait négliger la fragilisation latente des bilans bancaires qui résulte des mesures d'urgence. Ce constat a incité des institutions comme le FMI, la BCE ou la Banque de France à publier des mises en garde sur la stabilité financière des banques. Ainsi, le FMI, dans une note destinée aux Ministres des finances du G20 du 18 juillet écrit que le nombre de défaillances d'entreprises, notamment des PME, devrait fortement progresser et que les pertes d'emplois, les faillites et les restructurations de l'industrie devraient fragiliser un peu plus le secteur bancaire et financier. La possibilité d'un nouveau doom loop ne saurait donc être écartée.

CONCLUSION : DE LA CRISE ÉCONOMIQUE À LA CRISE IDÉOLOGIQUE

Une crise sans précédent

Cette note ne saurait être achevée sans répondre à l'interrogation de son titre. La thèse sous-jacente développée ici est que la véritable question n'est pas de savoir si la crise du coronavirus est sans précédent mais plutôt de savoir si la récession apparue en 2020, est une crise qui peut être analysée par référence aux grandes crises mondiales de 1929 ou de 2008, ou s'il s'agit d'une crise d'un type nouveau, donc sans précédent. La thèse implicite de cette note est que les gouvernements ne se sont pas donné l'objectif de sortir de la crise du coronavirus, en réformant les régulations publiques et en restructurant les économies, mais en s'efforçant, avec des instruments conjoncturels de court terme, de gérer un choc simultané d'offre et de demande.

Les grandes crises du type de 1929 ou 2008 sont des crises qui ont été provoquées toutes deux, par l'instabilité de la sphère financière (banques et marchés) qui a provoqué une profonde récession dont la sortie fut longue et difficile. L'origine de la récession de 2020 ne se situe ni dans la sphère financière, ni dans la sphère économique, mais elle résulte de décisions administratives nationales de diminution de l'activité économique pour faire face à une épidémie mondiale. Cette récession n'est donc pas la conséquence directe des

ces prêts a atteint en juin 100 Md€, ce qui dépasse les montants réalisés en Espagne (63 Md€), en Allemagne (28 Md€) et en Italie (23 Md€).

²⁰ Il semblerait que les banques et l'Etat aient eu recours au système de notation de la Banque de France qui exclue les petites PME. Toutefois ces notations reposent sur des ratios comptables qui ne font l'objet d'une interprétation approfondie qu'à l'occasion d'un contact direct avec les dirigeants qui n'a lieu qu'une fois tous les 4 ans en moyenne.

insuffisances de la régulation financière. Cette spécificité explique pourquoi les politiques et les économistes ont tout d'abord considéré que, malgré sa violence, la récession sera de courte durée, de l'ordre de quelques mois, ce qui explique tout à la fois le montant exceptionnellement élevé des mesures d'urgence, et la brièveté de leur durée initialement prévue qui ne dépassait pas quelques mois. Toutefois la récession actuelle deviendrait une grande crise véritable si des boucles de rétroaction négatives entre les sphères économiques et financières se formaient, or la gestion de la crise a plutôt accru les risques de rétroaction et donc l'instabilité économique de la période.

Les conséquences de l'instabilité sont suffisamment imminentes et graves pour que Joseph Stiglitz ait pu considérer que la stabilité économique et financière devait être considérée comme un bien public mondial. La production de ce bien public résulte de l'action d'un tissu complexe d'institutions internationales comme le FMI ou l'OMC ou la BRI et d'organismes à compétences régionales ou nationales comme les Banques centrales ou les Etats. Stiglitz dénonce l'« autisme » de cet ensemble dont chaque composante a des compétences trop limitées pour prendre en compte les externalités positives et négatives de son action sur les économies réelles ; Le besoin d'une véritable régulation mondiale n'est donc toujours pas satisfait, bien qu'après la crise de 2008, ce besoin était devenu si évident que les G20 successifs avaient exigé et obtenu des améliorations importantes de la régulation mondiale. Cependant, dans les années qui ont précédé la crise de 2020, ces efforts d'amélioration de la stabilité financière ont été contestés au sein même de la sphère financière²¹ et, comme on l'a vu, dès mars 2020, les contraintes de la régulation bancaire ont été allégées en contrepartie de la préservation des crédits bancaires.

Une crise idéologique²²

Les tensions internes du mode de croissance actuel, l'incapacité des politiques d'offre à dynamiser la croissance, ont suscité dans les pays développés des interrogations sur la capacité de l'idéologie néo-libérale, idéologiquement dominante depuis trente ans, à répondre aux défis de la période. Certains de ses partisans les plus intransigeants considèrent aujourd'hui que cette idéologie est à bout de souffle, sans pour autant que des alternatives plus ou moins radicales ne s'imposent. La crise de la pensée néolibérale impacte à la fois la définition du modèle européen, et la disponibilité d'une alternative idéologique à la pensée dominante.

On citera deux prises de position particulièrement représentatives de la crise de la pensée néolibérale, celle de l'ancien ministre des finances allemand, et celle d'un ex-défenseur acharné de la pensée néo-libérale :

L'actuel Président du Parlement allemand, Wolfgang Schäuble, qui fut, il y a dix ans, en sa qualité de ministre des finances de l'Allemagne, le défenseur d'une stricte application des

²¹ Sur ce mouvement de régulation et son détricotage partiel, voir note 5

²² Cette section se réfère notamment aux publications suivantes : Philippe Aghion, Yann Algan, Pierre Cahuc et Andrei Sheffer « Regulation and Distrust », *Quarterly Journal of Economics*, 2010- Benjamin Coriat « L'âge de l'anthropocène, c'est celui du retour aux biens communs »- Pierre Dardot et Christian Laval « Communs, essai sur la révolution au XXI^{ème} siècle » *La Découverte* 2014 — Jean Luc Gaffard, « le libéralisme social demeure-t-il une alternative ? » *OFCE working paper n°24 2020*- André Gauron « Services publics et biens communs » juillet 2020 (en instance de publication sur le site Lasaire)- « Catherine Vincent « Biens communs : jouir sans posséder » *Le Monde* 21/06/2018 - Joseph Stiglitz « La gouvernance mondiale est-elle au service de l'intérêt général global » juin 2012, accessible sur le site de l'OFCE.- Alain Supiot « La gouvernance par les nombres » 2015 Fayard.

traités européens à la Grèce²³ a défini sa position dans un article publié par le quotidien Frankfurter Allgemeine Zeitung du 6 juillet 2020 ; il rappelle sa défense ancienne de la vision d'une Europe comme une Union économique et non pas seulement comme une zone monétaire²⁴, mais ne renouvelle pas sa recommandation de la sortie des pays qui ne respectent pas les traités européens. Cette vision d'une Europe plus fédérale, le conduit même à reprocher à l'accord du 21 juillet 2020 de ne pas aller assez loin, car il lui manque toujours une réflexion commune vers une souveraineté européenne en matière économique, technologique et énergétique ainsi que la capacité à réaliser une appréciation collective des projets concrets qu'elle devra financer. Ce jugement critique de Schäuble du plan de relance de l'UE apparaît plus pertinent que les applaudissements de ses partisans qui estiment que cet accord est un pas décisif vers la réalisation d'une Europe fédérale.

On citera également l'autocritique d'un économiste engagé à gauche, mais partisan intransigeant du néo-libéralisme, Pierre Alain Muet ; il vient de faire son autocritique en déclarant : «Moi qui ai été un archevêque de la pensée unique et un défenseur de Maastricht, je pense qu'il est grand temps de comprendre que tous les paradigmes viennent de tomber » (les Echos du 02/09/2020).

Concernant la construction d'une alternative idéologique à la pensée dominante, on notera avec intérêt le plaidoyer subtil de Jean Luc Gaffard en faveur d'un réformisme modéré, qu'il appelle « libéralisme social » qui devrait pallier l'échec des politiques publiques. La version néo-libérale des politiques publiques réduit le rôle de l'Etat à pallier les défaillances des marchés ; il cite à ce sujet les travaux de Philippe Aghion et alii qui décrivent l'existence d'un cercle infernal résultant d'une action publique toujours condamnée à l'échec auquel l'Etat cherche à échapper en en développant encore davantage ses interventions publiques. A cette forme du libéralisme, Gaffard oppose une conception du libéralisme où l'Etat n'exerce pas seulement la fonction de dépasser les limites de la régulation par les marchés, mais se fixe aussi un objectif supplémentaire, celui d'accomplir le bien commun défini collectivement par les citoyens, et non pas par les consommateurs ; il estime que cette voie est seule à même de contrebalancer la tentation actuelle de répondre aux échecs du néo-libéralisme en instaurant une démocratie limitée souvent dénommée illibéralisme, comme moyen d'imposer une liberté économique contraire aux aspirations des citoyens. Toutefois, il admet que le

²³ Le film de Costa Gavras « Adults in the room » (2019) retrace la violence des négociations de 2015 entre la Grèce et l'UE, tels que retracés dans les mémoires du Ministre des finances grec de l'époque, Yanis Varoufakis. Le titre du film reprend une déclaration publique de Christine Lagarde à la sortie d'une réunion de négociation de l'Eurogroupe du 15 juin 2015. « Pour le moment nous sommes à court de dialogue, l'urgence c'est de restaurer un dialogue avec des adultes dans la pièce » ; cette déclaration a été reprise par le titre du livre de souvenirs de Yanis Varoufakis.

²⁴ Schäuble ancien ministre des finances de l'Allemagne et actuel Président du Bundestag depuis 2017, est un européen convaincu, mais un militant acharné du strict respect des traités européens. En tant que ministre des finances il conduit une politique budgétaire très stricte et fait inscrire dans la Constitution allemande une règle, dite « zero-noir », de plafonnement du déficit public à 0,35% du PIB, plafond qui ne peut être dépassé qu'en raison de « circonstances exceptionnelles » ; c'est en vertu de cette disposition que l'Allemagne a pu gérer la crise du coronavirus en extériorisant un déficit public important. On notera que le vice-président du groupe parlementaire CDU-CSU a déclaré le 2 septembre 2020 que la règle du plafonnement budgétaire devrait s'imposer à nouveau dès 2022 alors que le Ministre des finances actuel, Olaf Scholz, refuse de se prononcer sur ce sujet, contrairement à la position dominante de son parti, le SPD. Toutefois, Olaf Scholz, qui devait être le candidat du SPD lors des prochaines élections allemandes de septembre 2021, a perdu tout crédit pour avoir délibérément refusé que soit tenu compte des avertissements concernant les fraudes comptables de 2 Md€ de Wirecard (5800 salariés), fintech occupant une place majeure dans les services de paiement des exportations des grands groupes européens et pour avoir obtenu la prescription de l'amende de 47 M€ infligée à la banque allemande Warburg, compromise dans une gigantesque fraude fiscale dite Cumex évaluée à 7 Md€. (Cumex permettait aux actionnaires de grandes sociétés de ne pas payer d'impôt sur les plus values et même de se faire rembourser les impôts qu'ils auraient dû payer...).

principal obstacle à la réalisation d'un tel projet, est la rupture introduite par la mondialisation qui entraîne la subordination des politiques nationales de l'emploi, des revenus aux conditions de concurrence sur des marchés mondialisés et il évoque la possibilité de l'émergence de capitalismes nationaux autoritaires potentiellement en conflit les uns avec les autres. Il décèle dans cette évolution le risque du populisme qui engendre le refus de solidarités entre les nations.

Deux thèmes plus radicaux sont apparus récemment ; les partisans du premier thème estiment nécessaire et urgent que l'Etat se donne un objectif central, celui de la réduction des inégalités ; les défenseurs du second thème entendent réformer l'action publique en s'inspirant de l'esprit des « biens communs ». Ces deux thèmes, dont le caractère sympathique est évident, charrient des ambiguïtés qui rendent certains des projets de réformes qui s'en inspirent parfois suspects.

La nécessité de réduire les inégalités est souvent affichée sans plus de précision, alors que son contenu opérationnel charrie deux objectifs bien différents : d'une part, celui de la lutte prioritaire contre la pauvreté et du besoin de donner un « statut » à certaines catégories sociales, allant des personnels de santé aux éboueurs, dont la crise a révélé l'utilité sociale, et, d'autre part, celui de contrer le déclassement des classes moyennes qui, non seulement ont compris que le destin de leurs enfants sera plus difficile que le leur, mais aussi que leur situation est fragilisée par l'érosion des systèmes de protection sociale et la libéralisation du droit du travail

L'ambiguïté des réformes inspirées par le thème des biens communs est probablement plus forte encore que celle de l'objectif de réduction des inégalités. En effet, cette approche, inspirée par les travaux de Elinor Ostrom (prix Nobel 1990), a inspiré la réflexion de groupes tiers-mondistes et de défenseurs de l'environnement. Cependant, on ne peut faire abstraction du fait que l'approche des communs repose sur une critique déterminée de la nature de l'action publique caractérisée comme intrinsèquement bureaucratique et inefficace, appréciation que n'aurait pas désavoué Friedrich Hayek, théoricien d'une approche sur l'incapacité de l'action publique de rivaliser avec l'efficacité des marchés qui conduisent à une situation d'équilibre économique qui incorpore toute l'information caractérisant l'offre et la demande des acteurs des marchés, ce que ne peut faire l'action publique. Il considère que les marchés doivent occuper une place indépassable, car aucun autre mécanisme, public ou privé, ne pourrait prendre en compte avec autant d'efficacité les décisions économiques de tous les agents²⁵. Les insuffisances et les échecs des politiques économiques, ont conduit à des propositions de réformes de l'action publique inspiré de « l'esprit des communs » (Coriat et Gauron) afin d'affranchir les décisions publiques de leur caractère bureaucratique et pour répondre aux aspirations démocratiques des citoyens. Il conviendrait donc de développer des modes de gestion reposant sur l'auto-organisation des usagers, libérés de l'obligation de respecter les droits de la propriété privée. Cependant cette approche semble plus adaptée à la

²⁵ Friedrich Hayek a reçu le prix dit Nobel d'économie en 1974 et Margaret Thatcher a déclaré, en février 1981, dans un discours devant la Chambre des communes britanniques son admiration pour son œuvre. Hayek créa la société du Mont Pélerin auquel ont adhéré un grand nombre d'économistes néolibéraux, et en particulier les animateurs de l'ordolibéralisme, référence idéologique assumée de nombre de responsables politiques allemands, et de dirigeants des instances européennes, notamment de la Bundesbank. Le rôle économique des Etats doit donc être réduit au minimum d'autant que Hayek la violation de ce principe ouvre la voie au totalitarisme (« La route de la servitude »). Hayek à défendu la thèse extrême selon laquelle les Etats doivent laisser les crises économiques et financières suivre leur cours naturel jusqu'à ce que les équilibres naturels se rétablissent d'eux même sans intervention publique et que les Etats, qui disposent du monopole de la coercition, ne doivent pas se substituer à l'action des marchés mais qu'ils doivent réguler l'ordre spontané des marchés.

gestion de biens locaux, comme le sont les systèmes d'irrigation, mais même ainsi limitée, elle suppose que les avantages de la gestion collective par les usagers l'emportent sur les avantages que certains propriétaires (publics ou privés) pourraient obtenir en gérant eux même les biens communs dont ils sont propriétaires ou en les cédants. Dardot et Laval observent que l'intérêt commun des usagers ne coïncide pas toujours avec les intérêts particuliers, en sorte que certains, particuliers, entreprises et Etats, ont intérêt à adopter des comportements de passager clandestins. Il semble donc difficile de considérer qu'un mode de gestion publique calqué sur le modèle de la gestion des biens communs puisse être une alternative véritable à la gestion étatique.

ANNEXE 1

La définition des missions de la BCE, enjeu d'un débat sur la nature plus ou moins fédérale de l'UE

La Cour constitutionnelle allemande, dans un jugement publié le 5 mai 2020 a exigé que la BCE démontre que ses programme de quantitative easing (achat de dettes surtout publiques) était bien compatible avec ses missions. Ces programmes non conventionnels mis en oeuvre depuis 2015 avaient pris une nouvelle ampleur avec la crise du coronavirus et le lancement d'un programme spécifique d'achat de titres, le PEPP*. Le jugement de de la cour de Karlsruhe exige que la BCE justifie son action dans les trois mois : « Si le Conseil des gouverneurs [de la BCE] n'adopte pas une nouvelle décision démontrant de façon substantielle et compréhensible que les objectifs de politique poursuivis par le PSPP ne sont pas disproportionnés par rapport aux effets économiques et budgétaires qui en découlent la Bundesbank ne pourra plus participer à la mise en place et à l'exécution du programme ».

La Cour de Justice de l'Union Européenne a répondu immédiatement dans un communiqué de presse en rappelant qu'elle seule était compétente pour constater qu'un acte ou une institution est en accord est en accord avec le droit européen, car elle est la « garante de l'unité de l'ordre juridique et de la sécurité juridique de l'Union Européenne » ; en un mot, elle rappelle qu'il n'est pas possible à un Etat membre de l'Union de contester la primauté du droit européen sur les droits nationaux.

La BCE a répondu indirectement aux critiques de la Cour Constitutionnelle allemande de Karlsruhe concernant ses dernières mesures, en précisant une nouvelle fois que ceux-ci sont des « mesures proportionnées » pour « répondre à l'objectif de stabilité des prix fixé par les traités européens, qu'ils ne provoquent pas d' « effets secondaires négatifs potentiels », concernant notamment la « domination fiscale » et qu'ils ne violent pas « l'interdiction des financements monétaires » Ces précisions qui figurent dans le compte-rendu de la réunion des gouverneurs du 25 juin 2020 avaient déjà été formulées dans la plupart des textes de la banque centrales qui présentaient sa politique.

Le 25 juin, la BCE transmettait à la Bundesbank les comptes rendus de son comité des gouverneurs des 3 et 4 juin qui montrait que les effets positifs de la création du PEPP l'emportaient largement sur les effets négatifs et que son comité vérifierait en permanence que le bilan de ce programme reste favorable. Suite à ces informations, Olaf Scholz, le ministre allemand des finances informait la Bundesbank qu'elle pouvait continuer à participer au programme d'achats de titres de la BCE et la nouvelle Présidente du tribunal constitutionnel allemand nommée le 15 mai 2020, Astrid Wallrabenstein déclarait dans le Frankfurter Allgemeine Zeitung que le tribunal constitutionnel ne demanderait plus le respect « à la lettre » de l'indépendance de la Bundesbank.

Christine Lagarde, Présidente de la BCE, dans un article publié par le quotidien Le Monde du 20/04/2020, avait admis cependant implicitement mais clairement que les dernières mesures de politique monétaire décidées par son institution étaient bien novatrices : « Le Covid 19 constitue un choc d'un genre nouveau auquel nous ne pouvons faire face à l'aide de recettes anciennes... Un total alignement des politiques budgétaires et monétaires et l'égalité de traitement [entre les pays de la zone euro] ... sont le meilleur moyen de protéger notre capacité productive et l'emploi ... Si certains pays ne se relèvent pas, les autres en pâtiront. En se montrant solidaire, on sert en fait son propre intérêt ».

*Le Pandemic Emergency Purchase Programme-PEPP soulevait de nombreuses questions et notamment celles de sa taille (750 Md€), de sa composante subventions et son inclusion dans le budget communautaire, ce qui le rendait utilisable au profit des pays de l'UE non membres de la zone euro, ainsi que la non-utilisation de la clef de répartition des subventions et des prêts finances par ce programme. Il est vrai que par le passé la CJUE a admis la création d'institutions comme le MES (Mécanisme Européen de Solidarité) qui semblait déroger aux traités européens de l'avis de certains pays membres.

ANNEXE 2

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 »*