

RÉFLEXIONS QUE SUGGÈRE L'ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE

Série 1

Christian BIALÈS

Ancien élève de l'École normale supérieure Paris-Saclay
Agrégé de l'Université
Professeur honoraire de Chaire Supérieure
en Économie et Gestion
www.christian-biales.fr

Ce site se veut **évolutif**. Pour cela il fait l'objet d'un **enrichissement documentaire régulier**.

© **Les textes édités sur ce site sont la propriété de leur auteur.**

Le code de la propriété intellectuelle n'autorise, aux termes de l'article L122-5, que les reproductions strictement destinées à l'usage privé.

Pour toute utilisation de tout ou partie d'un texte de ce site, nous vous demandons instamment d'indiquer clairement le nom de l'auteur et la source :

CHRISTIAN BIALÈS

Professeur honoraire de Chaire Supérieure en Économie et Gestion
Montpellier (France)

www.Christian-Biales.fr

Tout autre usage impose d'obtenir l'autorisation de l'auteur.

Vous pouvez aussi [mettre un lien vers cette page](#)

Remarques préalables :

- 1- Ce document concerne essentiellement la situation du premier semestre 2023.*
- 2- Il doit beaucoup aux analyses que l'on peut trouver chez des experts reconnus et que j'apprécie tout spécialement, surtout ceux de Natixis, avec son directeur de la recherche économique, Patrick Artus, et ceux de Xerfi comme Olivier Passet et Alexandre Mirlicourtois en particulier.*
- 3- En complément, il est recommandé de consulter notre « Historique de l'euro » pour la période couverte par les présentes « Réflexions ».*

1^{ère} Partie : Je suis plutôt pessimiste sur l'avenir de la zone euro

A- Les difficultés à venir pour l'économie de la zone euro ont 6 causes principales :

1) Un changement de perspective :

La perspective était déjà celle d'une hausse des prix de l'énergie avec les coûts liés à la transition énergétique, en particulier le coût du stockage nécessaire de l'énergie renouvelable. Elle est aujourd'hui celle d'une énergie chère, mais aussi rare avec l'arrêt des importations de gaz naturel russe en Europe.

L'insuffisance de l'approvisionnement en gaz naturel et son prix très élevé, qui pourraient durer plusieurs années, contribueront au recul de la production industrielle.

Taux d'inflation (%) de la zone euro pour une sélection d'agrégats

	Poids (%)	Taux annuel							Taux mensuel
		2022	Sep 21	Avr 22	Mai 22	Juin 22	Juil 22	Août 22	Sep 22
Ensemble de l'IPCH	1000,0	3,4	7,4	8,1	8,6	8,9	9,1	9,9	1,2
Ensemble hors:									
> énergie	890,7	1,9	4,1	4,6	4,9	5,4	5,8	6,4	0,9
> énergie, aliments non transformés	841,2	1,9	3,9	4,4	4,6	5,1	5,5	6,0	0,9
> énergie, alimentation, alcool & tabac	681,8	1,9	3,5	3,8	3,7	4,0	4,3	4,8	1,0
> énergie et produits saisonniers	862,7	1,9	4,0	4,6	4,8	5,3	5,7	6,3	0,9
> tabac	975,8	3,4	7,6	8,2	8,8	9,0	9,3	10,1	1,2
Alimentation, alcool & tabac	208,9	2,0	6,3	7,5	8,9	9,8	10,6	11,8	0,9
> aliments transformés y compris alcool & tabac	159,4	1,9	5,4	7,0	8,2	9,4	10,5	11,5	0,7
> aliments non transformés	49,5	2,6	9,2	9,0	11,2	11,1	11,0	12,7	1,6
Énergie	109,3	17,6	37,5	39,1	42,0	39,6	38,6	40,7	2,9
Biens industriels hors énergie	265,2	2,1	3,8	4,2	4,3	4,5	5,1	5,5	2,7
Services	416,7	1,7	3,3	3,5	3,4	3,7	3,8	4,3	-0,1

Contributions au taux d'inflation annuel de la zone euro (en pp) pour une sélection d'agrégats

	Contributions						
	Sep 21	Avr 22	Mai 22	Juin 22	Juil 22	Août 22	Sep 22
Alimentation, alcool & tabac	0,44	1,35	1,59	1,88	2,08	2,25	2,47
> aliments transformés y compris alcool & tabac	0,31	0,89	1,14	1,33	1,53	1,70	1,85
> aliments non transformés	0,13	0,46	0,45	0,55	0,55	0,55	0,63
Énergie	1,63	3,70	3,87	4,19	4,02	3,95	4,19
Biens industriels hors énergie	0,57	1,02	1,13	1,15	1,16	1,33	1,47
Services	0,72	1,38	1,46	1,42	1,60	1,62	1,80

Données sources: [prc_hicp_ctrb](#)

Le dernier tableau indique les taux de variation en points de pourcentages (pp).

2) La zone euro est aussi touchée par la disparition des gains de productivité du travail,

qui résulte du recul de la durée du travail, du rejet des emplois pénibles, à horaire atypique, ainsi que par le vieillissement démographique.

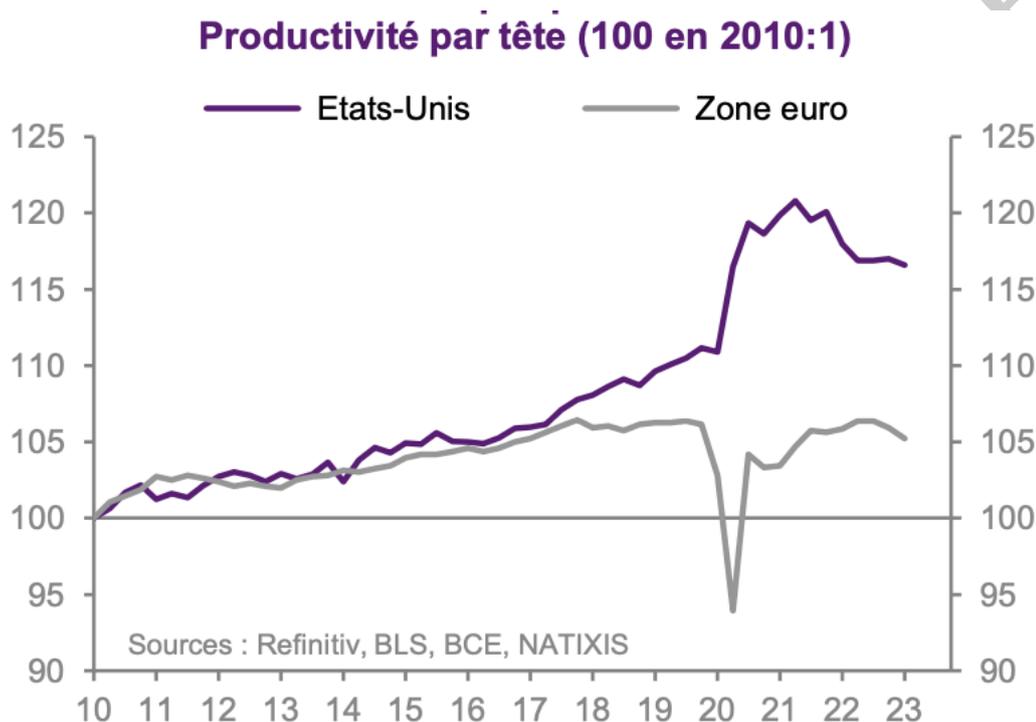
Cela implique la perspective d'absence de croissance potentielle.

Plus précisément, en zone euro les gains de productivité ont diminué depuis la crise des subprimes en 2008-2009 et ont même disparu depuis le début de 2019. Il faut savoir si cela est un phénomène

transitoire ou au contraire durable car il a au bout du compte pour conséquence de diminuer gravement le poids de l'économie européenne au sein de l'économie mondiale. D'ailleurs le PIB de la zone euro par rapport à celui de l'économie mondiale n'a cessé de diminuer : 0,27% au début des années 1990 et 0,15% aujourd'hui.

La productivité du travail stagne depuis 2019 dans la zone euro pour des raisons qui peuvent être transitoires : changement des attitudes des salariés après la Covid, changement de la structure de la demande aussi après la Covid, apprentissage du télétravail.

Mais la productivité du travail peut stagner dans la zone euro aussi pour des raisons structurelles, permanentes : la désindustrialisation, la faiblesse de la R&D, la faiblesse des compétences. L'existence de ces raisons pousse à ne pas négliger l'hypothèse d'une stagnation durable de la productivité du travail dans la zone euro.



Trois remarques :

1- La stagnation de la productivité est pour l'instant compensée par une forte hausse du taux d'emploi,

et c'est cela qui permet à la production potentielle de continuer malgré tout à progresser : comme on dit, la croissance est devenue plus riche en emplois (autrement dit, l'élasticité de l'emploi par rapport à la croissance s'est élevée).

Mais il est peu probable que cela dure. Et comme la stagnation de la productivité a des chances de se prolonger et que la hausse du taux d'emploi risque de ne pas durer, parce que le taux de chômage ne peut pas baisser en dessous d'un certain seuil et que se posent des problèmes de compétences de la population active, surtout dans les pays comme la France, l'Italie et l'Espagne, la zone euro risque d'être confrontée à un scénario noir. Pour que le scénario soit moins défavorable, il faudrait un retour des gains de productivité au moins comme lors de la précédente décennie, et le scénario serait encore plus positif si, en plus, l'effort d'investissement, de R&D et d'éducation permettait de gonfler suffisamment les gains de productivité pour compenser le vieillissement démographique.

Remarques :

- des études montrent qu'en zone euro ce sont les pays qui ont une fiscalité privilégiant les impôts directs qui ont un taux d'emploi plus élevé que les pays qui, au contraire, donnent un

poinds plus important aux impôts indirects, aux cotisations sociales et aux impôts de production.

Pour la France, la situation impose également une autre priorité, celle d'accroître significativement le taux d'emploi des 20-30 ans, qui est anormalement bas en comparaison avec nos voisins. Cela permettrait aussi d'augmenter les recettes fiscales et les recettes du système de retraite. Mais pour cela, il faut un système éducatif plus performant et les réformes nécessaires, si elles sont menées, demanderont du temps. C'est d'ailleurs l'amélioration du système éducatif qui est la véritable première priorité pour la France car c'est elle qui est incontestablement la condition sine qua non pour qu'il y ait une amélioration des compétences de l'ensemble de la population, elle-même nécessaire pour une hausse du taux d'emploi, de la production potentielle, des recettes fiscales et de la compétitivité du pays.

• Le Flash Economie n°499 de Natixis étudie « quel serait l'écart entre les niveaux de dépenses publiques, rapportées au PIB, des pays de la zone euro s'ils avaient le même taux d'emploi », celui du pays qui a le taux le plus élevé : les Pays-Bas avec un taux de 82% : « Nous trouvons un niveau de dépenses publiques en 2022, rapporté au PIB corrigé, pour tenir compte de l'hypothèse d'un taux d'emploi unique dans tous ces pays au niveau le plus élevé observé parmi ces pays :

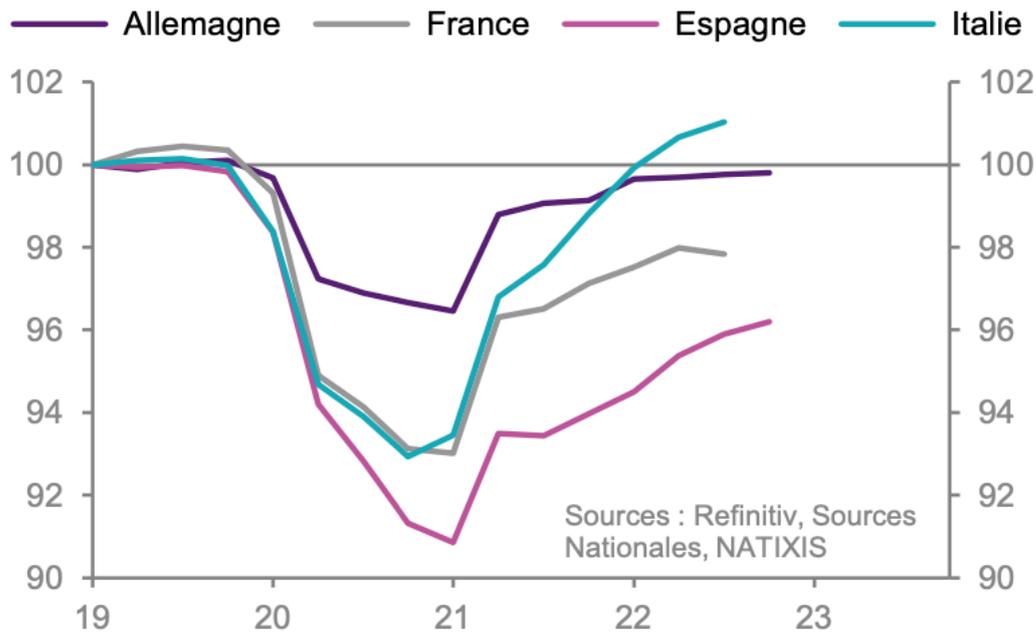
- en Allemagne, de 47,9 % du PIB au lieu de 49,7 % du PIB avec le PIB observé ;
- en France, de 52,1% du PIB au lieu de 58,1% du PIB avec le PIB observé ;
- en Espagne, de 41,1 % du PIB au lieu de 47,8 % du PIB avec le PIB observé ;
- en Italie, de 46,6% du PIB au lieu de 56,7% du PIB avec le PIB observé ;
- aux Pays-Bas, de 43,5 % du PIB ;
- en Belgique, de 46,8 % du PIB au lieu de 53,5 % du PIB avec le PIB observé ;
- en Finlande, de 50,1 % du PIB au lieu de 53,4 % du PIB avec le PIB observé ;
- en Autriche, de 49,5 % du PIB au lieu de 52,2 % du PIB avec le PIB observé ;
- au Portugal, de 41,7 % du PIB au lieu de 44,8 % du PIB avec le PIB observé ;

Les écarts entre les dépenses publiques rapportées au PIB correspondant au taux d'emploi très élevé des Pays-Bas et les dépenses publiques rapportées au PIB observé sont très importants en France, en Espagne, en Italie, en Belgique.

Le pays qui a les dépenses publiques rapportées au PIB les plus faibles après cette correction du taux d'emploi est l'Espagne, et celui qui a les dépenses publiques rapportées au PIB les plus élevées après la correction du taux d'emploi est la France ».

2- **Le cas de la France**, qui est l'un des pays européens dans lequel la productivité du travail a le plus reculé depuis 2019 puisqu'elle y a baissé de 2,8%, contre 0,2% en Allemagne par exemple et en Italie il s'est même redressé.

Productivité par tête (100 en 2019:1)



Note : selon le Professeur Christian Saint-Étienne, le niveau de vie relatif des Français s'est effondré en 20 ans de plus de 15% par rapport aux Allemands et aux Hollandais. « Jusqu'en 2021, on observait une baisse du niveau de vie des Italiens et des Espagnols. Et depuis un an, la France baisse plus que ces deux pays, les Italiens ayant gardé une industrie puissante et les Espagnols ayant une part de l'industrie manufacturière dans le PIB supérieure à la France ».

Cette remarque appelle **4 sous-remarques** sous forme de 4 questions :

1^{ère} sous-remarque : comment expliquer cette situation inquiétante de la France ?

Le recul est de la productivité horaire y est dû pour 70% au recul de la productivité horaire du travail et pour 30% au recul de la durée du travail par salarié : la question de l'évolution à venir de la productivité du travail est donc cruciale.

En effet, si la productivité horaire du travail devait ne pas se redresser, ou pire, si elle devait rester nulle ou même encore baisser, cela aurait de nombreuses conséquences graves pour la situation économique française : la croissance potentielle en serait très négativement atteinte, surtout que les projections de population active montrent que celle-ci va être à peu près stable, les déficits de notre système de retraite seront accrus d'autant et les déficits publics suivront dans le sens d'une aggravation.

Or, beaucoup de facteurs font légitimement craindre que la productivité du travail ait peu de chances de s'améliorer : la durée du travail va sans doute continuer à se réduire (les changements dans l'organisation du travail et dans le rapport au travail y poussent), la baisse des gains de productivité n'est pas nouvelle, elle a commencé en 2008, la baisse du taux de chômage et la hausse du taux d'emploi, qui sont en eux-mêmes positifs, ne concernent en réalité qu'une fraction de la population active, celle précisément des salariés les moins qualifiés dont la productivité est faible. Certes, on peut considérer que l'évolution de la productivité souffre des difficultés d'approvisionnement et de la hausse des prix de l'énergie et que les entreprises ont géré la conjoncture actuelle en évitant de licencier du personnel dans l'attente de la reprise, mais ces facteurs ont été communs à tous les pays européens : alors pourquoi la France a-t-elle une trajectoire différente ? La réponse réside sans doute dans le poids plus important en France des facteurs négatifs évoqués plus haut.

Note : un Flash Economie de mi-septembre (n°529) reviendra sur cette question. En voici la conclusion :

« On ne peut pas avancer, spécifiquement pour la France, l'explication selon laquelle ce recul de la productivité est dû au retour sur le marché du travail de salariés peu qualifiés, parce que ce retour s'observe aussi dans les autres pays de la zone euro.

Il existe des explications raisonnables d'une partie du recul de la productivité en France qui sont le développement rapide de l'apprentissage et le recul de la durée du travail par tête, mais ce sont des explications partielles.

Nous analysons la pertinence d'une autre explication possible du recul de la productivité : la hausse de l'absentéisme (des arrêts de travail), qui est nette en France depuis 2017.

Nous concluons que l'absentéisme explique un peu plus de 40 % du recul de la productivité du travail ».

Les chiffres sont en effet impressionnants. La facture des « indemnités journalières » versées par la Sécu augmente de plus de 10 % par an depuis 2019. Elle a approché 14 milliards d'euros. Selon les différents observatoires de l'absentéisme, près d'un salarié sur deux a été en arrêt maladie l'an dernier : un record. L'absentéisme a presque doublé en dix ans.

2^{ème} sous-remarque : cette situation a-t-elle des chances de perdurer ?

On peut craindre :

- que la baisse de la durée du travail, qui explique le tiers du recul de la productivité, soit permanente ;
- que le recul des gains de productivité soit une tendance à long terme ;
- que la structure des emplois (forte hausse des emplois non qualifiés) continue à générer une productivité faible ;
- que l'envie de travailler ait reculé chez certains salariés après la crise de la Covid ;
- que l'investissement des entreprises demeure insuffisant et que l'investissement public ne prenne pas le relais, loin de là.

Notons que l'investissement des entreprises françaises s'avère cependant particulièrement soutenu depuis essentiellement 2018 (le taux d'investissement représente actuellement presque 14% (du PIB en valeur), contre 12% en 2017-2018), ce qui s'explique à la fois par l'effet des réformes fiscales (baisse du taux de l'IS, baisse de la taxation totale du capital), la hausse de la rentabilité des entreprises, les aides publiques à l'investissement (notamment pour la transition énergétique et les relocalisations industrielles) et par la baisse des taux longs en termes réels ;

- que, pour compenser, les entreprises accroissent leur effort de R&D, de numérisation et de robotisation ;
- que, pour compenser aussi, on assiste à un prolongement des études/

Mais on peut espérer :

- que la productivité a baissé en raison des difficultés d'approvisionnement ;
- que les entreprises, attendant une reprise de leur activité, avaient conservé une main-d'œuvre plus importante, n'avaient pas réduit leurs effectifs. Cela est particulièrement le cas dans le secteur des matériels de transport.

3^{ème} sous-remarque : comment expliquer le cas de l'Italie ?

Ce cas peut d'autant plus surprendre que la productivité du travail avait reculé en Italie depuis 2002 et que l'investissement de ses entreprises y a été beaucoup moins dynamique qu'ailleurs depuis 20 ans.

« Il y a 6 pistes d'explication possibles :

- un redressement de l'investissement productif en Italie ? C'est bien le cas ;
- l'utilisation efficace du plan de relance européen (Next Generation EU) ? Difficile à dire dès maintenant ;
- un allongement de la durée du travail par salarié ? En fait, la durée du travail par salarié recule aussi en Italie mais peut-être un peu moins qu'ailleurs ;
- des réformes structurelles qui accroissent la productivité ? Mais il semble que les réformes structurelles n'ont d'effet sur la productivité qu'à long terme ;

- un redressement de la robotisation de l'économie ? Un effort de Recherche-Développement ? La robotisation de l'industrie italienne a effectivement nettement augmenté ;
- les contraintes liées au vieillissement démographique ? Les évolutions observées sont cohérentes avec l'idée que le vieillissement démographique et les difficultés d'embauche ont contraint les entreprises italiennes à faire des gains de productivité ».

4^{ème} sous-remarque : se souvient-on à quel point tout était plus facile quand la croissance potentielle était forte ?

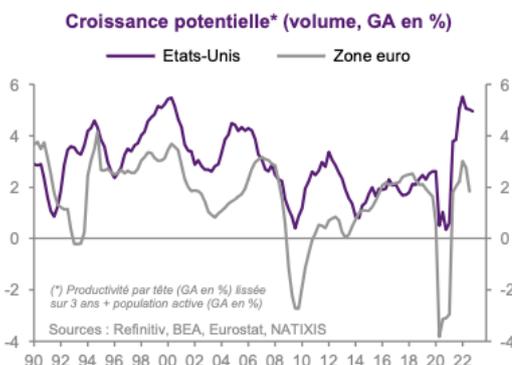


Tableau 1 : États-Unis et zone euro : croissance moyenne et croissance potentielle (1990-2022)

Période	Croissance potentielle en volume (en % par an)		PIB volume (GA en %) lissé sur 3 ans	
	États-Unis	Zone euro	États-Unis	Zone euro
1990T1-1999T4	3,37	2,42	3,11	2,24
2000T1-2009T4	3,41	1,82	2,74	2,08
2010T1-2022T4	2,34	0,92	1,70	0,71

Source : Calcul NATIXIS

« Cette croissance potentielle forte ou assez forte :

- rendait facile l'obtention de la soutenabilité de la dette publique et la stabilité du taux d'endettement public ;
- favorisait le maintien d'un taux d'investissement (des entreprises, des ménages en logement) élevé et donc la croissance rapide du stock de capital, ce qui renforçait la croissance potentielle ;
- contribuait à l'équilibre des systèmes de retraite dans la zone euro où ils sont organisés en répartition ;
- permettait une croissance rapide des salaires réels dans la zone euro ; aux États-Unis, la déformation du partage des revenus impliquait une croissance forte des profits.

Depuis la crise des subprimes, la croissance potentielle a beaucoup reculé, aux États-Unis et dans la zone euro. En conséquence, les taux d'endettement public ont beaucoup augmenté, les taux d'investissement ont beaucoup baissé, l'équilibre des systèmes de retraite par répartition est devenu difficile à assurer dans la zone euro, la croissance des salaires réels a beaucoup ralenti.

Le recul de la croissance potentielle est dû, à partir de 2010, surtout au recul de la productivité globale des facteurs, à celui aussi du progrès technique, qui ont donc de multiples effets défavorables ».

Ce raisonnement amène à regretter fortement que la croissance potentielle soit faible et même en diminution pour des raisons déjà évoquées. Le seul avantage que l'on peut retirer de cette situation est qu'il est plus facile pour les Banques centrales de lutter contre l'inflation sous-jacente puisque cela leur donne la possibilité de fixer des taux directeurs tels qu'en termes réels ils soient supérieurs au taux de croissance, de façon à peser sur le niveau d'activité et par là sur l'inflation.

Seulement, si, parce que les Banques centrales augmentent leurs taux directeurs pour juguler l'inflation (à condition que la politique monétaire restrictive soit efficace pour réduire l'inflation sous-jacente, ce qui est loin d'être évident en ce moment, que ce soit aux États-Unis ou en zone euro), que les dépenses publiques sont alimentées par des besoins d'investissement qui sont importants et même augmentent et que la croissance potentielle faiblit, les taux d'intérêt à long terme et en termes réels vont devenir eux-mêmes supérieurs à la croissance potentielle, alors la soutenabilité de la dette publique va se poser. Or, il est difficile d'imaginer une réduction

significative des dépenses publiques ; de même d'ailleurs qu'il est hautement probable que la transition énergétique soit une cause d'inflation élevée. Par conséquent, l'augmentation de la pression fiscale semble inévitable, à moins que l'on réussisse à accroître le taux d'emploi des différents segments de la population, non seulement adulte mais aussi celles des jeunes et des seniors.

3- Depuis 2017, il y a une évolution asymétrique des gains de productivité dans la zone euro et aux EU (voir notamment le graphique 3 plus loin) :

- Accélération des gains de productivité aux États-Unis (de même d'ailleurs qu'en Amérique latine et en Afrique) ;
- Freinage des gains de productivité dans la zone euro (de même qu'au Japon, en Chine, en Inde et dans les émergents d'Asie ; au RU il y a stabilité).

Comment expliquer cette asymétrie de la réaction à un environnement pourtant commun (« surchauffe » économique à la fin des années 2010, crise de la Covid, guerre en Ukraine) ?

Cette asymétrie résulte :

- de la baisse de la durée du travail par tête dans la zone euro, qui fait reculer la productivité par tête ;
- d'une réaction différente des entreprises aux difficultés d'embauche : amélioration des conditions de travail dans la zone euro, gains de productivité accrus aux États-Unis ;
- d'une volonté plus forte de préserver la profitabilité aux États-Unis que dans la zone euro.

La faiblesse des gains de productivité dans la zone euro s'explique aussi par la faiblesse du taux d'investissement, la faiblesse de l'effort d'innovation, la faible taille des entreprises des nouvelles technologies et par le plus faible niveau des universités, ce qui conduit à faire diminuer l'immigration de qualifiés.

Quatre remarques dans la remarque que nous font faire trois études de Natixis :

-1- « La croissance de la productivité du travail a été beaucoup perturbée, aux États-Unis et dans la zone euro, par les mouvements du cycle économique, avec la succession de périodes de recul de l'activité et de croissance rapide.

Nous essayons de corriger les gains de productivité du cycle économique pour obtenir la composante non liée au cycle, tendancielle, des gains de productivité.

Nous obtenons une croissance de la composante non cyclique de la productivité du travail de 2,35 % par an aux États-Unis et de 0,95 % par an dans la zone euro, donc nettement supérieure aux États-Unis.

Nous voyons un net ralentissement de la composante non cyclique de la productivité : de 2,4 % par an sur la période 1995-2009 à 1,6 % par an sur la période 2010-2022 aux États-Unis ; de 1 % par an sur la période 1995-2009 à 0,2 % par an sur la période 2010-2022 dans la zone euro. Ce ralentissement amène une quasi-disparition des gains de productivité dans la zone euro ».

Flash Economie n°62 du 31/1/2023 de Natixis.

-2- « On attribue souvent le déficit de gains de productivité de la zone euro par rapport aux États-Unis au sous-investissement des entreprises dans la zone euro et au faible niveau des dépenses de Recherche-Développement.

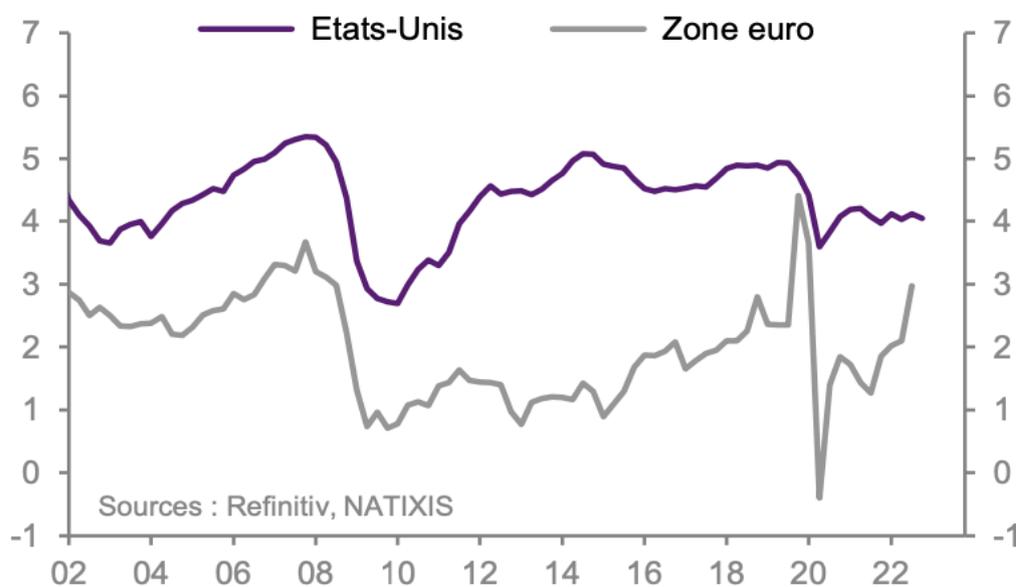
Comparant les pays l'OCDE, nous essayons d'évaluer l'intensité du lien entre, d'une part, croissance de la productivité du travail, d'autre part, niveau du taux d'investissement des entreprises et des dépenses de R&D.

Nous trouvons un effet très significatif du taux d'investissement net et des dépenses de R&D rapportées au PIB sur les gains de productivité.

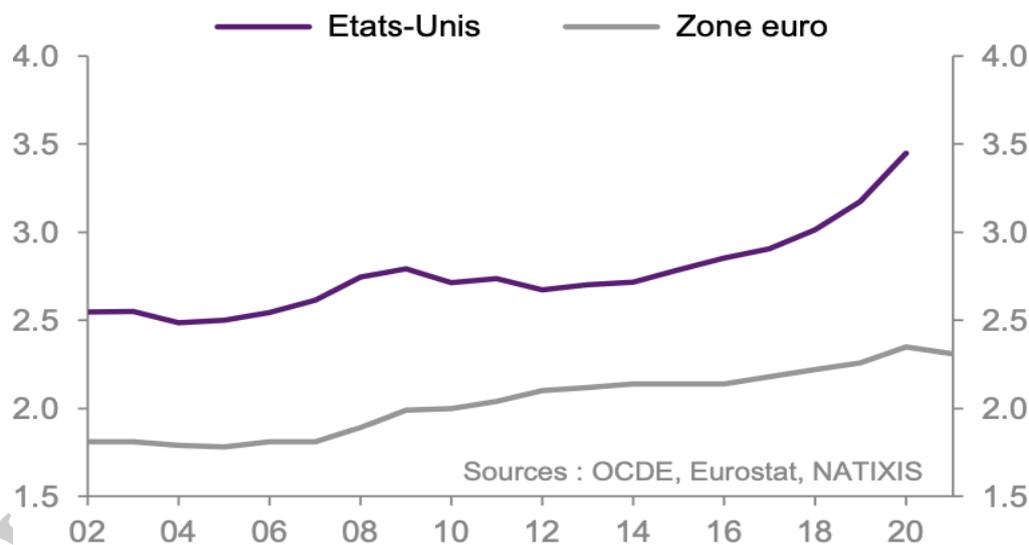
Appliqué à l'ensemble de la zone euro, ce résultat implique que, si la zone euro avait le taux d'investissement des entreprises et le niveau de dépenses de R&D, rapportées au PIB, des États-Unis, elle aurait une hausse de 0,96 point de ses gains de productivité annuels, qui auraient été de 1,58 %, identiques à ceux observés aux États-Unis ».

Dans la conclusion de l'étude, il est précisé que cette hausse annuelle de 0,96 point de gains de productivité se décompose en 0,70 point annuel si la zone euro avait eu le même taux d'investissement net et 0,26 point annuel si la zone euro avait eu les mêmes dépenses de R&D par rapport au PIB.

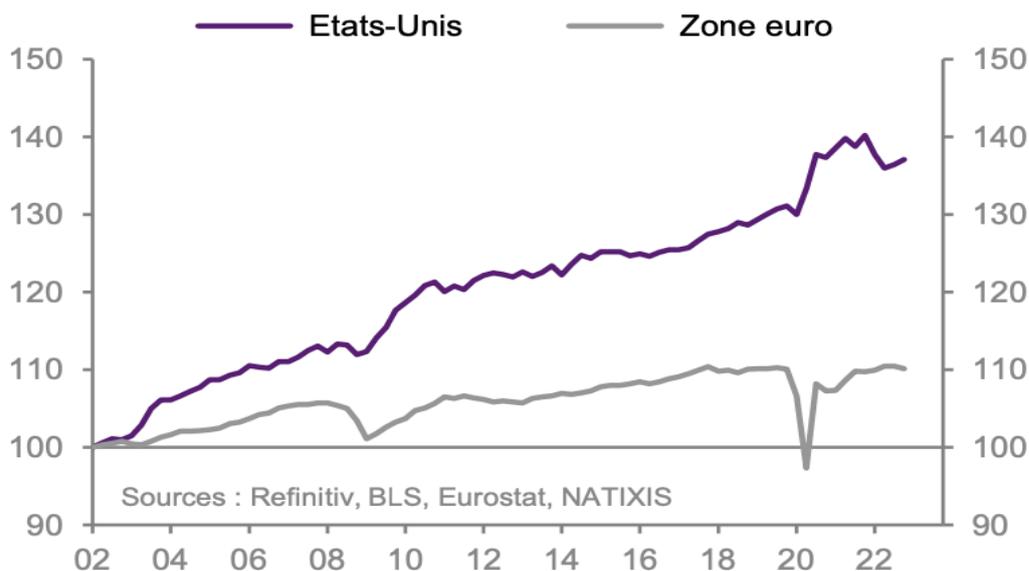
Graphique 1
Investissement net total des entreprises
(valeur, en % du PIB valeur)



Graphique 2
Dépenses totales de R&D
(en % du PIB valeur)



Graphique 3 Productivité par tête (100 en 2002:1)



Flash Economie n°124 du 1^{er} mars 2023 de Natixis.

-3- Dans le Flash Economie n°381 du 27 juin 2023, les économistes de Natixis montrent qu'actuellement les gains de productivité sont partout dans le monde plus bas qu'avant 2018 et qu'ils ralentissent depuis 2007, sauf en Inde où le ralentissement est plus tardif ; et que le niveau de productivité est encore plus bas dans les pays émergents que dans les pays de l'OCDE.

-4- Le tableau suivant présente de manière très synthétique l'emploi des gains de productivité aux États-Unis, dans la zone euro et plus spécialement en France au cours de la période 1970-2022 :

Tableau 1 : Utilisation des gains de productivité horaire (en % des gains de productivité)

Pays	Diminution de la durée du travail	Augmentation du salaire par tête	Augmentation des profits des entreprises
États-Unis	7	30	63
Zone euro	17	83	0
Allemagne	17	76	7
France	12	114	-26

Sources : NATIXIS

Flash Economie n° 287 du 16 mai 2023

Ce tableau montre bien que les États-Unis utilisent les gains de productivité essentiellement pour accroître la rentabilité des entreprises, pendant que la zone euro et encore davantage l'Allemagne utilisent les leurs surtout pour réduire la durée du travail et pour accroître la rentabilité des entreprises un peu moins, et pendant que la France utilise les siens pour augmenter les salaires réels en allant jusqu'à sacrifier la rentabilité des entreprises.

3) La rareté de l'énergie et d'autres matières premières (métaux, matières premières agricoles) va impliquer une inflation plus forte, d'où, finalement, et malgré le refus actuel pour l'accepter, des taux d'intérêt plus élevés.

Cela entraînera l'impossibilité de continuer à utiliser les déficits publics (structurels, le déficit public structurel augmente encore en 2022) pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages (comme en 2022), ou financer des dépenses publiques nécessaires (transition énergétique, éducation, santé, recherche, aides aux relocalisations...).

4) Dans cet environnement d'inflation plus élevée, de taux d'intérêt plus élevés, de croissance potentielle nulle, les États ne pourront pas à la fois soutenir le pouvoir d'achat des ménages et financer l'accélération de la transition énergétique, qui est indispensable compte tenu du retard pris sur les engagements climatiques et des conséquences de la guerre en Ukraine.

Malgré quelques réajustements très récents (décidés d'ailleurs suite à la politique menée en Allemagne), la politique française a une nette orientation pro-ménages et pro-consommateurs. Mais si celle-ci est menée trop loin, elle peut aboutir à affaiblir dangereusement les entreprises et entraîner des conséquences négatives pour toute l'économie nationale : délocalisations et désindustrialisation, dégradation du solde commercial et du solde manufacturier.

4) La tâche de la BCE est particulièrement difficile pour 6 raisons :

- parce que sa politique monétaire est unique et s'applique donc dans ce contexte très hétérogène.
- Parce que, si la réaction est une forte hausse du degré d'indexation des salaires aux prix, d'une part, la rentabilité des entreprises reculera, ce qui réduira leur capacité à investir dans la transition énergétique, d'autre part, l'économie de la zone euro deviendra très sensible à tous les chocs inflationnistes avec la forte réaction des salaires à l'inflation ;
- parce que, si au contraire la réaction est le maintien d'un degré d'indexation assez faible des salaires aux prix, soit le pouvoir d'achat des ménages reculera durablement, soit le pouvoir d'achat sera complété par des transferts publics, mais ceux-ci augmenteront les déficits publics et les dettes publiques créant l'irréversibilité du maintien de taux d'intérêt bas, comme au Japon ;
- parce qu'il ne faut pas laisser s'installer l'inflation (et de manière générale, les Banques centrales ont déjà perdu beaucoup de temps en pensant que l'inflation qui se développait était seulement transitoire) et que plus l'inflation sera maintenue longtemps élevée par l'absence de réaction de la politique monétaire, plus il sera difficile plus tard de lutter contre l'inflation, avec l'installation d'anticipations ou de comportements inflationnistes (pensons au tube de dentifrice).
- parce qu'elle n'est pas coordonnée avec la politique budgétaire, contrairement à ce qui se passe dans les autres pays, notamment les États-Unis, pour lesquels il y a un fédéralisme budgétaire.
- parce que, confrontée au krach obligataire de mars 2023, elle est, comme les autres Banques centrales, prise dans un dilemme : continuer à augmenter les taux directeurs, et d'autant plus vigoureusement que la hausse a commencé en retard (parce que la BCE pensait que l'inflation n'était que transitoire) et que ce resserrement monétaire n'a pas eu encore les effets escomptés, ou éviter à tout prix que la solidité du système financier soit encore davantage mise à mal au risque même que la crise devienne systémique.

Remarques :

- 1) **les circonstances actuelles mettent toutes les banques centrales dans une difficulté particulière.** En effet, elles sont paradoxalement dans une indépendance très dépendante et ces circonstances les poussent à multiplier leurs objectifs, souvent contradictoires, ce qui est un facteur d'affaiblissement de l'efficacité des mesures qu'elles sont amenées à prendre. En effet, elles doivent non seulement lutter contre l'inflation et assurer la stabilité financière mais aussi soutenir l'activité pour lutter contre le chômage, défendre la soutenabilité budgétaire des États, encourager les investissements de transition énergétique et lutter contre les inégalités...

Cette difficulté dans laquelle se trouvent les banques centrales se voit très clairement dans la manipulation qu'elles font de leurs taux directeurs. En effet, élever ces taux est leur instrument « naturel »

pour lutter contre l'inflation mais cela aboutit en ce moment à une contraction des masses monétaires M1 en zone euro et M2 aux États-Unis (voir schémas et tableau ci-après), contraction qui est un phénomène non seulement rare mais surtout annonciateur d'une crise financière grave. C'est d'ailleurs ce qui amène des commentateurs à critiquer fortement la poursuite de l'augmentation des taux directeurs. Évolution en zone euro des agrégats monétaires et de leurs contreparties :

	M3				M3 3-month moving average (centred)	Longer-term financial liabilities	Credit to general government	Credit to other euro area residents ²⁾			Net external assets ³⁾	
	M2		M3-M2	Loans				Adjusted loans ⁴⁾				
	M1	M2-M1										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2022 Q3	11,715.7	3,728.4	15,444.1	767.4	16,211.5	-	6,781.8	6,359.6	15,421.7	13,051.1	13,186.1	1,318.9
Q4	11,319.2	3,944.3	15,263.5	820.2	16,083.7	-	6,753.0	6,374.1	15,388.0	12,981.7	13,155.0	1,334.0
2023 Q1 ⁽¹⁾	10,997.1	4,191.2	15,188.3	878.1	16,066.4	-	6,915.3	6,359.2	15,408.7	13,012.5	13,178.7	1,440.0
2022 Dec.	11,319.2	3,944.3	15,263.5	820.2	16,083.7	-	6,753.0	6,374.1	15,388.0	12,981.7	13,155.0	1,334.0
2023 Jan.	11,270.4	4,018.3	15,288.7	820.2	16,108.9	-	6,859.8	6,379.7	15,422.3	13,028.0	13,200.1	1,351.6
Feb.	11,133.6	4,101.5	15,235.1	858.4	16,093.5	-	6,837.2	6,347.5	15,416.9	13,022.6	13,190.0	1,337.6
Mar. ⁽¹⁾	10,997.1	4,191.2	15,188.3	878.1	16,066.4	-	6,915.3	6,359.2	15,408.7	13,012.5	13,178.7	1,440.0
Transactions												
2022 Q3	128.1	182.3	310.4	30.4	340.8	-	-4.2	-36.6	222.8	232.6	236.8	-26.2
Q4	-360.9	226.3	-134.6	55.8	-78.8	-	63.6	45.1	3.6	-31.6	10.1	51.8
2023 Q1 ⁽¹⁾	-367.3	246.8	-120.5	56.2	-64.3	-	89.2	-78.2	-11.9	6.2	2.9	75.3
2022 Dec.	-113.5	68.3	-45.2	6.7	-38.5	-	36.7	25.6	-30.0	-45.3	-20.9	24.4
2023 Jan.	-98.1	73.6	-24.5	0.9	-23.6	-	47.1	-57.2	-4.0	12.7	7.5	3.1
Feb.	-139.5	80.7	-58.8	35.6	-23.1	-	18.0	1.8	-9.0	-8.1	-8.4	7.5
Mar. ⁽¹⁾	-129.7	92.5	-37.3	19.7	-17.6	-	24.1	-22.8	1.1	1.6	3.8	64.7
Growth rates												
2022 Q3	5.7	8.0	6.2	7.5	6.3	5.8	-0.1	5.0	5.8	6.7	7.1	-176.6
Q4	0.6	14.0	3.7	11.4	4.1	4.1	0.8	2.8	4.3	5.0	5.4	-66.2
2023 Q1 ⁽¹⁾	-4.2	20.0	1.4	23.4	2.5	-	2.5	0.0	2.8	3.5	3.8	39.7
2022 Dec.	0.6	14.0	3.7	11.4	4.1	4.1	0.8	2.8	4.3	5.0	5.4	-66.2
2023 Jan.	-0.8	15.2	2.9	13.7	3.4	3.5	1.5	1.4	3.8	4.4	4.9	-55.9
Feb.	-2.7	17.5	2.0	21.2	2.9	2.9	2.0	0.7	3.3	3.9	4.3	-36.7
Mar. ⁽¹⁾	-4.2	20.0	1.4	23.4	2.5	-	2.5	0.0	2.8	3.5	3.8	39.7

Source: ECB.

Note: Data refer to the changing composition of the euro area. For further information, see the ECB Statistics Bulletin General Notes.

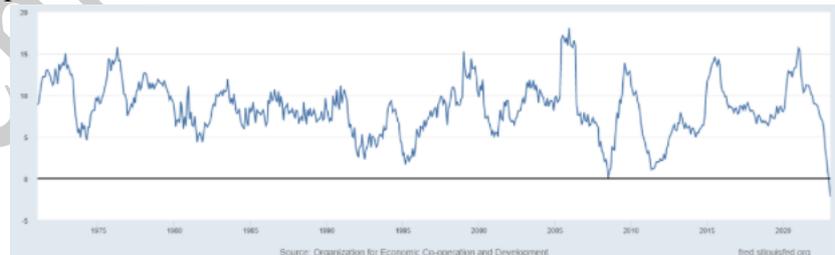
1) Monetary liabilities of MFIs and central government (post office, treasury, etc.) vis-à-vis non-MFI euro area residents excluding central government. For definitions of M1, M2 and M3, see the ECB Statistics Bulletin glossary.

2) Excludes reverse repos to central counterparties as of June 2010; transactions and growth rates are adjusted for this effect.

3) Values in the section 'growth rates' are sums of the transactions during the 12 months ending in the period indicated.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

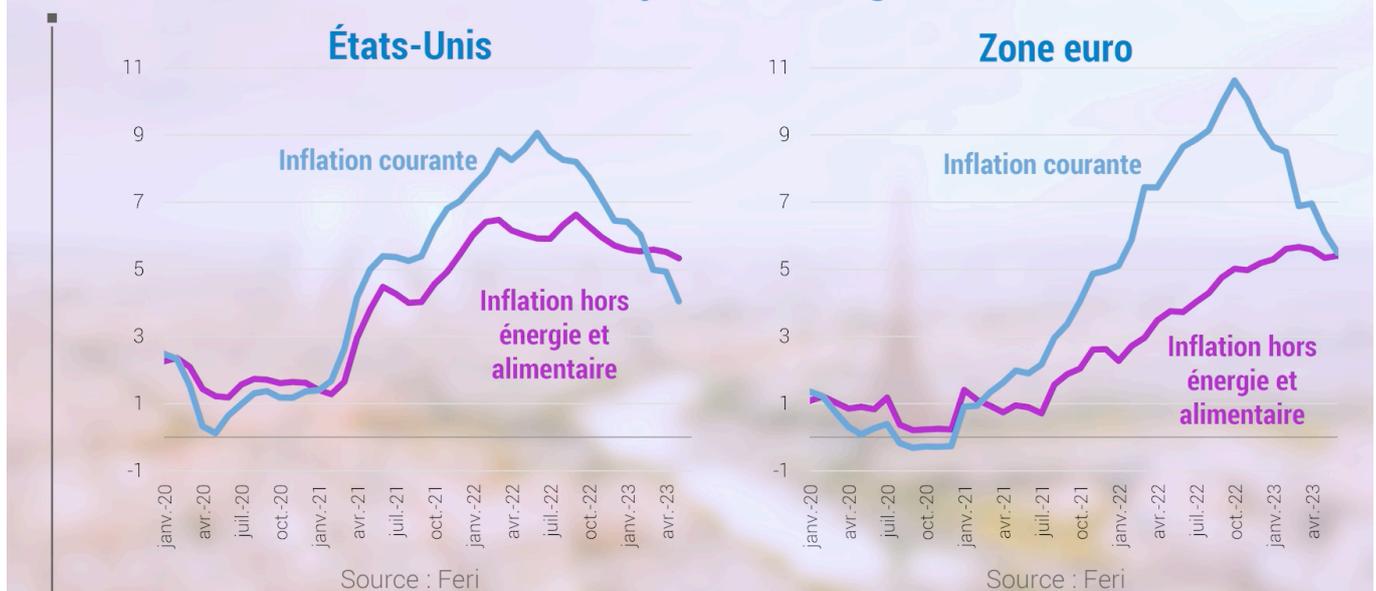
Taux de variation de M1 en zone euro par rapport à l'année précédente, CVS :



Taux de variation de M2 aux États-Unis par rapport à l'année précédente, CVS :



Inflation courante et « sous-jacente », glissement annuel



Ce schéma montre clairement que l'inflation baisse, à la fois dans ses deux versions, globale et sous-jacente. Autrement dit, on est arrivé au noyau dur de l'inflation et on doit se demander ce que peuvent faire les Banques centrales et spécialement la BCE. Si elles décidaient d'aller plus loin et plus fort dans la lutte contre l'inflation qui semble atteindre un plancher de 5%, les effets pervers qui en découleraient certainement les amèneraient sans doute à rétropédaler, et cela nuirait à leur crédibilité. Par conséquent, il est probable que les Banques centrales préfèrent laisser du temps au temps en prenant quelque liberté par rapport au dogme des 2%...

- 2) **Sur ce plan du « policy mix », il y a asymétrie entre États-Unis et zone euro pour une raison supplémentaire et non des moindres** : pour des problèmes de manque de confiance en l'avenir (situation économique générale et question des retraites liée au vieillissement), le taux d'épargne reste à des niveaux plus élevés en zone euro qu'aux États-Unis : cela impose aux pays de la zone euro de mener une politique budgétaire expansive pour soutenir la demande et la politique monétaire doit être elle aussi expansionniste pour assurer la solvabilité budgétaire. Notons que cette asymétrie entre EU et zone euro se retrouve aussi dans l'évolution du taux de chômage naturel, c'est-à-dire dans le taux de chômage compatible avec une inflation stable. Ce taux de chômage naturel croît avec le pouvoir de négociation des salariés (qui dépend lui-même des difficultés de recrutement des entreprises, du taux de démission et du niveau d'indemnisation du chômage), avec le prix relatif des importations, et décroît avec les gains de productivité et avec les aides publiques qui font baisser les prix de consommation comme les aides à l'achat d'énergie. Pendant la décennie 2010-2020, ce taux de chômage naturel était environ de 4% aux États-Unis et de 7% dans la zone euro. Depuis, il a sans doute diminué un peu aux États-Unis alors qu'il a sans doute un peu progressé en zone euro.

- 3) **Si le degré d'indexation des salaires aux prix augmente, cette évolution a des chances d'être, ex post, défavorable aux salariés.**

Certes, une telle mesure peut sembler protéger les salariés contre la perte de pouvoir d'achat que cause l'inflation. Mais elle va aussi entraîner l'inflation à un niveau plus élevé, forcer la Banque Centrale à

mener une politique monétaire plus restrictive, et impliquer qu'une récession plus profonde et plus longue de l'économie soit nécessaire pour corriger l'inflation. Dans un environnement inflationniste, une hausse de l'indexation des salaires aux prix peut donc se révéler ex post contre-productive pour les salariés en raison des pertes d'emplois induites qui peuvent dominer l'amélioration du pouvoir d'achat de chaque salarié due à l'indexation forte des salaires aux prix, d'autant plus que, si l'indexation des salaires aux prix est modérée, les taux d'intérêt plus bas permettent aux États de compenser plus aisément la perte de pouvoir d'achat par des déficits publics.

Si on pousse ce raisonnement encore plus loin, on peut se poser la question de savoir si la politique du Japon ne serait pas meilleure que celle menée ailleurs et notamment en Europe et en France :

Le Japon a choisi un modèle où les salaires ne sont pas indexés sur les prix et où en conséquence la politique monétaire a comme objectif de maintenir le taux d'intérêt à long terme près de 0 %.

Les autres pays de l'OCDE ont choisi d'avoir une indexation assez forte (0,6-0,7) des salaires aux prix et une politique monétaire visant à ramener l'inflation à 2 %.

Le modèle japonais ne serait-il pas supérieur au modèle des autres pays de l'OCDE ?

- Certes, au Japon, les chocs inflationnistes ne sont pas compensés par des hausses de salaire, mais ces chocs inflationnistes sont de courte durée et peu violents en raison de l'absence d'indexation des salaires aux prix ; de plus, la perte de pouvoir d'achat pendant ces chocs peut être compensée sans difficulté par un déficit public qui se finance à 0 % ;

- Dans les autres pays de l'OCDE, les chocs inflationnistes sont plus durables et plus violents, en raison de l'indexation des salaires aux prix. Les Banques Centrales doivent monter leurs taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation, et la hausse des taux d'intérêt rend difficile l'utilisation des déficits publics pour corriger la perte de pouvoir d'achat qui subsiste (l'indexation des salaires aux prix est inférieure à 1).

Tout bien réfléchi, le modèle japonais est peut-être supérieur, avec la difficulté que, comme le Japon est le seul à l'utiliser, les taux d'intérêt des autres pays sont, en période l'inflation, nettement supérieurs à ceux du Japon, et ceci entraîne un fort recul du yen.

4) La relative désinflation que l'on constate s'explique-t-elle uniquement par la politique monétaire restrictive des Banques centrales ?

Selon les estimations macroéconométriques de Natixis (Flash Economie du 15/2/2023, n°96),

« le recul de l'inflation, depuis son pic, est dû :

- pour 1,2 point aux États-Unis et - 0,5 point dans la zone euro, à la politique monétaire restrictive ;
- pour 2,2 points aux États-Unis et 2,8 points dans la zone euro, au recul des prix des matières premières ;
- pour - 1 point aux États-Unis et - 0,8 dans la zone euro, à la poursuite de la hausse de l'inflation immobilière.

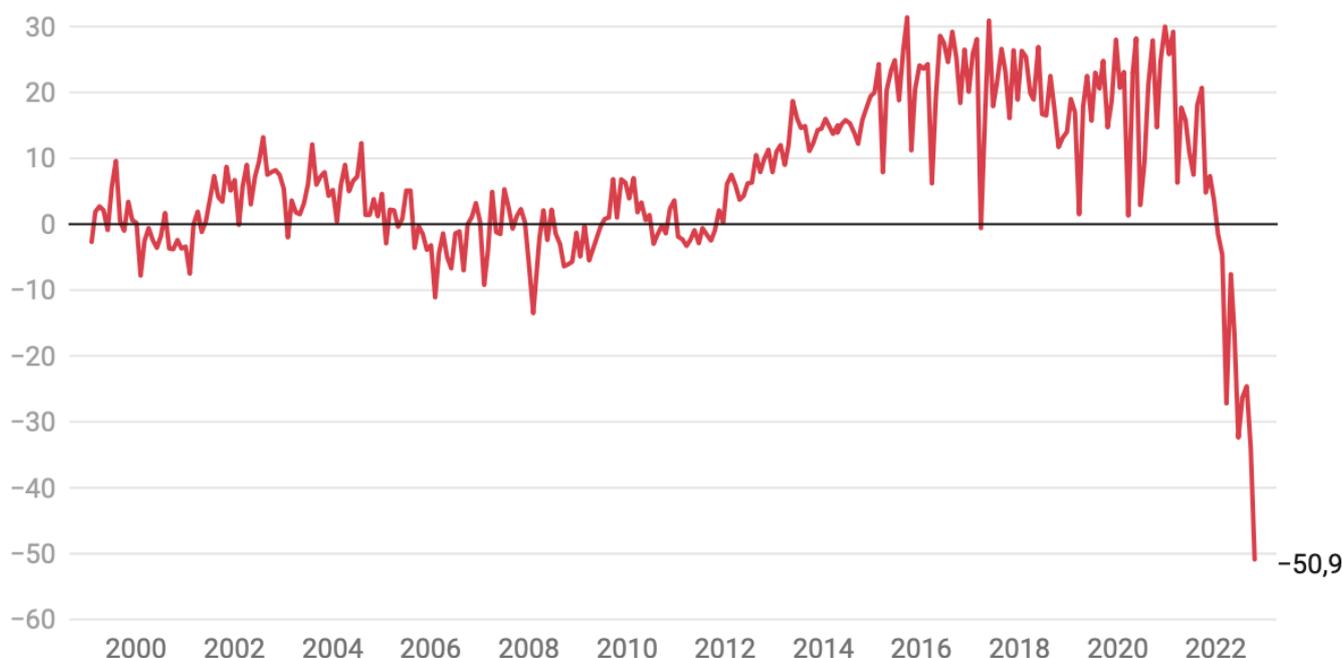
Ce résultat illustre à nouveau la faible efficacité des politiques monétaires restrictives pour lutter contre l'inflation : en particulier, la politique monétaire restrictive n'a pas du tout contribué pour l'instant à la réduction de l'inflation de la zone euro ».

Notons que l'efficacité de la politique monétaire des Banques centrales est d'autant moins efficace que cette politique non seulement est peut-être trop timide mais surtout qu'elle a été enclenchée avec retard, l'inflation ayant été mal anticipée, et que ce retard favorise les effets de second tour.

5) La zone euro est entrée en zone de déficit commercial.

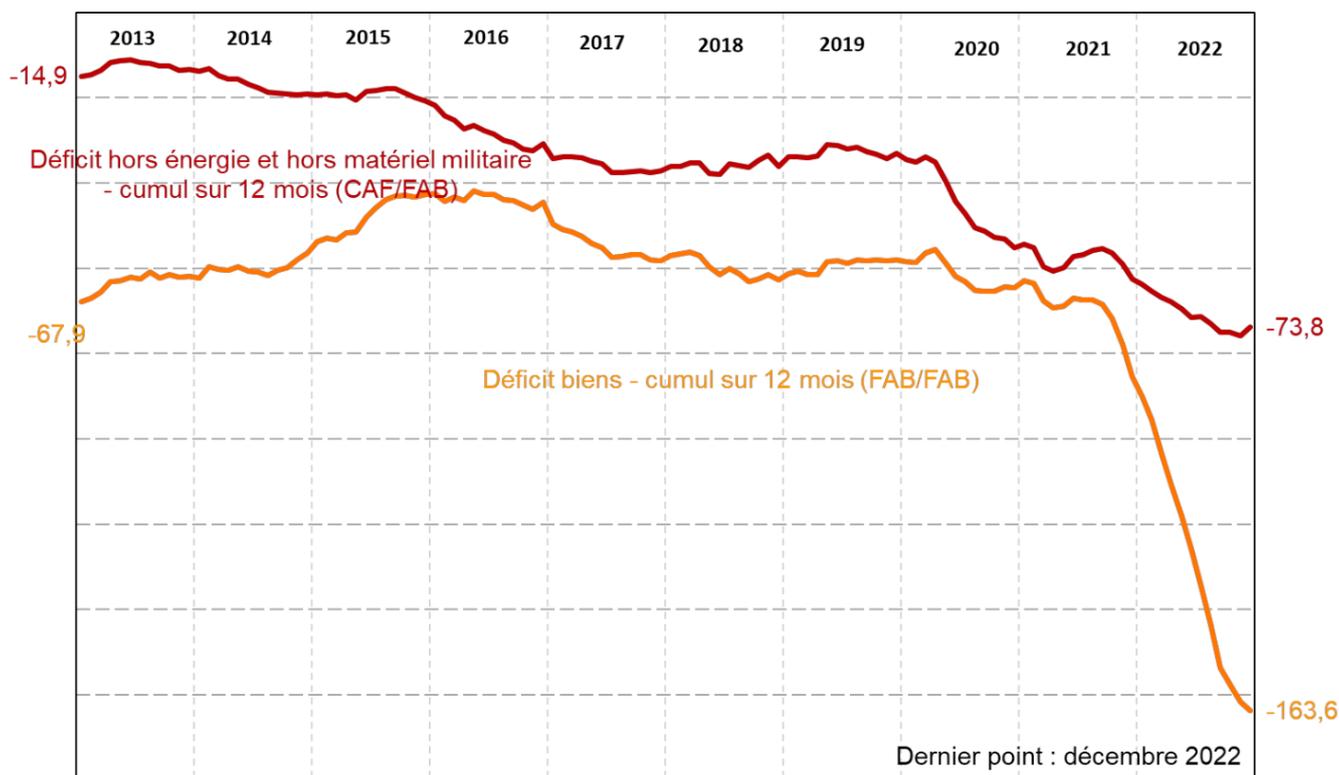
Balance commerciale de la zone euro

Les données sont exprimées en milliards d'euros.



Tout déficit extérieur signifie un transfert de revenu au profit du Reste du Monde. Par conséquent, comme on est dans une période d'amenuisement des gains de productivité, ce déficit fait craindre une montée des taux d'intérêt et complique encore davantage la résolution du problème de financement des investissements : quand on constate que les entrées de capitaux à long terme sont faibles depuis 2017, on peut craindre que la zone euro ait du mal à s'assurer une attractivité suffisante. On note aussi, que contrairement aux États-Unis où ils sont restés relativement stables, les termes de l'échange se sont beaucoup dégradés en zone euro : cela représente depuis début 2021 environ 9% de perte de PIB, donc de revenu pour les Européens et, en même temps, la nécessité d'emprunter au reste du monde, ce qui peut limiter les possibilités de croissance ultérieure et/ou le déficit public.

Pour la France, on a l'évolution suivante pour le déficit cumulé sur les derniers 12 mois, en évolution mensuelle depuis 2011, en milliards d'euros :



Source : Douanes, calculs DG Trésor

Remarques

1) Le 22 mars 2023, l'économiste Olivier Passet dit en particulier à propos du déclin de la compétitivité de l'Europe :

« L'espace international est appréhendé ces dernières années comme un théâtre de rivalité géostratégique, traversé de grandes tendances dont on ne sait pas si elles relèvent du fantasme ou de la réalité : déglobalisation, protectionnisme, repolarisation du monde, basculement du leadership, agitent les esprits. Mais que voyons-nous réellement sur le plan commercial de l'évolution du rapport de force entre régions ?

Premièrement, en dépit de la forte instabilité des flux créée par la crise sanitaire, un approfondissement de tendances que l'on connaît : une montée ininterrompue des pays émergents dans le commerce, Chine en tête, qui ne cesse de grignoter les parts de marché de l'occident.

Deuxièmement un véritable durcissement commercial américain, qui sort peu à peu de sa posture de consommateur débonnaire en dernier ressort, pour repartir à l'offensive.

Et face à ces deux forces hostiles, l'Europe fait de plus en plus figure de région assiégée et fragilisée.

Les excédents commerciaux de la zone euro, ont certes voilé sa perte de terrain jusqu'en 2020. La modération de sa demande intérieure et le faible prix des hydrocarbures en ont fait l'une des principales régions excédentaires du monde tout au long de la décennie 2010. La crise énergétique a effacé cet avantage. Mais les grandes variations du solde des paiements courants de la zone, recouvrent une tendance plus continue d'érosion des parts de marché en volume. Zone euro et Japon sont les deux régions du monde qui régressent le plus face à l'offensive des émergents et notamment de la Chine, une offensive qui n'a pas faibli en dépit du Covid. Les États-Unis résistent globalement mieux. Et dans ce tableau général, le décrochage du Royaume-Uni depuis le Brexit est un autre élément marquant.

Deuxième tendance forte, la pénétration chinoise sur le marché européen, ne cesse de s'accroître. Les produits chinois représentent aujourd'hui 18 % des importations de la zone, hors commerce intra-zone, contre 6% au début des années 2000, 11% au moment de la crise des Subprimes et 14-15% avant la crise

sanitaire. Mais c'est surtout l'évolution du contenu de ces importations qui frappe les esprits. La montée en gamme des produits chinois est bien palpable. Le pays remonte les chaînes de valeur en amont, occupant des segments stratégiques et prend pied en aval sur les créneaux décisifs. En témoigne la part toujours croissante qu'il occupe dans l'équipement informatique, et dans les composants de ce secteur sur lequel il reprend pied. En témoigne sa conquête des secteurs de l'équipement électrique et des batteries. En témoigne sa progression continue sur les principes actifs pharmaceutiques. En témoigne surtout son entrée fracassante dans le secteur de la construction automobile, où, partant de zéro, il commence à prendre des parts de marchés significatives aux constructeurs occidentaux. La liste est encore longue. Face à l'offensive chinoise ce qui frappe ensuite, c'est le raidissement américain. Le slogan « America first » survit dans les actes à son promoteur. Le retour du souverainisme industriel américain, teinté de protectionnisme est maintenant palpable. Il se voit dans le recul de la part des produits des BRICS dans les importations américaines. Ce recul est d'abord chinois, à front renversé avec ce que l'on observe en Europe. Mais au-delà de cet aspect défensif, il se voit dans le caractère offensif et opportuniste de la stratégie commerciale américaine en Europe. Les États-Unis sont le grand gagnant de l'éviction des russes sur le marché des hydrocarbures européen. Ils raflent tout. Face aux diverses options qui s'offraient aux européens, de l'Algérie, en passant par l'Iran ou le Venezuela, une seule carte s'est imposée, notamment concernant le gaz naturel, où ils n'évincent pas seulement la Russie, mais aussi l'Algérie. Enfin, face au raidissement US, l'idée selon laquelle un bloc non aligné, sous leadership Chinois et Russe tend à s'intégrer, coupant le monde en deux, et faisant contrepoids au bloc occidental, cette idée n'a pas encore de réalité bien tangible. Le commerce intra-brics plafonne et l'opportunité de la guerre n'a pas modifié encore la donne. Les émergents demeurent étroitement imbriqués commercialement aux économies occidentales et leur destin est lié à celui de l'Ouest. L'Afrique quant à elle ne décolle toujours pas dans le commerce mondial, représentant toujours moins de 3% des flux.

Bref, l'Europe fait de plus en plus office de ventre mou face à une offensive commerciale qui met front à front la Chine et les États-Unis. Les BRICS n'ont pas encore changé de cible. Ce n'est pas entre eux qu'ils cherchent dorénavant à bâtir une prospérité commerciale, mais bien toujours et encore en captant la demande occidentale. Si l'Europe espère survivre commercialement dans un entre soi occidental elle se trompe. Car elle est maintenant la double cible et de la Chine et des États-Unis, et sans stratégie défensive, elle risque d'y laisser beaucoup de plumes ».

2) L'équipe de Natixis a analysé (Flash Economie du 9/3/2023) la situation de la balance commerciale de la France, de l'Allemagne, de l'Italie et de l'Espagne en faisant abstraction de la hausse des prix de ressources énergétiques, des matières premières et agricoles et industrielles ainsi que de la dépréciation de l'euro. La conclusion, qui fait transition avec le paragraphe suivant, est la suivante : la France va conserver un déficit important, l'Allemagne conservera un excédent important, l'Italie et l'Espagne retrouveront un excédent modéré.

3) La zone euro est non seulement moins compétitive, elle est aussi moins attractive.

C'est également l'équipe de Natixis qui, dans son Flash Economie du 6/4/2023), montre qu'« il est dommage que l'euro ne soit pas une vraie monnaie de réserve parce que la zone euro attire peu de capitaux privés ». Comparativement, comme leur monnaie est la devise-clé par excellence (voir tableau ci-après), les États-Unis peuvent se permettre sans difficulté un déficit extérieur permanent et une épargne domestique structurellement insuffisante parce qu'ils peuvent, grâce au roi dollar attirer sur le marché de leur dette publique des capitaux venant à la fois des banques centrales et d'investisseurs privés ; sans compter que le dynamisme de l'économie américaine attire aussi des IDE (investissements directs étrangers) et des capitaux du secteur privé vers les actions et obligations d'entreprises américaines. La zone euro a une attractivité bien inférieure à celle des États-Unis, ce qui la force à ne pas avoir de déficit extérieur - ou à le limiter au maximum - et à limiter son investissement à hauteur de son épargne domestique, et par conséquent à avoir un volume d'investissements publics et privés inférieur de celui des États-Unis. D'où au total une croissance globale plus forte.

Tableau 1 : structure par devise des réserves de change des banques centrales (en %)

Année	Dollars US	Euros	Livre sterling	Yen	Franc suisse	Autres monnaies				
							Dont			
							Dollar australien	Dollar canadien	RMB	Autres
1999	71,25	17,98	2,81	6,07	0,25	1,64	-	-	-	-
2000	71,73	17,57	2,79	6,21	0,24	1,47	-	-	-	-
2001	71,98	18,36	2,69	5,33	0,26	1,39	-	-	-	-
2002	68,52	21,79	2,83	4,95	0,34	1,57	-	-	-	-
2003	66,18	24,74	2,66	4,35	0,23	1,84	-	-	-	-
2004	66,72	23,80	3,09	4,28	0,20	1,91	-	-	-	-
2005	65,89	24,37	3,73	4,12	0,15	1,76	-	-	-	-
2006	65,78	24,54	4,32	3,48	0,16	1,71	-	-	-	-
2007	64,43	25,58	4,75	3,08	0,16	1,99	-	-	-	-
2008	63,37	26,16	4,66	3,48	0,15	2,17	-	-	-	-
2009	62,88	27,26	4,20	2,96	0,12	2,58	-	-	-	-
2010	61,92	26,54	4,11	3,33	0,11	3,98	-	-	-	-
2011	61,37	25,87	3,96	3,66	0,15	4,99	-	-	-	-
2012	61,50	24,07	4,04	4,09	0,21	6,09	1,46	1,43	-	3,20
2013	61,76	23,81	3,90	3,84	0,26	6,43	1,71	1,76	-	2,96
2014	63,98	22,26	3,75	3,59	0,24	6,19	1,68	1,78	-	2,73
2015	65,65	19,72	4,43	3,66	0,27	6,27	1,64	1,77	-	2,76
2016	65,36	19,14	4,35	3,95	0,16	7,04	1,69	1,94	1,08	2,33
2017	62,73	20,17	4,54	4,90	0,18	7,49	1,80	2,03	1,23	2,43
2018	61,76	20,67	4,43	5,19	0,14	7,81	1,63	1,84	1,89	2,45
2019	60,75	20,59	4,64	5,87	0,15	8,01	1,70	1,86	1,94	2,51
2020 T1	61,85	20,08	4,44	5,89	0,14	7,60	1,55	1,78	2,01	2,25
2020 T2	61,31	20,19	4,48	5,72	0,15	8,16	1,69	1,91	2,08	2,48
2020 T3	60,45	20,59	4,57	5,83	0,17	8,39	1,74	2,02	2,16	2,47
2020 T4	58,92	21,29	4,73	6,03	0,17	8,85	1,83	2,08	2,29	2,65
2021 T1	59,43	20,50	4,73	5,85	0,17	9,33	1,83	2,13	2,50	2,86
2021 T2	59,18	20,58	4,70	5,63	0,19	9,72	1,83	2,26	2,64	2,99
2021 T3	59,25	20,52	4,67	5,68	0,20	9,68	1,79	2,21	2,68	3,00
2021 T4	58,81	20,60	4,81	5,52	0,17	10,09	1,84	2,38	2,80	3,07
2022 T1	58,86	20,05	4,90	5,39	0,25	10,54	1,90	2,46	2,87	3,31
2022 T2	59,55	19,76	4,85	5,17	0,25	10,42	1,88	2,49	2,86	3,20
2022 T3	59,79	19,66	4,62	5,26	0,23	10,44	1,91	2,45	2,76	3,31

Sources : FMI, Natixis

4) C'est également un Flash Economie de Natixis, celui du lendemain du précédent, donc du 7/4/2023, qui étudie les facteurs régissant l'évolution du taux de change euro/dollar.

On y lit :

« La théorie la plus simple de détermination du taux de change à moyen terme est la théorie de la parité de pouvoir d'achat : selon cette théorie, l'évolution du taux de change entre deux devises est déterminée à moyen terme par le niveau des prix relatifs entre les deux pays dont ces devises sont les monnaies.

Nous nous demandons si la théorie de parité de pouvoir d'achat peut s'appliquer au taux de change dollar-euro, ou si, au contraire, ce taux de change est influencé à moyen terme par les caractéristiques structurelles des économies, en particulier :

- progrès technique (gains de productivité) ;
- effort de Recherche-Développement ;
- profitabilité des entreprises ;
- démographie.

Un pays qui a davantage de progrès technique, qui fait un effort de Recherche-Développement, dont les entreprises sont profitables et qui est en croissance démographique peut attirer des capitaux plus qu'un autre qui n'a pas ces caractéristiques, et donc avoir une appréciation réelle structurelle de sa devise ».

L'analyse menée conduit à la réponse suivante : le taux de change euro/dollar est davantage influencé par les facteurs structurels que par la parité de pouvoir d'achat.

6) La zone euro est gangrénée par une hétérogénéité croissante

Certes, l'unification de la zone euro a eu pour résultat très favorable d'augmenter le bien-être global grâce à un minimum de coordination des politiques publiques, à la suppression du risque de change, à l'exploitation des avantages comparatifs des pays qui la composent, mais la politique monétaire unique a

été plutôt un facteur de divergence et la suppression du risque de change n'a pas profité aux pays de manière égale : certains d'entre eux, en particulier l'Allemagne, en ont profité pour monter en gamme alors que d'autres ont subi une baisse du niveau de gamme de leur économie comme la France pour cause de désindustrialisation, l'Italie et l'Espagne pour cause de disparition des gains de productivité. Il y a donc des gagnants et des perdants. La solution eut été de compléter le fédéralisme monétaire par un fédéralisme budgétaire de façon à mettre en œuvre en particulier des politiques redistributives entre pays. Nous développons à plusieurs reprises ce point dans notre historique de l'euro en indiquant même à quel point cette hétérogénéité peut aboutir à l'explosion de la zone euro.

1) À titre d'illustration, prenons d'abord quatre exemples :

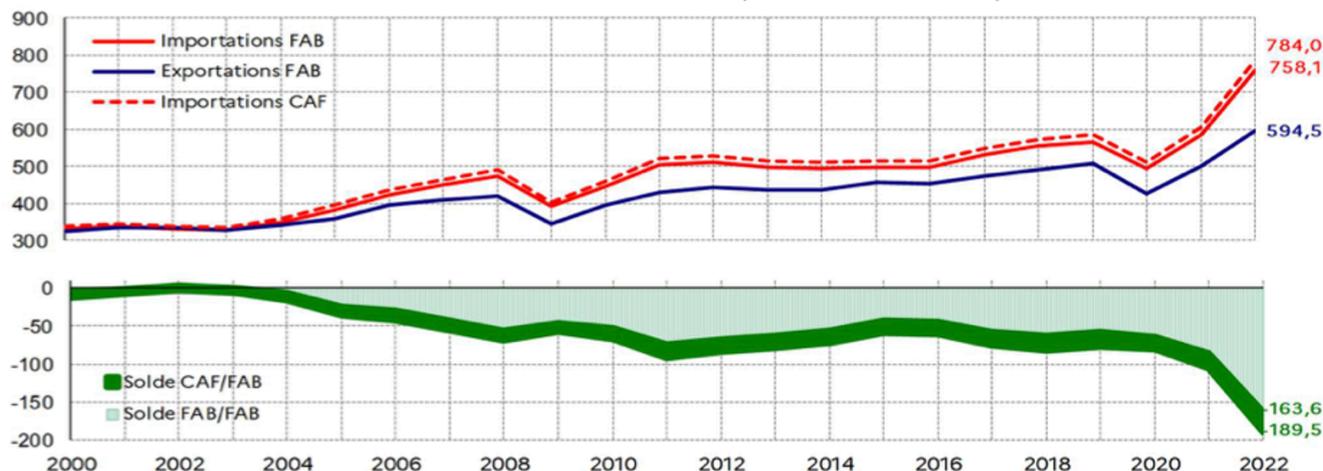
Le 1er exemple est celui des résultats du commerce extérieur qui sont pourtant affectés par les mêmes chocs exogènes (du côté négatif, ralentissement de l'économie mondiale, hausse des prix de l'énergie et des autres matières premières, hausses des prix des matières premières industrielles dues à la déformation de la structure de la demande, et du côté positif la dépréciation de l'euro).

Les statistiques révèlent trois groupes de pays :

- ceux dont le commerce extérieur ne s'est pas (ou peu) dégradé : Espagne, Pays-Bas, Portugal, Danemark, Hongrie, Grèce, Irlande, Bulgarie ;
- ceux dont le commerce extérieur s'est assez fortement dégradé : Italie, Finlande, Autriche, Belgique, Suède, Roumanie ;
- ceux dont le commerce extérieur s'est très fortement dégradé : Allemagne, Royaume-Uni, Pologne, République tchèque.

Le cas de la France est particulier : il y a encore quelque temps, on aurait pu encore ranger notre pays dans la catégorie des pays dont le commerce extérieur s'est peu dégradé, mais d'après les toutes dernières statistiques des Douanes, on a atteint en 2022 un déficit extérieur jamais atteint :

1. ÉVOLUTION DES ÉCHANGES ET DU SOLDE COMMERCIAL FRANÇAIS (EN MILLIARDS D'EUROS)

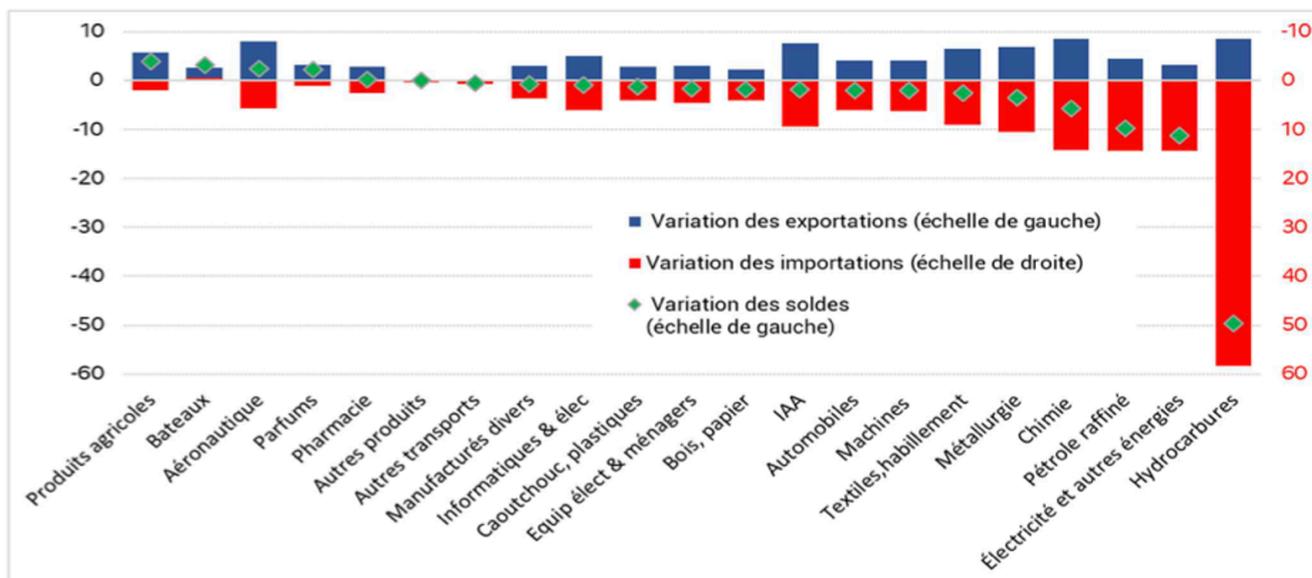


Source : DGDDI/DSECE

Champ : Données brutes y compris matériel militaire et estimation des données sous le seuil²

La baisse du solde commercial est essentiellement portée par la hausse de la facture énergétique

2. VARIATIONS DES FLUX ET SOLDES PAR PRODUIT ENTRE 2021 ET 2022



Source : DGDDI/DSECE

Champ : Données brutes CAF/FAB, hors matériel militaire et hors estimation des données sous le seuil

Lecture : le solde des hydrocarbures recule de 49,6 Md€ en 2022 : les importations croissent de 58,3 Md€, les exportations de 8,6 Md€.

Cette disparité trouve ses causes dans le jeu de trois facteurs : le poids plus ou moins élevé de l'industrie manufacturière (un poids élevé joue négativement), le poids du tourisme (qui joue favorablement) et le poids des importations d'énergie (rôle négatif sur le solde commercial).

Il est intéressant de souligner que de bonnes nouvelles peuvent cacher des handicaps très sérieux pour le long terme. C'est typiquement le cas des informations qui viennent d'être données sur l'évolution du commerce extérieur : si le commerce extérieur français ne se dégrade pas ou très peu alors que celui de l'Allemagne se dégrade relativement beaucoup c'est à cause du poids très différent qu'a l'industrie dans ces deux pays : le secteur manufacturier pèse deux fois plus en Allemagne qu'en France (un peu moins de 20% du PIB contre un peu moins de 10% en France) ; l'écart s'est spécialement creusé à partir de 2001. Cette différence de poids de l'industrie qui est très préjudiciable à la France s'explique en très grande partie par la différence de politiques publiques menées de part et d'autre du Rhin :

« En Allemagne a été privilégiée une politique de l'offre industrielle : contrairement à une idée reçue, le prix de l'électricité est plus élevé qu'en France, à la fois pour les entreprises et pour les ménages ; mais dans les services à l'industrie les salaires sont relativement plus bas en Allemagne ; la fiscalité est favorable aux entreprises industrielles ; il y a externalisation de segments des chaînes de valeur et délocalisations massives dans les pays à coûts salariaux faibles, mais ayant comme objectif d'améliorer la compétitivité et les parts de marché de l'Allemagne ; et hausse des qualifications et adaptation des qualifications aux besoins de l'industrie.

La France, au contraire, a privilégié une politique de la demande et de la réduction des inégalités : soutien du pouvoir d'achat des ménages, réduction des inégalités de revenu, financés par la taxation des entreprises ; politique de retraite généreuse, financée en partie par les cotisations des entreprises. La France mène une politique redistributive de grande taille qui est financée lourdement par les entreprises, d'où une compétitivité réduite. Finalement, la France privilégie l'offre et la compétitivité de l'industrie alors que la France privilégie les ménages et la demande ». (Flash Economie 5/9/22)

Prix de l'électricité (en € / kWh) :

2014	0,20	0,12	0,30	0,16
2015	0,20	0,12	0,29	0,17
2016	0,20	0,11	0,30	0,17
2017	0,20	0,11	0,30	0,17
2018	0,20	0,11	0,30	0,18
2019	0,20	0,12	0,30	0,18
2020	0,22	0,12	0,30	0,19
2021	0,23	0,12	0,32	0,20

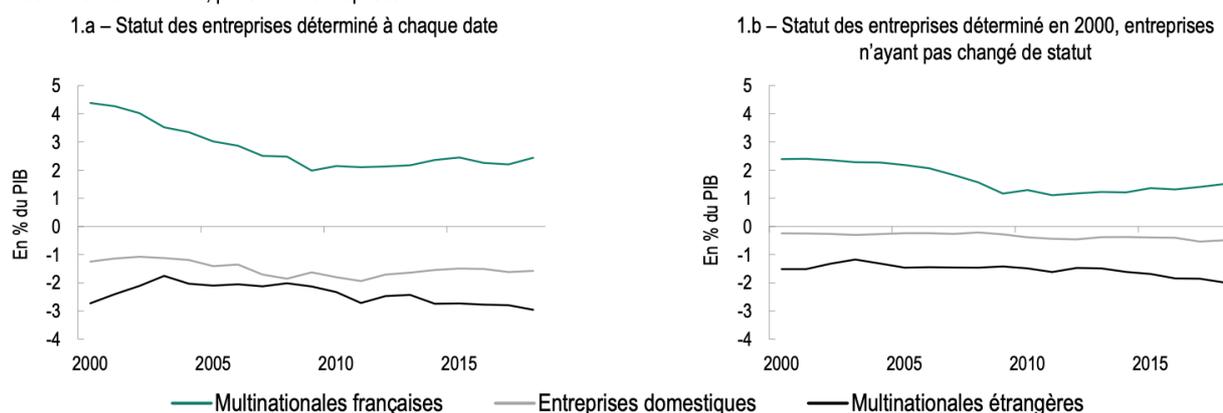
Sources : EUROSTAT, NATIXIS

Industrie All Industrie France Ménages All Ménages France

Remarque sur un paradoxe : les entreprises multinationales françaises, qui sont le fer de lance de notre commerce extérieur, sont aussi à la base de sa dégradation. « Les entreprises multinationales françaises contribuent positivement au solde commercial des biens, contrairement aux multinationales étrangères ou aux entreprises franco-françaises. C'est pourtant le tassement de leur excédent, de près de 2 points de PIB entre 2000 et 2018, qui explique la détérioration du solde commercial français depuis deux décennies. Il ne traduit pas une mauvaise spécialisation des multinationales françaises au début des années 2000 ou leur rachat par des investisseurs étrangers, mais bien une tendance spécifique des secteurs qu'elles dominent, au-delà des conditions de coût communes à toutes les entreprises sur le sol français (...)

Graphique 1 – Le solde commercial des multinationales françaises se dégrade

Solde des biens manufacturés, par statut d'entreprises



Note : Seules sont retenues les entreprises n'ayant pas changé de statut entre 2000 et 2018 ; les entreprises apparues ou disparues au cours de la période sont exclues.

Sources : Calculs des auteurs à partir de Direction générale des douanes et droits indirects et INSEE, Enquête liaisons financières entre sociétés.

Tout au long de la période 2000-2018, les multinationales françaises ont contribué positivement au solde commercial. Cette position excédentaire est cohérente avec leur place dominante dans les principaux secteurs d'avantages comparatifs français et souligne leur rôle central dans le commerce extérieur : en 2018, elles réalisaient en effet près de la moitié des exportations (46 %) et près d'un tiers des importations (31 %) de produits manufacturés.

Cette position excédentaire contraste avec le déficit affiché aussi bien par les entreprises exclusivement nationales que par les multinationales étrangères. (...) Mais c'est du tassement de leur excédent que résulte la majorité de la dégradation du solde français de biens manufacturés des deux dernières décennies. Entre 2000 et 2009, leur solde chute de 4,4% du PIB à 2% du PIB et ne se redresse que très légèrement ensuite (2,5 % du PIB en 2018). Aucune des deux autres catégories d'entreprises ne connaît une dégradation comparable. (...) Cette dégradation de l'excédent des multinationales françaises résulte avant tout d'une faible performance des exportations entre 2000 et 2005, couplée à une hausse modérée des importations. Après la crise financière, leurs exportations augmentent au même rythme que leurs importations, de sorte que leur solde commercial reste relativement stable. (...) On observe que la France perd en moyenne plus de parts de marché à l'exportation pour les produits à forte présence initiale des multinationales françaises. Dans le même temps, les parts de marché à l'importation reculent moins pour

les produits à forte présence initiale des multinationales françaises. Que ce soit à l'exportation ou à l'importation, une forte présence des multinationales françaises est donc associée à des évolutions contribuant à dégrader le solde commercial français ». (Lettre du CEPII de mai 2022).

Le 2ème exemple est celui de l'inflation, dont le taux n'est pas du tout le même selon les pays européens, et cela est un problème inquiétant lorsque ces pays font partie d'une union monétaire comme c'est le cas avec la zone euro ; surtout si les causes de cette hétérogénéité sont structurelles.

Tableau 1 : Inflation (CPI, GA en %, septembre 2022)

Allemagne	9,99	Belgique	11,97	Luxembourg	8,83	Lituanie	22,50
France	6,23	Autriche	10,98	Irlande	8,60	Chypre	8,97
Espagne	9,26	Finlande	8,39	Malte	7,30	Slovaquie	13,61
Italie	9,46	Grèce	12,14	Estonie	24,18	Slovénie	10,63
Pays-Bas	17,13	Portugal	9,82	Lettonie	22,43		

Sources : Eurostat, NATIXIS

Ce tableau montre qu'en septembre 2022, le taux d'inflation allait de 6,2% en France à 24,2% en Estonie. Il est intéressant d'évaluer les facteurs explicatifs de tels écarts.

Dans l'absolu, il y en a 6 possibles :

- De la composition de l'énergie consommée dans le pays ?
- Du poids de l'énergie dans la consommation des ménages ?
- Du degré d'indexation des salaires aux prix ?
- Du poids des importations (avec la dépréciation de l'euro) ?
- Du comportement de formation des marges bénéficiaires des entreprises ?
- De la réaction de la demande intérieure (privée et publique) au choc inflationniste ?

Les analyses macroéconométriques menées semblent conclure que l'hétérogénéité constatée s'explique principalement par deux de ces facteurs : le poids de l'énergie dans la consommation et la croissance de la demande intérieure.

Cas de la France :

Sur l'inflation en France, on a les informations suivantes :



« L'inflation est en augmentation depuis Janvier 2021 et se situe maintenant à 5.6% En premier lieu, les prix de l'énergie ont explosé avec + 17.9% sur les 12 derniers mois. Ils sont actuellement en repli. L'inflation s'est ensuite diffusée à d'autres produits dont l'approvisionnement est sous tension (céréales, métaux...)

En premier lieu, les prix de l'énergie ont explosé avec + 17.9% sur les 12 derniers mois. Ils sont actuellement en repli. L'inflation s'est ensuite diffusée à d'autres produits dont l'approvisionnement est sous tension (céréales, métaux...)
Les produits alimentaires ont ainsi augmenté de 9.9% sur les 12 derniers mois, ils sont toujours orientés à la hausse" (France-inflation.com).

Le 3ème exemple est celui de la productivité du travail :

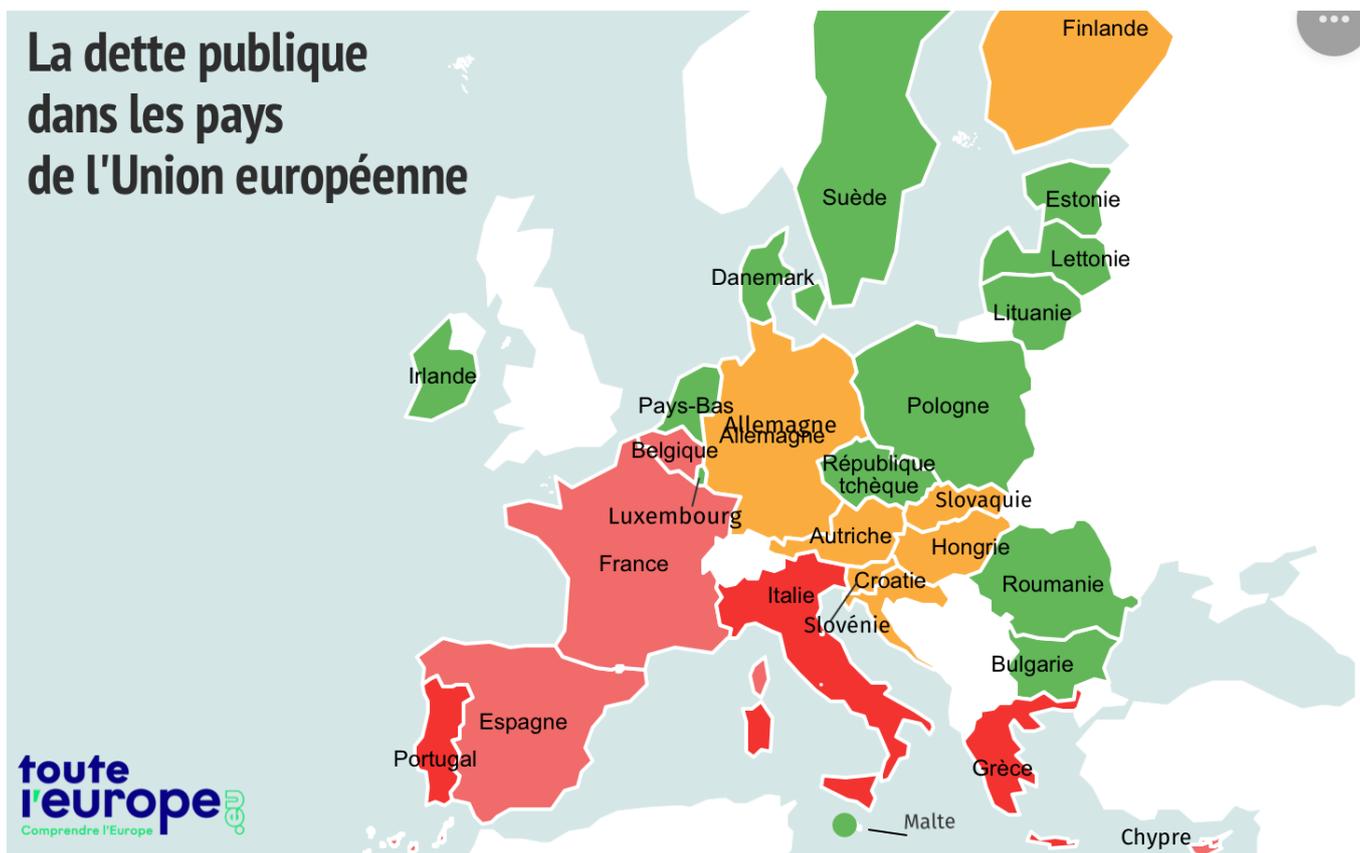
Cette productivité a baissé relativement plus en France que dans les autres grands pays de la zone euro : entre le 4^{ème} trimestre 2019 et le 3^{ème} trimestre 2022, la baisse a été en France de 2,8% contre 2,1% en Espagne, 1,7% en Italie et 0,1% en Allemagne. Cette baisse en France s'explique pour 1/3 par le recul de la durée du travail par salarié et pour 2/3 par le recul de la productivité horaire du travail. La désindustrialisation de notre économie est la toile de fond de ces évolutions ; surtout que non seulement elle alimente le déficit public mais elle nourrit aussi le déficit extérieur : la France cumule ainsi deux déficits jumeaux aux effets potentiellement dévastateurs (croissance atone sinon récession, dette publique croissante, problème de crédibilité pour nos investisseurs étrangers, ...)

Cette baisse a plusieurs conséquences pour les entreprises : hausse de leur demande d'emploi (d'où des statistiques paradoxalement favorables sur le chômage), difficultés de recrutement et réduction de leur rentabilité. Comme le note Natixis, « ce recul est dû à un changement de comportement des salariés après la Covid qui privilégient des emplois moins productifs ou qui ont choisi de travailler moins intensément » parce qu'il concerne tous les secteurs et ne peut donc pas être attribué à une déformation de la structure des emplois.

Cette baisse a aussi une conséquence inquiétante pour toute l'économie nationale : il y a peu de création de richesses et, en plus des effets économiques, la situation sociale peut s'en ressentir (augmentation de la frustration pour les emplois mal rémunérés, et, pour les retraites, les prévisions du COR tablent sur une croissance de la productivité de 0,7, or nous en sommes à -1%).

Le 4ème exemple est celui de l'endettement public

La dette publique dans les pays de l'Union européenne



● inférieure à 60 % ● de 60 à 90 % ● de 90 à 120 % ● supérieure à 120 %

Dette publique des Etats membres en pourcentage du PIB, au 2ème trimestre 2022

Données : Eurostat

Poids de la dette publique dans l'Union européenne															
en % du PIB															
Pays	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Allemagne	64,2	65,7	73,2	82,0	79,4	80,7	78,3	75,3	71,9	69,0	64,6	61,2	58,9	68,7	69,3
Autriche	65,0	66,7	79,9	82,7	82,4	81,9	81,3	84,0	84,9	82,8	78,5	74,1	70,6	83,3	82,6
Belgique	87,3	93,2	100,2	100,3	103,5	104,8	105,5	107,0	105,2	105,0	102,0	99,8	97,7	112,8	108,2
Bulgarie	16,3	13,0	13,7	15,3	15,2	16,6	17,0	27,0	25,9	29,1	25,1	22,1	20,0	24,7	25,1
Chypre	54,0	45,5	54,3	56,4	65,9	80,3	104,0	109,1	107,2	103,1	92,9	98,4	91,1	115,0	103,6
Croatie	27,2	39,1	48,4	57,3	63,7	69,4	80,3	83,9	83,3	79,8	76,7	73,3	71,1	87,3	79,8
Danemark	27,3	33,3	40,2	42,6	46,1	44,9	44,0	44,3	39,8	37,2	35,9	34,0	33,6	42,1	36,7
Espagne	35,8	39,7	53,3	60,5	69,9	90,0	100,5	105,1	103,3	102,8	101,9	100,5	98,3	120,0	118,4
Estonie	3,8	4,5	7,2	6,7	6,2	9,8	10,2	10,6	10,1	10,0	9,1	8,2	8,6	19,0	18,1
Finlande	33,9	32,6	41,5	46,9	48,3	53,6	56,2	59,8	63,6	63,2	61,2	59,8	59,6	69,0	65,8
France	64,5	68,8	83,0	85,3	87,8	90,6	93,4	94,9	95,6	98,0	98,1	97,8	97,4	114,6	112,9
Grèce	103,1	109,4	126,7	147,5	175,2	182,0	178,2	180,3	176,7	180,5	179,5	186,4	180,7	206,3	193,3
Hongrie	65,5	71,7	78,0	80,0	80,3	78,1	77,2	76,5	75,7	74,8	72,1	69,1	65,5	79,6	76,8
Irlande	23,9	42,5	61,8	86,2	110,5	119,7	120,0	104,3	76,7	74,3	67,8	63,1	57,2	58,4	56,0
Italie	103,9	106,2	116,6	119,2	119,7	126,5	132,5	135,4	135,3	134,8	134,2	134,4	134,1	155,3	150,8
Lettonie	8,4	18,5	36,7	47,7	45,1	42,4	40,4	41,6	37,1	40,4	39,0	37,1	36,7	43,3	44,8
Lituanie	15,9	14,6	28,0	36,2	37,1	39,7	38,7	40,5	42,5	39,7	39,1	33,7	35,9	46,6	44,3
Luxembourg	8,1	14,6	15,3	19,1	18,5	20,9	22,4	21,9	21,1	19,6	21,8	20,8	22,3	24,8	24,4
Malte	61,9	61,8	66,3	65,5	70,0	66,6	66,4	62,1	56,2	54,7	47,7	43,7	40,7	53,4	57,0
Pays-Bas	43,0	54,7	58,8	59,2	61,7	66,2	67,7	67,9	64,6	61,9	56,9	52,4	48,5	54,3	52,1
Pologne	44,5	46,7	49,8	53,5	54,7	54,4	56,5	51,1	51,3	54,2	50,6	48,8	45,6	57,1	53,8
Portugal	72,7	75,6	87,8	100,2	114,4	129,0	131,4	132,9	131,2	131,5	126,1	121,5	116,6	135,2	127,4
République tchèque	27,3	28,1	33,4	37,1	39,7	44,2	44,4	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,1	37,7	41,9
Roumanie	11,9	12,3	21,8	29,6	34,0	37,1	37,6	39,2	37,8	37,3	35,1	34,7	35,3	47,2	48,8
Slovaquie	30,3	28,6	36,4	40,8	43,3	51,9	54,9	53,7	51,8	52,4	51,6	49,6	48,1	59,7	63,1
Slovénie	22,8	21,8	34,5	38,3	46,5	53,6	70,0	80,3	82,6	78,5	74,2	70,3	65,6	79,8	74,7
Suède	38,9	37,5	40,7	38,1	37,2	37,5	40,3	45,0	43,7	42,3	40,7	38,9	34,9	39,6	36,7
Union européenne à 27	62,2	65,0	75,7	80,4	81,7	85,0	86,7	86,8	85,0	84,2	81,6	79,6	77,5	90,0	88,1
Zone euro à 19	66,0	69,7	80,2	85,7	87,6	91,0	93,0	93,1	91,2	90,4	87,9	85,8	83,8	97,2	95,6

Note : dette publique au sens du traité de Maastricht.
 Lecture : en 2021, la dette publique s'élève à 112,9 % du produit intérieur brut (PIB) en France et à 88,1 % en moyenne dans l'ensemble de l'Union européenne à 27 pays.
 Source : Eurostat (extraction du 8 juillet 2022).

Un « Flash Economie » de Natixis sur « la dynamique du taux d'endettement public dans les grands pays de la zone euro » (du 24/2/2023) montre que « si la France, l'Espagne et l'Italie avaient eu les mêmes caractéristiques (taux d'intérêt et croissance potentielle, prime de risque souverain, durée de la dette) que l'Allemagne depuis 1999, leur taux d'endettement public serait :

- plus bas de 9 points de PIB pour la France ;
- plus bas de 10 points de PIB pour l'Espagne ;
- plus bas de 91 points de PIB pour l'Italie ».

Par ailleurs, des études montrent aussi que les pays qui avaient déjà au départ un taux d'endettement public relativement bas ont pu le garder malgré les circonstances, ce qui est le cas pour l'OCDE de Christian BIALÈS © Les textes édités sur ce site sont la propriété de leur auteur Page 24

l'Allemagne, de la Suède et de l'Australie, grâce à une baisse des dépenses publiques dans les deux premiers et à une augmentation de la pression fiscale pour le dernier des trois.

Comme le note François Écalle dans sa note d'analyse de FIPECO du 8 mars 2023, « Si la dette publique ne peut pas augmenter indéfiniment, le seuil d'endettement au-delà duquel se déclenche une crise des finances publiques est impossible à déterminer précisément parce qu'il dépend de nombreux paramètres souvent non quantifiables et spécifiques à chaque pays et à chaque période.

Le Japon n'éprouve pas de difficultés pour financer son déficit et rembourser une dette publique supérieure à 200 % du PIB depuis 2011 (dette brute consolidée des comptes nationaux retenue par l'OCDE ; 138% du PIB fin 2021 pour la France) mais il détient des actifs nets considérables sur les autres pays. La position globale de l'ensemble des agents économiques du pays vis-à-vis de l'extérieur est un paramètre essentiel.

La pertinence et la crédibilité de la politique économique sont également déterminantes, de même que la capacité à augmenter les impôts ou à réduire les dépenses publiques si nécessaire. Le degré probable de solidarité des autres pays, notamment au sein d'une union économique et monétaire, doit aussi être pris en compte. Le montant et la qualité des actifs que l'endettement a permis d'accumuler est enfin un élément important, de même que la situation relative de l'endettement public par rapport à celui des pays comparables.

Les économistes considèrent généralement que la dette publique est "soutenable", c'est-à-dire ne risque pas de conduire à un défaut de paiement ou à une situation proche, si l'État montre qu'il est capable de la contrôler, c'est-à-dire en pratique de la stabiliser en pourcentage du PIB à un certain horizon.

Pouvoir stabiliser le ratio dette / PIB et éviter ainsi un emballement incontrôlé de la dette est une condition de sa soutenabilité mais elle n'est pas suffisante : une dette qui pourrait être stabilisée à 500 % du PIB ne serait pas soutenable car les créanciers de l'État s'inquièteraient bien avant qu'elle n'atteigne ce seuil et provoqueraient une crise en exigeant une prime de risque très élevée. Le niveau maximal auquel la dette doit être stabilisée pour rester soutenable est indéterminé car il dépend des facteurs évoqués ci-dessus : crédibilité de la politique économique, comparaison avec les autres pays etc. La seule certitude est que plus la dette est stabilisée à un niveau élevé plus les risques de crise sont importants ».

On comprend que pour la France l'endettement public constitue un sujet grave de préoccupation mais cette gravité s'accroît quand on considère l'endettement total, c'est-à-dire l'endettement de l'ensemble des agents, publics et privés : la France fait partie, avec l'Italie, l'Espagne, le Japon et le Royaume-Uni, et contrairement aux États-Unis et à l'Allemagne, des pays qui n'ont pas la possibilité de s'endetter davantage.

Derrière cette question apparaît une différence de philosophie quant à l'utilisation de la politique budgétaire. C'est bien ce que montre, dès son introduction le Flash Economie n°397 de Natixis :

« Les différents pays européens ont deux conceptions différentes de la politique budgétaire.

Pour les uns (Allemagne, Pays-Bas, Autriche, depuis 2016, Portugal), la situation normale est le maintien de déficits publics et de taux d'endettement public faibles, l'absence d'utilisation des finances publiques pour soutenir le revenu des ménages.

Pour les autres (France, Italie, Espagne, Belgique), il est légitime d'utiliser les déficits publics pour soutenir l'activité et l'emploi, financer des investissements publics et des dépenses publiques nécessaires.

La différence de philosophie entre ces deux groupes de pays est, pour les premiers, un déficit et une dette publics trop élevés conduisent à une éviction de l'investissement privé et à une perte de croissance, puisque l'investissement privé est considéré comme plus efficace pour soutenir la croissance potentielle que les dépenses publiques.

Pour les autres, le secteur privé ne sait pas réaliser des investissements nécessaires qui ont des horizons trop longs ou une rentabilité financière trop faible, qui génèrent des externalités, et il est légitime que le secteur public réalise ces investissements qui améliorent le bien-être ».

Selon les chiffres du dernier trimestre 2022 et du premier trimestre 2023, le PIB de la zone euro s'est contracté les deux fois de 0,1% : on est donc entré en récession, et c'est à cause de l'Allemagne dont le PIB a baissé deux trimestres consécutifs de 0,8%...

Parmi les grands pays européens, l'Allemagne est donc en train de (re)devenir le pays malade de l'Europe. D'ailleurs, le Flash Economie n°487 de Natixis estime que l'économie de l'Allemagne va

durablement souffrir : « Nous pensons que l'Allemagne va avoir en permanence une croissance faible, avec :

- le vieillissement démographique ;
- la dépendance vis-à-vis des exportations, avec une croissance mondiale, en particulier chinoise, beaucoup plus faible ;
- la dépendance vis-à-vis de l'automobile, secteur qui sera affecté par la transition énergétique et la concurrence chinoise ;
- l'attractivité des États-Unis pour les investissements industriels, avec la politique économique de l'administration Biden ;
- la nécessité d'investir considérablement, sans effet sur les capacités de production, pour réaliser la transition énergétique ».

2) L'hétérogénéité peut avoir bien d'autres ressorts,

Hétérogénéité due à des différences de politiques économiques.

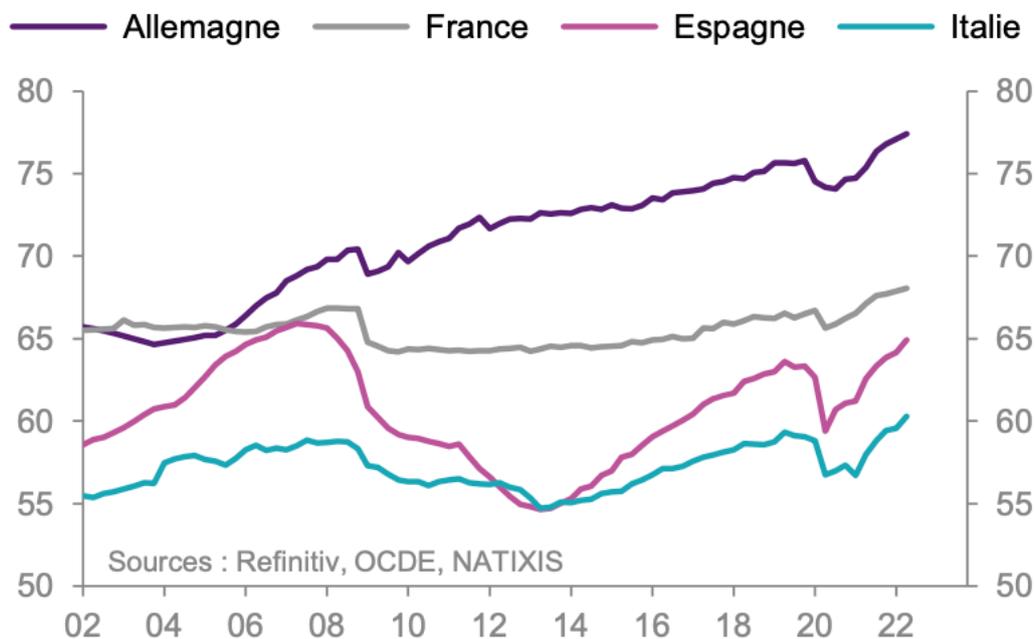
C'est ainsi que, comparée aux autres pays de la zone euro, la France montre clairement un biais pro-consommateurs, pro-ménages. Ce biais se voit dans :

- la taille des prestations sociales, des politiques redistributives, des systèmes de retraite financés par la taxation des entreprises ;
- la politique énergétique, en particulier dans la période récente ;
- aux relations entre producteurs et distributeurs, favorables en France aux distributeurs ;
- à l'ampleur des délocalisations, visant à faire baisser le prix des produits consommés en France ;
- au coût élevé du travail peu qualifié, accru en France de la Prime d'activité.

Cette politique favorable en France aux consommateurs, aux ménages, conduit à une dégradation des conditions de l'offre de biens et services, d'où 4 conséquences :

- la détérioration du commerce extérieur,
- les pertes de parts de marché pour l'industrie ;
- la faiblesse du taux d'emploi (le fait que le taux d'emploi en France - 68% - soit plus de 8 points moins élevé qu'en Allemagne - 77% - s'explique pour moitié par la chômage des jeunes, pour 35% par le faible taux d'emploi des plus de 60 ans et pour 15% par une plus faible incitation à l'emploi).

Taux d'emploi des 15 à 64 ans (en %)



- un taux de chômage élevé des salariés peu qualifiés.

Le prix à payer pour favoriser systématiquement les consommateurs, les ménages, est donc élevé.

Remarque importante : où sont passés les moteurs endogènes de la croissance française ?

Le biais « pro-consommateur » qui vient d'être évoqué cache en réalité une situation beaucoup plus préoccupante pour notre économie pour le long terme : notre régime de croissance est gravement atteint par un ensemble de mauvaises politiques économiques menées tout au long de plusieurs décennies. Comme O. Passet, dans une analyse faite en février 2023, on doit se poser la question de savoir « où sont passés les moteurs endogènes de la croissance française ? C'est-à-dire tout ce qui dans notre croissance provient de la connaissance, de l'innovation, du renforcement du capital humain, des infrastructures collectives, et qui se renforce sur un mode auto-cumulatif.

Si l'on scrute les moteurs de notre croissance léthargique depuis la crise financière de 2007-2008, on peut facilement bâtir une histoire sinistre et alimenter le récit du déclin français.

Une cassure qui date de 2007

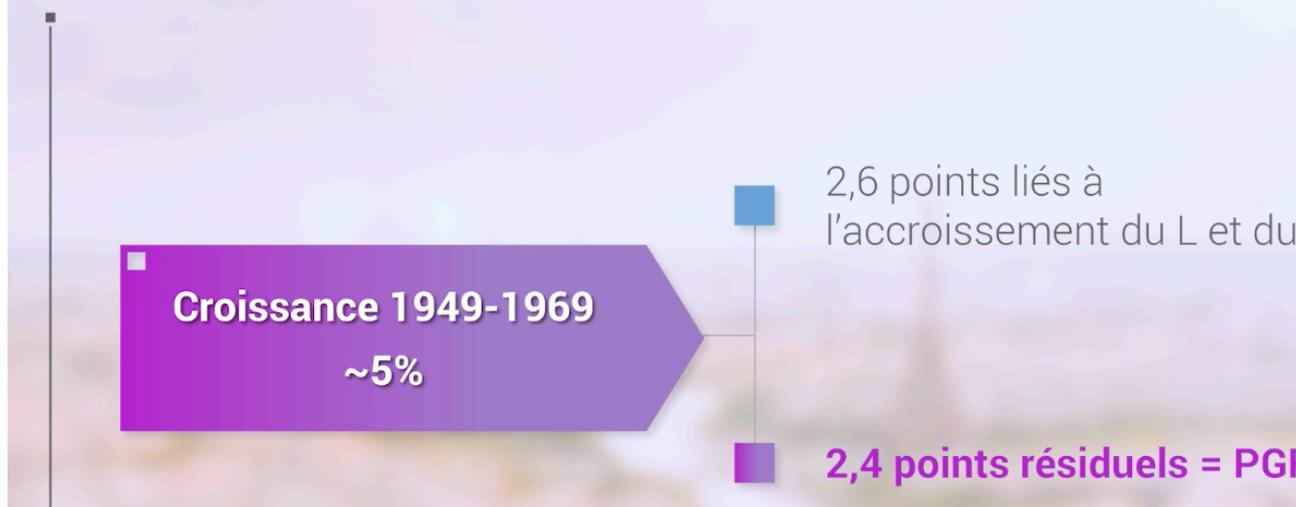
Derrière la croissance depuis 15 ans, davantage de volume de travail et de capital. Et pas de PGF (Productivité Globale des Facteurs), ce fameux résidu de Solow qui retrace tout ce qui dans la croissance relève d'éléments qualitatifs plus difficilement objectivables et mesurables : le progrès technique incorporé dans les machines, le niveau de qualification de la main-d'œuvre, la qualité de nos organisations, de nos institutions, tout ce qui alimente la créativité. Tout ce qui fait que notre croissance n'est pas seulement extensive et qu'une économie peut produire un surcroît de valeur à quantité égale de facteurs et donc mieux rémunérer le travail et le capital. Souvenons-nous des célèbres travaux de Carré, Dubois et Malinvaud de 1972, analysant les facteurs de la croissance française de l'après-guerre. Ces derniers avaient chiffré en leur temps à près de 50% la part de la croissance française qui relevait de cette composante immatérielle. Or, qu'en est-il depuis 2007 et la crise financière jusqu'en 2022 ? L'intégralité de notre croissance, en moyenne de 0,8% par an, provient de la croissance du volume de travail de l'ordre de 0,5 % par an, et d'une croissance du facteur capital de 2,4% par an. Si je reprends les clés de pondération utilisées par les auteurs à l'époque, 70% pour le travail et 30% pour le capital, la contribution de la quantité de travail et du capital à la croissance serait de l'ordre de 1 point.



Autrement dit, la croissance française ne comporterait plus aucune composante qualitative résiduelle. Pour rappel, à l'époque, Carré, Dubois et Malinvaud avaient trouvé que 2,4

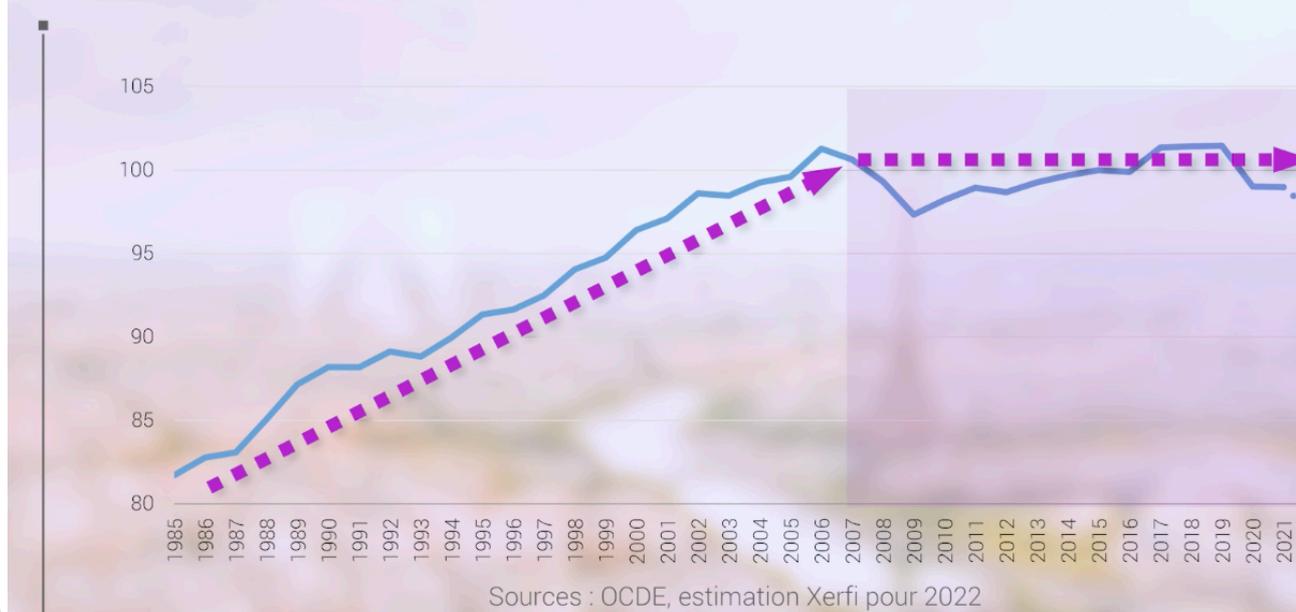
points des 5% de croissance d'après-guerre, entre 1949 et 1969, provenaient de facteurs non strictement quantitatifs.

Carré, Dubois, Malinvaud (1972)



Et c'est bien ce que confirment les chiffrages de l'OCDE, sur la base de méthodes un peu plus sophistiquées. La productivité globale des facteurs, le fameux résidu de Solow, non seulement ne progresse plus depuis 15 ans, mais régresse légèrement.

Productivité factorielle de la France



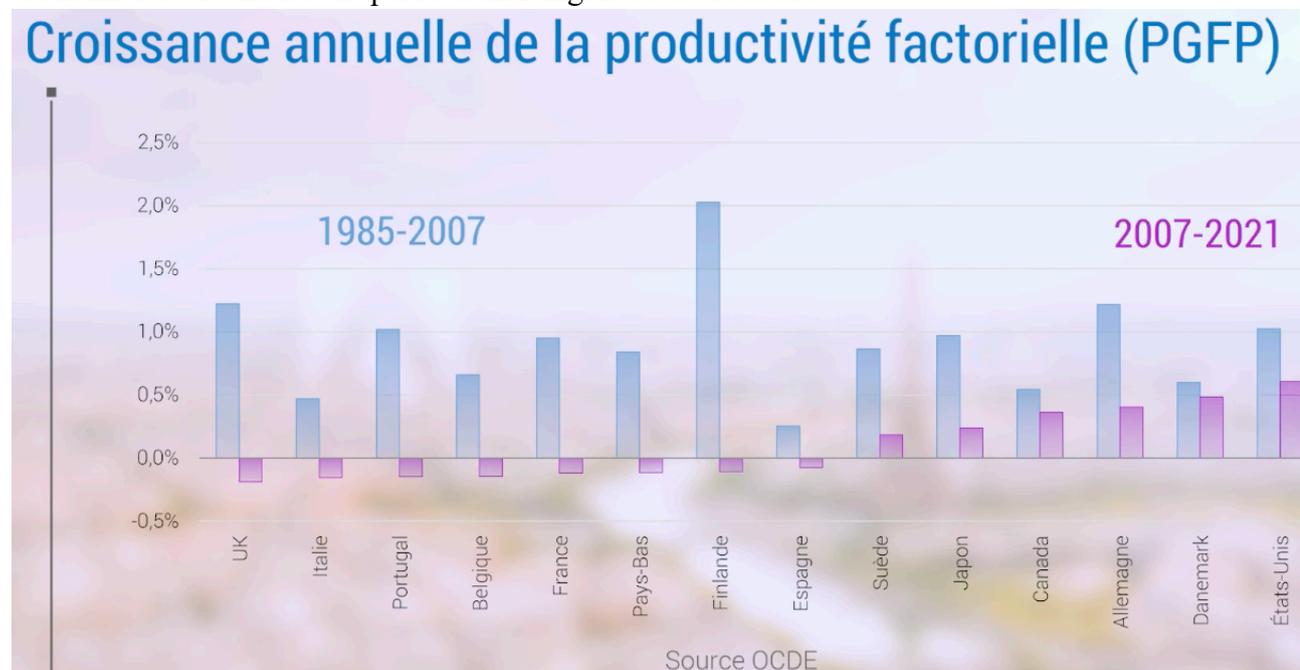
La cassure date de 2007. Travailler plus pour gagner plus, c'est de cette tautologie basique que provient notre filet de croissance. Et non plus de notre capacité à innover, à rattraper du point de vue technologique le leader américain (les EU représentent encore aujourd'hui la « frontière technologique », c'est-à-dire le niveau le plus élevé de la recherche technologique à un moment donné), d'étendre nos parts de marché en investissant même avec un temps de retard et par imitation les domaines de la haute technologie. C'était le bon temps du plan Calcul (en 1966), de C2I qui devint en 1975 C2I Honeywell Bull, du premier micro-ordinateur, le Micral N, breveté en 1973 par un Français avant l'Apple II, du Concorde, du programme nucléaire, à l'aube du lancement d'Airbus et du programme Ariane Espace quelques années plus tard. Le coq gaulois croyait à la force des idées, à défaut d'avoir du pétrole. L'argent facile a engendré la rentabilité facile

Et c'était précisément cette vitalité du progrès technique qui nous permettait d'envisager l'équation des retraites autrement. Ce n'est pas en travaillant plus que la portion de la population qui cotise financerait le système, mais par le surplus que génèrent ses gains de productivité. L'horizon était celui de la réduction du temps de travail adossée à nos gains de productivité.

Chose inquiétante, notre croissance d'aujourd'hui, archaïque et maigrelette, purement extensive, réduite à moins de 1% par an, est tout entière portée en arrière-plan par la croissance de notre endettement. Nous sommes passés d'une croissance endogène qui puisait ses forces à l'intérieur même du système économique, à une croissance exogène, tirée par une demande tout entière tributaire de l'accroissement de la dette. Coupons le robinet de l'argent facile et il se passera ce qui s'est passé en Grèce : un décrochage de 25% du PIB, voire plus.

Bref, en dehors de l'artifice du financement gratuit de l'économie, le ressort de la croissance et de la prospérité des classes moyennes est cassé. L'argent facile a engendré la rentabilité facile, le levier d'endettement facile, sans avoir vraiment besoin de mettre en tension nos structures productives, autrement qu'en s'adaptant.

Seule consolation, la France n'est en rien singulière. À des degrés divers, toutes les économies occidentales ont perdu la martingale de la croissance.



La France est malade avec les autres d'une financiarisation placée sous le règne du consulting qui, ayant pourtant l'optimisation et l'innovation pour seule obsession, a cassé le ressort endogène de la croissance, qui était l'oxygène de nos modèles sociaux. »

Ces dynamiques redoutables de la stagflation et du défaut de croissance endogène sont un riche terreau pour nourrir les incertitudes qui vont marquer l'année 2023 et peut-être les suivantes : incertitudes sur la vigueur de cette double dynamique, incertitude sur les réactions des Banques centrales, risque de crise financière auquel s'ajoute un risque géopolitique. Ces incertitudes nourrissent à leur tour la volatilité des taux, des primes de risques, des prix des actifs spéculatifs et donc l'instabilité des marchés financiers.

Hétérogénéité parce qu'on donne plus d'importance aux variables monétaires qu'aux variables réelles

Le « Flash Economie » publié par Natixis le 14 mars 2023 pose la question : « Qu'est-ce qui converge et qu'est-ce qui diverge entre les pays de la zone euro ? ». L'analyse, centrée sur la France, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne, montre que ce qui converge plutôt, ce sont

les taux d'inflation et les taux d'intérêt alors que ce qui diverge plutôt, ce sont les variables réelles : niveau d'activité, productivité du travail, taux d'investissement, efforts de R&D, ces divergences provenant en particulier de l'impossibilité d'utiliser le taux de change pour corriger les différences de compétitivité. Alors l'article pose une autre question, particulièrement intéressante : « quelle situation est préférable, entre une situation où les taux d'inflation et les taux d'intérêt convergent et une situation où les niveaux d'activité, de productivité et d'investissement convergent ? ».

La réponse est donnée dans la conclusion :

« Probablement, la situation de convergence des niveaux d'activité est préférable.

Mais le fait que les niveaux d'activité divergent entre les pays de la zone euro résulte des imperfections de la zone euro, en particulier de la disparition, après la crise de 2008-2009, de la mobilité des capitaux entre les pays à excédent d'épargne et les pays à déficit d'épargne (cette disparition se voit à la simultanéité d'un excédent de la balance courante de l'Allemagne et des Pays-Bas et de la disparition des déficits courants des pays périphériques), qui empêche une allocation optimale du capital et crée un sous-investissement dans les pays périphériques.

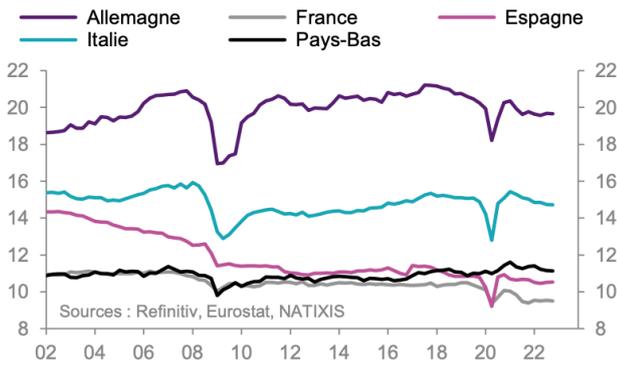
Remarque importante : l'hétérogénéité au sein de la zone euro se remarque aussi par l'intermédiaire d'une autre variable réelle : le poids de l'industrie.

Un autre Flash Economie de Natixis (du 20 mars 2023) traite précisément de ce sujet pour répondre également à la question de savoir quels en sont les facteurs explicatifs possibles :

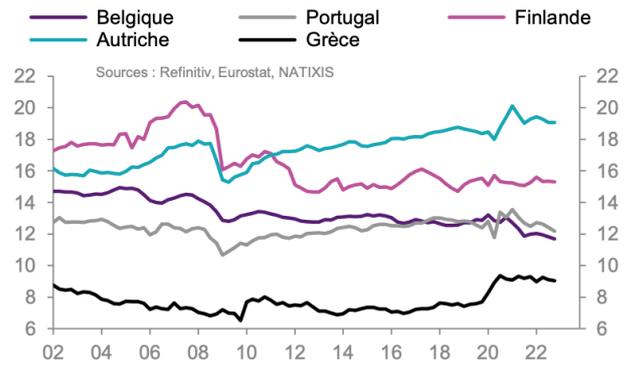
« Quand on regarde le poids de l'industrie dans le PIB (graphiques 1a/b) et la progression depuis 2002 de la production manufacturière (graphiques 2a/b), on voit la dispersion des pays de la zone euro, en ce qui concerne le poids de l'industrie, entre :

- les pays à industrie de grande taille et dont la production industrielle progresse : Allemagne, Autriche, Belgique, Finlande ;
- les pays à industrie de petite taille et dont la production industrielle recule ou stagne : Espagne, France, Grèce ;
- les pays qui sont dans une situation intermédiaire : Italie, Pays-Bas, Portugal.

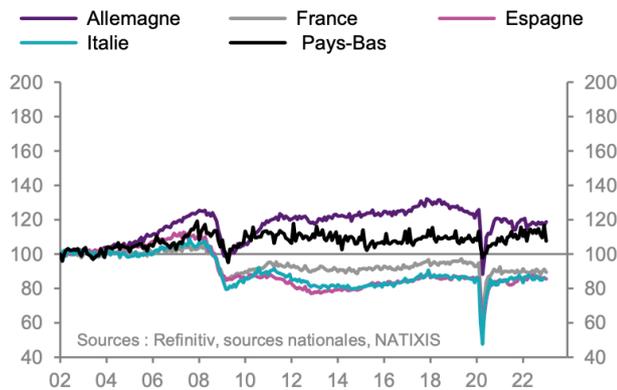
Graphique 1a
Valeur ajoutée du secteur manufacturier
(volume, en % du PIB volume)



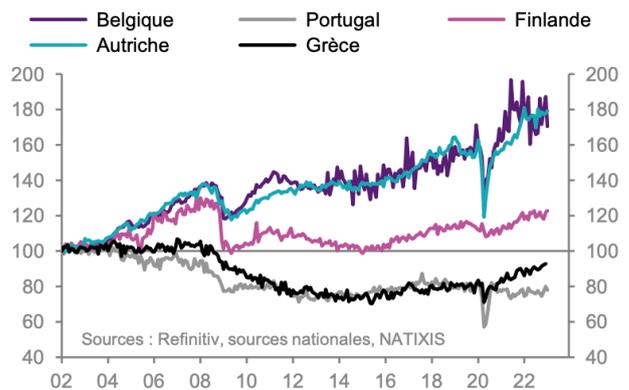
Graphique 1b
Valeur ajoutée du secteur manufacturier
(volume, en % du PIB volume)



Graphique 2a
Production manufacturière (100 en 2002:1)



Graphique 2b
Production manufacturière (100 en 2002:1)



A priori, les facteurs explicatifs de ces différences sont :

- des écarts entre les niveaux de compétences, et les niveaux de culture scientifique de la population ;
- des écarts entre les niveaux de compétitivité-coût ;
- des écarts entre les poids de certains impôts très défavorables à l'industrie ;
- des écarts entre les stratégies de délocalisation ;
- des écarts entre les efforts de Recherche-Développement.

La comparaison des pays de la zone euro montre qu'on peut expliquer la dispersion des situations de l'industrie :

- par les compétences et le niveau scientifique de la population et des jeunes ;
- par les stratégies de délocalisation ;
- par l'effort de R&D.

À cette hétérogénéité s'ajoute dans le contexte européen actuel l'égoïsme de certains pays, en particulier l'Allemagne concernant sa politique énergétique (qui peut se comprendre en fonction de ses contraintes mais qui entraîne une coût prohibitif pour des partenaires comme l'Italie). À ce propos, soulignons qu'il est étonnant que l'Union européenne demande le plafonnement du prix du gaz, d'abord parce qu'il faudrait que les vendeurs acceptent ce plafond, ce qui n'est pas garanti, ensuite parce qu'elle a toujours joué le marché contre les mesures réglementaires - jusqu'à l'absurde, par exemple en cassant les contrats d'approvisionnement de gaz à long terme qui nous auraient bien aidés aujourd'hui.

Remarque : pour notre réflexion, il ne faut pas oublier non plus que la zone euro s'insère dans une économie mondiale elle-aussi concernée par les crises actuelles.

- Laissons de côté les aspects géostratégiques, et centrons-nous d'abord sur les effets de la hausse généralisée à toute la terre des prix des matières premières.

La hausse des prix des matières premières génère des transferts de revenu des pays importateurs de matières premières vers les pays producteurs, sans changer a priori le revenu global : cela serait alors un jeu à somme nulle.

Pourtant, chaque fois que les prix des matières premières augmentent, la croissance mondiale finit par ralentir plus lentement si la hausse des prix des matières premières résulte de la croissance rapide de la demande de matières premières plutôt que de la baisse de l'offre.

Cela peut s'expliquer d'abord par une asymétrie d'utilisation du revenu entre importateurs et exportateurs de matières premières.

Quand les prix des matières premières augmentent, les importateurs réduisent leur demande de biens et services, les exportateurs augmentent leur demande d'actifs financiers des pays importateurs. Si les effets de richesse sont faibles, cela réduit bien la demande mondiale de biens et services.

Cela s'explique ensuite par des effets d'offre : la hausse des prix des matières premières réduit l'offre de biens et services dans les pays importateurs de matières premières, donc réduit la production mondiale de biens et services si la baisse de l'offre de biens contraint la demande de biens et services.

À cela s'ajoute un handicap considérable pour l'Europe. En effet, elle dispose de peu de matières premières, à l'exception des produits agricoles : elle est donc contrainte à s'allier à une autre grande région pour obtenir les matières premières nécessaires, en particulier le pétrole, le gaz naturel et les métaux non précieux.

Or, l'économie mondiale est en train de se fragmenter en grandes régions qui échangeront de moins en moins entre elles (démondialisation ?) :

- L'Europe,
- Les Amériques, du Nord et du Sud, avec le Japon et la Corée du Sud,
- La Chine, le reste de l'Asie, la Turquie, la Corée du Nord, la Russie, l'Afrique.

Les pays du Moyen-Orient sont dans une catégorie ouverte à toutes les alliances.

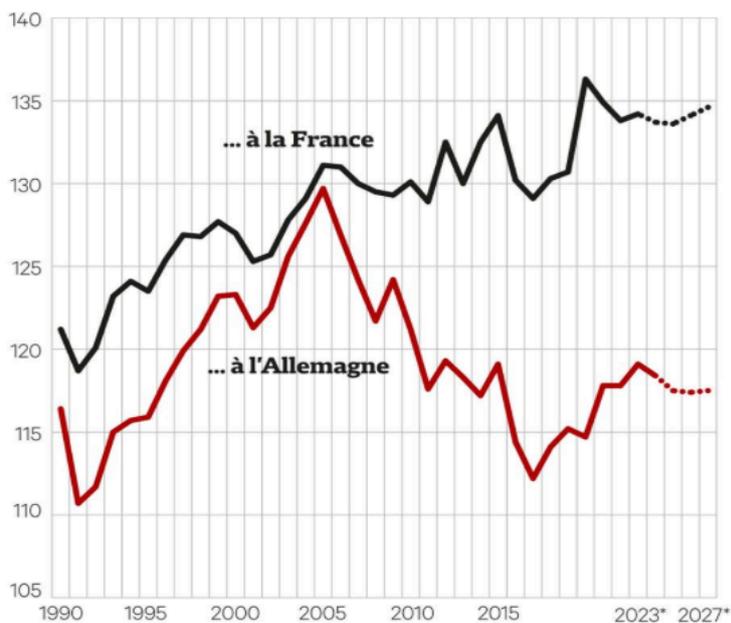
Si les relations de l'Europe se dégradent encore davantage avec les pays « non démocratiques », elle devra par conséquent se reposer sur l'Amérique, ce qui contraindra ses choix politiques et géostratégiques.

• Ensuite, le positionnement de la zone euro dans l'économie mondiale a tendance à se détériorer.

Comme le montre l'économiste Étienne Wasmer dans un article des Echos du 15 mars 2023, « Le PIB par habitant aux Etats-Unis augmente continûment relativement à la France et l'Allemagne. Il est désormais 80 % au-dessus de nous, selon le FMI, quand la Suisse est à plus du double. Désormais au 25^e rang mondial en revenu par habitant, la distance de revenu entre nous et les Suisses ou les Américains est similaire à celle qui nous sépare des Grecs et des Portugais (50^e et 40^e pays dans ce classement). Nous pouvons aussi nous comparer à l'Allemagne : nous sommes 20 % plus pauvres en revenu par tête, un écart qui s'est creusé depuis 2007. (...) Ces divergences se révèlent en fait à la sortie des crises économiques. En 2007, nous avons confortablement blâmé la politique budgétaire, jugée insuffisante par rapport à la réponse américaine. Cette fois-ci, c'est le choc du Covid qui alimente ce déclassement, alors que nous avons largement ouvert les vannes budgétaires. Sont en cause à un titre ou à un autre : le système éducatif, la formation professionnelle, la motivation des salariés, une politique énergétique erratique, la politique du quoi qu'il en coûte, une innovation défailante, etc., chacun trouvera de toute façon une explication confortant ses a priori.

Le PIB par habitant des Etats-Unis en parité de pouvoir d'achat par rapport...

100 représente la parité



SOURCE : FMI

*Prévisions

Par contre, un article important paru le 12 juillet 2023 dans le n° 539 d'« Économie et statistique », la revue-phare de l'INSEE, oblige à nuancer fortement ce qui précède :

« Mesure et ressenti de croissance sont souvent opposés et effectivement la croissance du PIB n'implique pas nécessairement une amélioration économique perçue par la population. Pour quantifier cet écart, nous développons un indicateur de bien-être monétaire appelé « PIB ressenti » qui mesure, en équivalent monétaire, la moyenne nationale de la contribution des revenus à la satisfaction dans la vie. Il offre une vision rétrospective très différente de celle mesurée par le PIB. Ainsi, aux États-Unis, le PIB ressenti a stagné entre 1978 et 2020 alors que le PIB triplait. L'écart s'est creusé entre l'Europe et les États-Unis en PIB par habitant, mais resserré en PIB ressenti par habitant, certains pays comme le Danemark, la Suède, la Finlande ou la France dépassant même les États-Unis. On constate également que les crises économiques durent beaucoup plus longtemps mesurées par la croissance du PIB ressenti, jusqu'à une décennie, contre une ou deux années avec la mesure conventionnelle de la croissance ».

- Enfin le krach obligataire de mars 2023 (voir plus loin) prouve lui aussi l'insertion de l'économie européenne dans l'économie mondiale et les effets positifs mais aussi négatifs des interdépendances internationales.

B- Alors, quelle perspective probable pour la zone euro ?

La perspective la plus probable pour la zone euro tient en six points.

1) Stagflation (récession + inflation),

avec la hausse du prix de l'énergie, l'incapacité à soutenir durablement le pouvoir d'achat des ménages.

Notons préalablement qu'empiriquement on constate qu'à partir de 1998 la baisse de l'inflation est associée à une baisse de la croissance. Cela s'explique par l'inefficacité économique induite par l'inflation : la taxe inflationniste qui pèse sur la consommation puisque l'inflation lamine l'épargne et oblige les agents à reconstituer leur épargne, la déformation des prix relatifs entre les

biens et services, celle aussi des revenus relatifs entre les différents agents économiques (dont la propension à consommer est différente), la confusion entre mouvements des prix relatifs et ceux des prix absolus (illusion monétaire).

• **En ce qui concerne la récession**, on peut plus précisément en trouver 7 causes :

- 1- l'insuffisance des ressources en énergie, avec l'arrêt des exportations de gaz naturel russe vers l'Europe ;
- 2- la hausse forte du prix du gaz naturel, qui rend impossible la production de certains biens ;
- 3- le recul du pouvoir d'achat des ménages dû à la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation, si les États n'ont plus les moyens de compenser le recul des salaires réels ;
- 4- la hausse des taux d'intérêt, si la BCE se décide à lutter contre l'inflation ;
- 5- le recul du PIB mondial et du commerce mondial, avec la récession (volontairement décidée pour lutter contre l'inflation) aux États-Unis, au Royaume-Uni, avec la récession en Chine (la déflation qui sévit actuellement en Chine a des chances de durer quelque temps parce que, contrairement à ce qui se passe d'ordinaire dans ce type de contexte, l'épargne ne faiblit pas et n'augmentera pas de sitôt tellement le Chinois sont inquiets sur leur avenir et le devenir de leur patrimoine immobilier).
- 6- Les termes de l'échange se dégradent fortement dans la zone euro (alors qu'ils sont à peu près stables aux EU). Cette dégradation se reconnaît au fait que le prix des importations augmente beaucoup plus vite que le prix de la production intérieure. Et cela s'explique par le fait que les importations d'énergie sont spécialement lourdes et que la monnaie européenne se déprécie. Cela a des conséquences considérables sur l'équilibre économique :
 - Si le prix des importations ne contribue pas à l'inflation aux États-Unis, il contribue énormément à l'inflation dans la zone euro : de ce fait, le pic d'inflation devrait être beaucoup plus élevé dans la zone euro qu'aux États-Unis ;
 - la perte de revenu due aux échanges extérieurs est considérable dans la zone euro (20% du PIB en 2010 et 32% aujourd'hui), ce qui doit être pris en compte dans les perspectives de croissance (ces perspectives de croissance peuvent ne pas s'affaiblir s'il y a compensation par le déficit public, ce qui encore le cas en ce moment).
- 7- À ces six causes de récession possible, voire probable, s'en rajouterait une septième si la situation financière des entreprises, pour l'instant très résiliente, venait à se dégrader. Or, cela pourrait arriver si l'on en croit l'évolution défavorable actuelle et prévisible de leur trésorerie (leur « cash » progresse moins vite que l'inflation et cette progression résulte en fait d'une progression de l'endettement bancaire ; or, les conditions de crédit changent radicalement sous l'effet de la politique monétaire de la BCE pour réduire l'inflation). De plus, les effets de l'indexation des salaires sur l'inflation vont bientôt se faire sentir sur les comptes des entreprises et, comme en même temps il y aura peut-être ralentissement des débouchés (et à l'intérieur et à l'extérieur), les profits des entreprises seront pris comme dans un étau. Ce ralentissement des débouchés est d'ailleurs assez probable à la fois sur le plan intérieur de la zone euro à cause de la réduction de la demande induite par la hausse des prix et sur le plan extérieur à cause d'une forte remise en cause de la compétitivité des entreprises. La question qui se pose alors est de savoir si cette baisse de la compétitivité peut être compensée par une dépréciation du change de l'euro à laquelle on assiste par ailleurs. Ce n'est pas sûr si la BCE augmente substantiellement ses taux pour lutter contre l'inflation.
- 8- Quand, pour les États-Unis, on recherche l'évolution de la différence entre le taux des obligations publiques à 10 ans et celui des obligations publiques à 2 ans pour savoir s'il y a « inversion » de la courbe des taux, on trouve le graphique suivant dans les schémas produits par le fameux site « fred.stlouisfed.orf » :



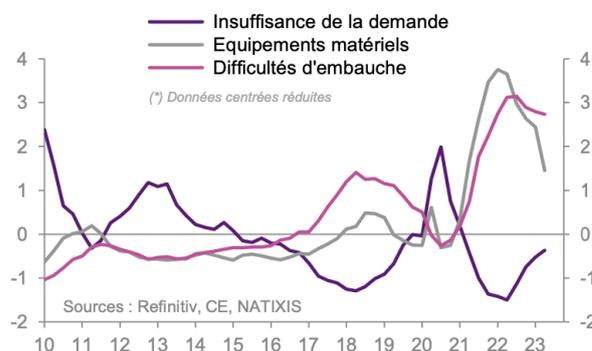
Si on admet que cette inversion est annonciatrice de récession (c'en serait un « indicateur avancé »), on voit que la situation actuelle peut annoncer une récession prochaine encore plus importante que celles intervenues en 2000 (crise de l'Internet), en 2008 (crise des subprimes) et en 2019 (crise du Covid) ...

- **En ce qui concerne l'inflation**, elle serait sans importance si tout y était indexé, les revenus, le prix des actifs et le taux de change. Mais, même si les revenus (salaires, revenus d'indépendants, prestations sociales, retraites, ...) étaient parfaitement indexés, ce qui n'est jamais le cas, et que le taux de change suivait exactement la parité des pouvoirs d'achat, ce qui n'est jamais le cas non plus, il y aurait toujours le cas de la monnaie et celui des obligations nominales qui ne sont jamais indexées qui feraient que l'inflation resterait une taxe, surtout prélevée sur les ménages les plus modestes.

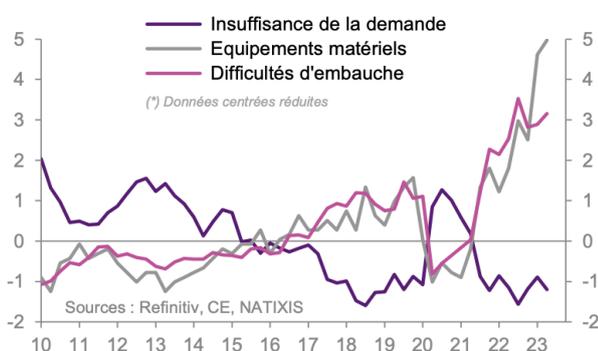
À voir le mouvement social se développer spécialement en France (les revendications salariales qui sont nées dans les raffineries ont tendance à se diffuser dans de bien d'autres secteurs), on est en droit de se demander si les effets que peut avoir une indexation forte et généralisée des salaires sur les prix ne sont pas en eux-mêmes un facteur d'aggravation de la situation. Si on pousse le raisonnement plus loin, on peut alors se poser la question de savoir si la politique japonaise de non-indexation n'est pas meilleure, en définitive.

Selon une étude de Natixis du 13 juin, l'inflation est due depuis 2017 (avec l'exception de 2020) certes à une insuffisance de l'offre à cause d'un manque de matériels et à des difficultés d'embauche mais aussi à une demande de biens et services trop forte. Si la demande reste ainsi excédentaire, il sera difficile de faire baisser l'inflation.

Graphique 1a
Zone euro : facteurs limitant la production du secteur manufacturier (en écart-type par rapport à la moyenne*)



Graphique 1b
Zone euro : facteurs limitant la production du secteur des services (en écart-type par rapport à la moyenne*)



Remarque importante : la dynamique stagflationniste, si l'on peut dire, a des chances de concerner l'ensemble des pays de l'OCDE.

En effet, si depuis les années 2000 et encore davantage depuis les années 2010, on a eu à la fois une croissance en ralentissement (vieillesse démographique, diminution des gains de productivité, recul du taux d'investissement net) et une faible inflation (prix bas de matières

premières, affaiblissement du pouvoir de négociation des salariés), il est probable que l'on entre dans une période à tendance au contraire stagflationniste où la croissance reste atone mais où l'inflation est forte et le reste.

Les facteurs qui peuvent être les moteurs d'une telle dynamique sont :

- le recul des gains de productivité (sous-investissement des entreprises, recul du progrès technique, vieillissement de la population active, nouvelle relation au travail), car,
 - . sans gains de productivité, le coût salarial unitaire augmente aussi vite que les salaires ;
 - . sans gains de productivité, les entreprises sont contraintes d'embaucher davantage, ce qui crée une tension forte sur le marché du travail et pousse davantage à la hausse les salaires ;
 - . sans gains de productivité, la croissance potentielle recule.
- la tension accrue sur les marchés du travail (vieillissement démographique déjà noté, recul du taux d'emploi aux EU et RU, recul de la productivité déjà noté, indexation des salaires et inflation sous-jacente plus élevée),
- l'affaiblissement de la croissance mondiale, d'où réduction de l'investissement des entreprises, ce qui conduit à une insuffisance de l'offre et donc à une inflation plus forte, une transition énergétique qui est inflationniste,
- et le souci de relocaliser des industries plus ou moins stratégiques, ce qui est également potentiellement inflationniste.

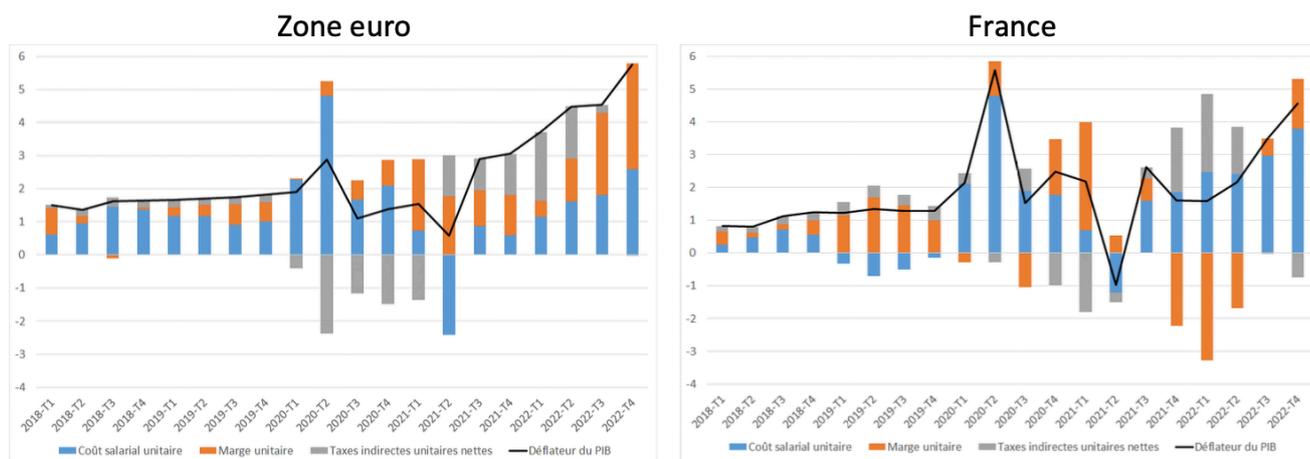
Soulignons qu'avoir à la fois vieillissement démographique et diminution des gains de productivité est une double peine puisque les gains de productivité sont un antidote important au vieillissement démographique ; et cette double peine affecte gravement la croissance potentielle. Cette double peine trouve son origine principale dans une évolution défavorable des taux brut et net d'investissement privé (des entreprises) et public ; et cela malgré une augmentation significative de la richesse totale, financière et immobilière, au sein des pays de l'OCDE...

Concernant plus spécifiquement l'inflation, même si l'on peut estimer que l'inflation globale peut ralentir suite à une modération, voire une baisse, des prix des matières premières, en particulier énergétiques, l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) a peu de chances de baisser significativement. En effet, cette inflation sous-jacente est alimentée par deux causes durables : l'augmentation des coûts salariaux et l'augmentation des marges bénéficiaires des entreprises, même lorsque l'activité générale recule, ce qui est beaucoup plus net aux États-Unis que dans la zone euro.

Dans un document publié en juin 2023 par la Banque de France sous la signature d'Agnès Bénassy-Quéré, on trouve l'analyse et les schémas suivants :

« Au second semestre 2022, la contribution de la marge unitaire à l'inflation est supérieure à celle du coût salarial unitaire en zone euro. En France, toutefois, la contribution de la marge unitaire est inférieure à celle du coût salarial unitaire, après avoir été négative au premier semestre 2022. Le graphique indique aussi la contribution des taxes indirectes nettes qui, comptablement, permettent de passer d'une notion de valeur ajoutée à la notion de produit intérieur brut (PIB) ».

Graphique 3. Glissement annuel du déflateur du PIB (en %) et contributions du coût salarial unitaire et de la marge unitaire, en points de pourcentage, 2018-T1 à 2022-T4



Comme le note Olivier Passet (Xerfi Canal, le 11/4/2023), « les grandes entreprises sont devenues des vecteurs de transmission et d’amplification de la hausse des prix au détriment des consommateurs. (...) Les champions de la cote se sont transformés en foyer d’inflation. Dans tous les pays développés, c’est bien les boucle prix/profit qui alimente d’abord la diffusion de l’inflation. Et partout, c’est bien l’augmentation des prix et non celle des volumes qui explique les bons résultats financiers des grands groupes, transformant le grand mouvement de concentration qui anime le capitalisme depuis plusieurs décennies en principale source de l’enracinement de l’inflation dans les pays avancés.

Les comportements de prix et de marge de ces grandes entreprises signifient quatre choses :

1. Ces entreprises sont en position de force sur le marché du travail et parviennent à préserver la modération de leurs coûts salariaux, même dans un contexte de fortes tensions sur certaines compétences.
2. Elles parviennent à mettre sous pression leurs sous-traitants pour la composante des coûts qu’elles ont outsourcés.
3. Elles disposent d’un pouvoir de marché suffisant pour faire passer des hausses tarifaires à leurs clients, sans craindre d’altérer leurs parts de marché.
4. Elles disposent d’un positionnement de gamme ou technologique qui rend leur demande peu sensible aux variations de prix.

Le rôle de la concentration (et de la finance) : la finance, qui avait pourtant fait de la désinflation la pierre angulaire de sa stabilité, est paradoxalement à l’origine du grand mouvement de concentration qui anime la plupart des secteurs depuis plus de 30 ans. La conjonction d’un très faible niveau des taux d’intérêt et d’un haut niveau de rendement économique exigé des entreprises par les investisseurs, à l’origine d’un levier fortement positif, est précisément ce qui alimente l’effervescence en matière de fusion/acquisition au plan mondial depuis plusieurs décennies.

C’est une nouvelle contradiction du capitalisme : la finance a prospéré sur la désinflation, mais elle est devenue par là même le principal vecteur de la résurgence de l’inflation.

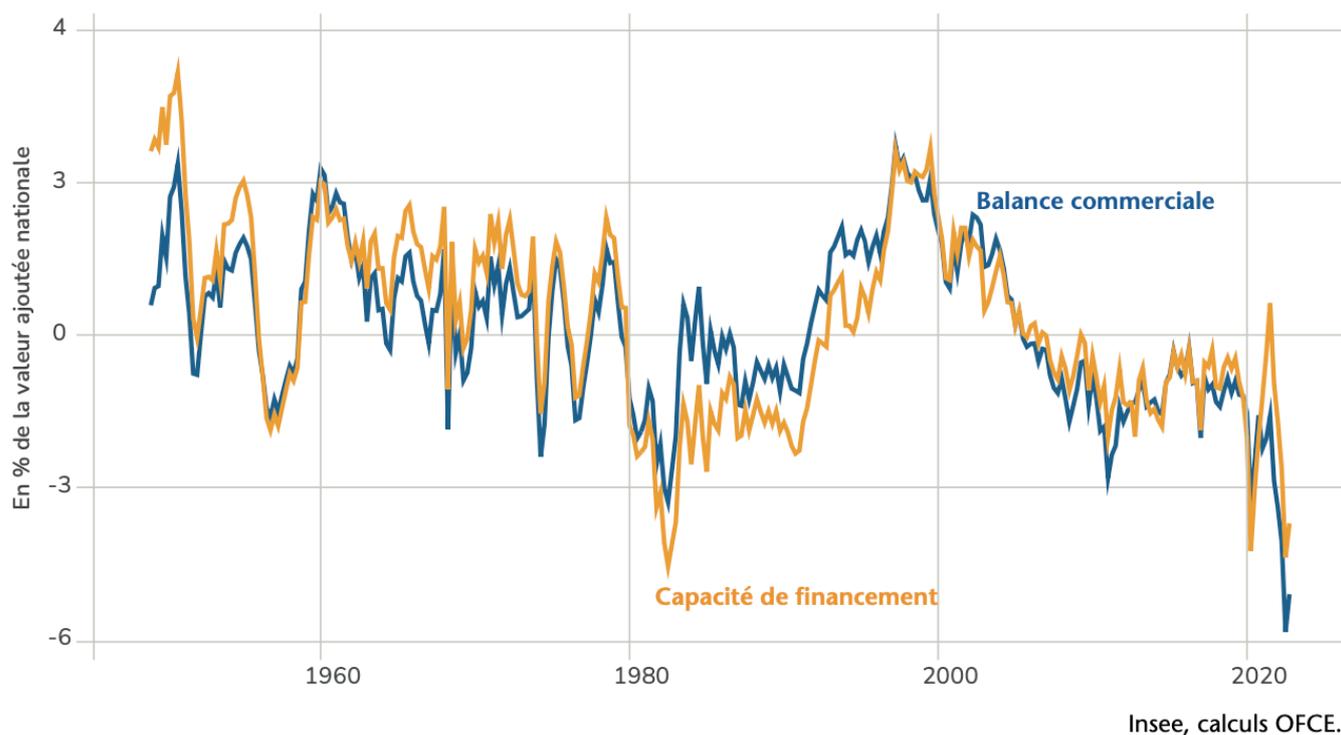
Et si la principale cause de l’inflation se situe bien là, il sera alors extrêmement difficile à la politique monétaire d’éradiquer le noyau dur de l’inflation, la part de l’inflation qui provient de la contagion entre secteurs. Si elle le fait, ce sont tous les marchés d’actifs qui risquent de dévisser, fragilisant les acteurs de l’investissement et par ricochet le secteur bancaire. Si elle ne le fait pas, l’inflation risque de durablement s’installer. Et pourquoi le ferait-elle d’ailleurs, puisque les grands acteurs concentrés de la cote découvrent qu’ils sont gagnants à ce jeu, transformant l’inflation en nouvel instrument d’extraction de la valeur ? ».

Note 1 : Certes, la hausse tendancielle des taux de marge des entreprises joue un rôle dans l’accélération de l’inflation sous-jacente mais cela est beaucoup plus net aux États-Unis qu’en zone euro où cette inflation est principalement alimentée par la sensibilité des salaires aux gains de productivité.

Note 2 : L'analyse d'O. Passet amène à penser que le taux d'inflation risque d'être supérieur à 2% durablement (le gouverneur de la Banque de France estime lui-même que « l'inflation en zone euro risque de s'enliser et de stagner au-dessus de 2% »). À ce sujet, la distinction entre inflation globale et inflation sous-jacente doit être relativisée en ce sens que la hausse des prix de l'énergie et des biens alimentaires se diffusent forcément à l'ensemble de l'économie. Cela dit, comme la hausse des taux n'est pas très efficace pour lutter contre la dynamique de l'inflation actuelle, il faudrait que cette hausse soit très forte pour que l'effet soit significatif. Mais les taux courts, en termes réels, pourraient alors devenir facilement supérieurs au taux de croissance, ce qui serait néfaste pour le niveau d'activité et ce qui obligerait aussi les États à réduire fortement leur déficit primaire, avec toutes les conséquences négatives qui s'ensuivraient, en particulier sur les investissements, surtout que l'on aurait alors affaire au cumul d'une politique monétaire et d'une politique budgétaire toutes deux restrictives. Ne vaudrait-il pas mieux que la BCE se fixe une cible d'inflation supérieure à 2% ? Et qu'à cette modification d'objectif s'ajoutent la poursuite du QE et de TLTRO et du programme Next Generation EU ?

Note 3 : Dans un tout récent dossier de l'OFCE (Policy brief 114 du 13/4/2023) sur « le prix de l'inflation », on trouve d'importantes analyses et d'éclairants graphiques et tableaux dont les deux suivants :

Graphique 5. Capacité et besoin de financement de l'économie française et balance commerciale



Graphique 6. Climat des affaires dans les entreprises et climat de confiance des ménages

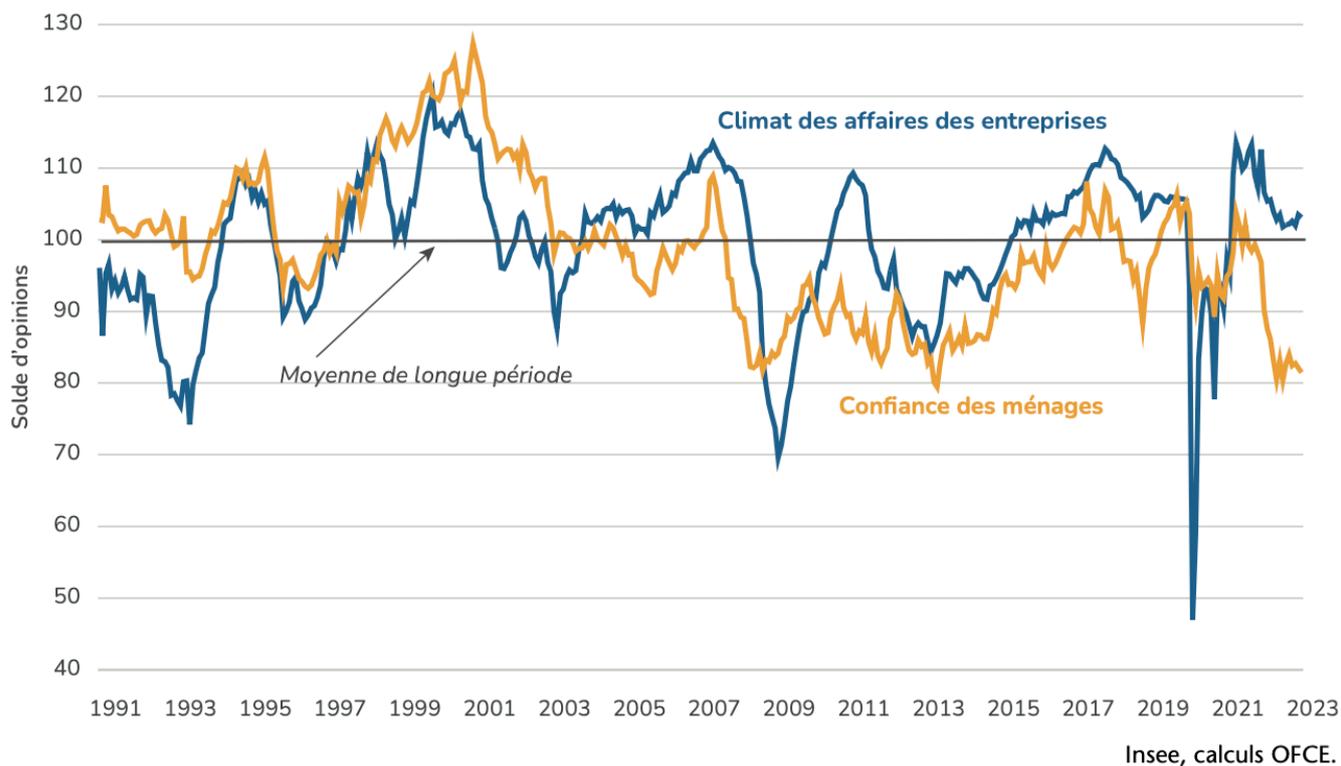


Tableau 2. Décomposition de la variation du taux de marge des sociétés non financières

En points de valeur ajoutée	2018 t4	2021 t4	2022 t4
Taux de marge	31,7	32,2	32,4
Variation par rapport à fin 2018		0,5	
Effet coûts salariaux unitaires réels (CSU)		-2,8	
<i>dont</i>			
<i>Productivité apparente du travail</i>		-1,2	
<i>Salaire réel par tête*</i>		-1,6	
Effet fiscalité		1,6	
Effet prix relatif**		1,8	
Variation par rapport à fin 2021			0,2
Effet coûts salariaux unitaires réels (CSU)			0,3
<i>dont</i>			
<i>Productivité apparente du travail</i>			-0,9
<i>Salaire réel par tête*</i>			1,2
Effet fiscalité			0,0
Effet prix relatif**			-0,1

* Déflaté par le prix de consommation finale.

** Ratio prix de valeur ajoutée / prix de consommation.

Note de lecture : La baisse de la productivité apparente du travail entre la fin 2018 et la fin 2021 contribue « toute choses égales par ailleurs » à une baisse de taux de marge des sociétés non financières de 1,2 points de valeur ajoutée.

Sources : Insee, calculs OFCE.

Tableau 3. Inflation et contribution des composantes

En points de %, en contribution au glissement annuel	Juin 2022	Mars 2023
Alimentaire	0,9	2,6
Énergie	2,9	0,4
Produits manufacturés	0,6	1,2
Services	1,5	1,4
Total IPC	5,8	5,6

Insee, calculs OFCE.

Tableau 4. Évaluation de l'effet des différents chocs sur la croissance du PIB

En points de PIB

Croissance hors chocs	2022 : 4,1 %	2023 : 1,6 %	2024 : 1,7 %
Choc Omicron et approvisionnements	-0,3	0,1	0,1
Remontée des taux	-0,1	-0,4	-0,5
Incertitude et tensions géopolitiques	-0,5	-	-
Choc énergie	-1,6	-0,3	0,3
Bouclier et mesures budgétaires énergie	1,0	-0,2	-0,3
Autres nouvelles mesures budgétaires	0,1	0,1	-0,1
Croissance prévue	2,6 %	0,8 %	1,2 %

Insee, calculs OFCE.

Note 2 : On attribue souvent beaucoup de responsabilité à la guerre en Ukraine dans le retour de l'inflation. Mais l'inflation dans la zone euro était déjà de 5,1% avant le déclenchement de cette guerre et dépassait 2% depuis juillet 2021. On dit aussi que l'inflation est due à une insuffisance de l'offre, mais il faut compléter en disant que l'inélasticité de l'offre est due à une insuffisance notoire de l'investissement productif.

Note 3 : En appui et complément de l'analyse d'O. Passet, le CAC40 va de record en record. Ce vendredi 14 avril il dépasse pour la première fois depuis très longtemps les 7500 points. Mais cet indice n'est pas vraiment représentatif de l'économie française pour deux raisons : d'abord, les entreprises qui l'animent sont bien davantage concernées par la croissance mondiale que par la croissance nationale, et ensuite, le secteur du luxe y est très surreprésenté, ce qui explique que la Bourse de Paris soit en meilleure forme que ses consœurs européennes. Cela dit, une question demeure : les résultats du CAC40 traduisent-ils une irrationalité exubérante ? Plusieurs raisons peuvent en réalité expliquer les excellentes performances du CAC40 : un rattrapage par rapport aux mauvais résultats de 2022, une bonne surprise puisque les anticipations d'une récession ont été contredites, une reprise de l'économie chinoise, les bons résultats financiers et les confortables marges bénéficiaires attendus pour la fin du 1^{er} trimestre.

Note 4 : Le rôle que joue actuellement la politique de marge des entreprises dans l'inflation fait que parmi les canaux de transmission de la politique monétaire restrictive c'est précisément celui des marges bénéficiaires qui peut être le plus important. Les canaux « classiques » que sont le canal du crédit et le canal des taux d'intérêt perdent de leur efficacité dans le contexte actuel de faiblesse des gains de productivité et du taux de chômage et de hausse des salaires. Par contre, si la faiblesse de la demande ne fait pas monter le chômage, elle fait baisser les prix par la baisse des marges bénéficiaires des entreprises ; mais sans pour autant forcément éviter l'impact de la boucle prix-salaire.

2) Contraction de l'industrie,

avec l'insuffisance de la ressource en énergie et son prix très élevé.

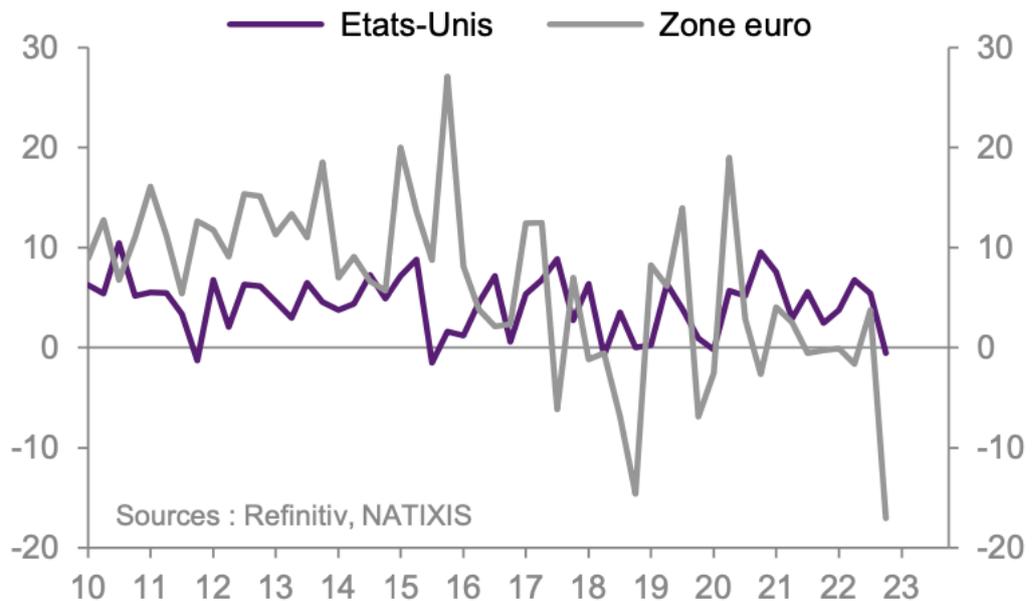
- La désindustrialisation, risque donc fort de s'accroître.

Pour Daniel Cohen, « la désindustrialisation est un risque lent ». Selon lui, « la remontée des taux d'intérêt va indiscutablement rendre plus difficile le financement des activités de long terme. Cela va renforcer l'utilité des coproductions entre l'État et les entreprises privées pour réaliser des investissements d'avenir, car l'État conserve dans ce contexte un avantage compétitif pour apporter des fonds. Au-delà, la guerre en Ukraine renforce l'impératif de souveraineté industrielle et va accélérer le mouvement car la question stratégique devient fondamentale. (...) Nous allons avoir besoin de davantage de coopérations européennes. La crise énergétique complique néanmoins l'équation. La guerre en Ukraine crée une nouvelle configuration. Si l'Europe devient une région d'énergie chère, sa capacité industrielle va s'affaiblir. La désindustrialisation est toutefois un risque lent. Et le vrai danger ne porte pas sur les prochains mois, mais sur l'hiver 2023. Au cours des deux prochaines années, on saura si l'Europe est capable, ou non, de s'assurer un mix énergétique fiable et bon marché. Il y a urgence à rassurer les industriels et à leur montrer qu'elle a les capacités d'atteindre les objectifs qu'elle s'est fixés. En particulier en France où le nucléaire aura un rôle déterminant à jouer ».

Et personnellement je pense que, malgré le souci de renforcer notre souveraineté industrielle qu'ont maintenant et bien tardivement nos dirigeants, la lutte contre la poursuite et même l'aggravation de la désindustrialisation passe par un retour à un certain protectionnisme, comme celui dont parlait Friedrich List (1789 – 1846), autrement dit à un protectionnisme protecteur (par rapport aux énormes subventions des États-Unis en faveur de leur propres entreprises) et éducateur (en faveur des nouvelles productions à développer dans le nouveau cadre énergétique et climatique).

Ce qui renforce ce point de vue, c'est la moindre attractivité pour l'industrie de la zone euro que pour les États-Unis. L'Inflation Reduction Act n'est pas le facteur le plus décisif en la matière, même au contraire dans la mesure où tout ce qui est fait dans la zone euro pour assurer la transition écologique est relativement plus important. Par contre, la zone euro souffre de lourds handicaps qui sont loin de s'atténuer : croissance potentielle plus faible, efforts de R&D moins importants, taille moins grande des fonds de Private Equity et moindre émission d'actions cotées.

Ensemble des flux de capitaux des non résidents (en % du PIB valeur)



- Une étude de Natixis (Flash Economie n° 419) montre que, concernant la France, les délocalisations vers les pays émergents est pour 25% dans le recul depuis 1995 du poids de l'emploi industriel trouve son origine dans les délocalisations, contre 80% au R.-U., 56% aux États-Unis, 43% en Espagne, 42% en Italie, 11% en Allemagne et 0% au Japon.

- Sur ce thème crucial de la désindustrialisation, Anaïs Voy-Gillis, co-auteur en 2020 de « Vers la renaissance industrielle » (Éditions Marie B), a traité sur Xerfi des forces et faiblesses de l'industrie française :

« Certaines *faiblesses* (9) sont bien connues puisqu'elles sont identifiées comme les freins à notre réindustrialisation dans une succession de rapports publiés depuis plus de 20 ans, sans d'ailleurs avoir réussi à trouver de remèdes pertinents.

- . Le déséquilibre du tissu industriel avec de nombreuses PME, quelques grands groupes mais très peu d'entreprises de taille intermédiaire alors que ces dernières jouent un rôle clé dans l'économie : ancrées dans leur territoire, notamment avec souvent un siège social en dehors de la région parisienne, innovantes, exportatrices.

- . Un sous-investissement dans : l'outil productif, notamment dans la modernisation et l'automatisation des sites de production, la recherche et le développement, la formation et la valorisation des compétences et savoir-faire clés.

- . La structure capitaliste des entreprises avec beaucoup de filiales de groupes étrangers et assez peu d'entreprises familiales par rapport à l'Allemagne,

- . L'insuffisante représentation des salariés dans les conseils d'administration alors qu'ils peuvent favoriser des choix différents, notamment en termes de localisation d'activités,

- . Une faible internationalisation des entreprises : les PME françaises peinent à exporter contrairement aux PME italiennes, sûrement en raison du positionnement en termes de gamme produits,

- . Un comportement prédateur de certains grands groupes à l'égard de leur écosystème comme l'a longtemps illustré l'exemple des délais de paiement,

- . Un positionnement sectoriel sur des biens de moyenne technologie complexifiant la recherche de débouchés à l'export,

- . Une fiscalité peu adaptée et la multiplication de dispositifs publics illisibles, complexes et relevant plus du saupoudrage que de l'action concrète,

. Le manque de culture industrielle et de connaissance des territoires de certains acteurs comme par exemple : les acteurs bancaires qui font preuve de frilosité à l'égard de l'investissement dans le tissu productif, les élites politiques et administratives qui se sont désintéressés du sujet, perdant au passage une nécessaire vision stratégique de ces sujets.

Mais notre industrie a également des **forces** (8). Il faut les valoriser, les diffuser et les renforcer :

. Une culture industrielle ancrée dans de nombreux territoires et une volonté renouvelée de reproduire en France,

. Des savoir-faire et des compétences reconnus et recherchés dans des secteurs clés comme le maritime, l'aéronautique, par exemple, mais également dans certains clusters comme la Vallée de l'Arve,

. Un système de formation, notamment les écoles d'ingénieurs et les formations scientifiques reconnues dans le monde entier,

. Des champions cachés comme en Allemagne qui sont des entreprises leader européen ou mondial dans leur secteur et peuvent servir d'exemples pour créer un effet d'entraînement,

. Un écosystème de fournisseurs de solutions technologiques pour soutenir la modernisation des sites et la conversion vers l'industrie du futur, clé dans la bataille pour renforcer la souveraineté,

. Un pays et des territoires attractifs pour les investissements étrangers depuis plusieurs années, et cela malgré les critiques émises sur notre déficit d'attractivité,

. Des infrastructures de qualité, qu'il convient de continuer à moderniser par l'investissement public, mais globalement meilleures que plusieurs de nos concurrents européens,

. Un regain d'intérêt pour la question industrielle permettant de sortir des discours de dénigrement systématique de l'industrie et laissant espérer la construction d'un pacte pour le renouveau industriel.

Au regard du poids de l'industrie dans le PIB national, la France fait figure d'outsider parmi les grandes nations industrielles, pourtant elle a toutes les cartes pour reconstruire une industrie résiliente et au service de la transition écologique.

Il convient d'arriver à articuler l'action nationale avec une action européenne clé sur les grands projets d'avenir et seul échelon capable de rivaliser avec des concurrents comme la Chine et les États-Unis.

Néanmoins, avoir des forces n'est pas suffisant pour faire renaître notre industrie. Il nous faut combattre notre plus grande faiblesse : notre perte d'envie d'innover et de produire en France. Le pari de la renaissance industrielle est un pari et un engagement collectif au service de la transformation de notre société ».

• Dans le « Flash Economie » du 14 février 2023 (n°91), Natixis précise *les 3 conditions à remplir pour qu'il y ait réindustrialisation* :

« Les pays doivent remplir trois conditions pour qu'il puisse y avoir réindustrialisation, modernisation du tissu productif :

- une direction stratégique claire donnée par les autorités publiques quant aux axes de développement de l'industrie (quels produits doivent être fabriqués dans le pays pour assurer la souveraineté, le positionner dans les technologies d'avenir) ;
- un financement mixte public et privé des investissements nécessaires (R&D, investissements productifs...) ;
- des compétences de la population active suffisamment élevées pour que développer l'emploi industriel soit possible, pour assurer la compétitivité du pays (les enquêtes montrent que le poids de l'industrie manufacturière dans le PIB et la croissance de la production industrielle sont positivement corrélés avec le niveau scolaire des jeunes et encore davantage avec le niveau des compétences des adultes).

Il y a complémentarité entre une stratégie claire, un financement suffisant, des compétences assez élevées de la population : si un de ces trois facteurs favorables à la réindustrialisation n'est pas présent, la réindustrialisation est très handicapée, freinée. Empiriquement, on trouve une

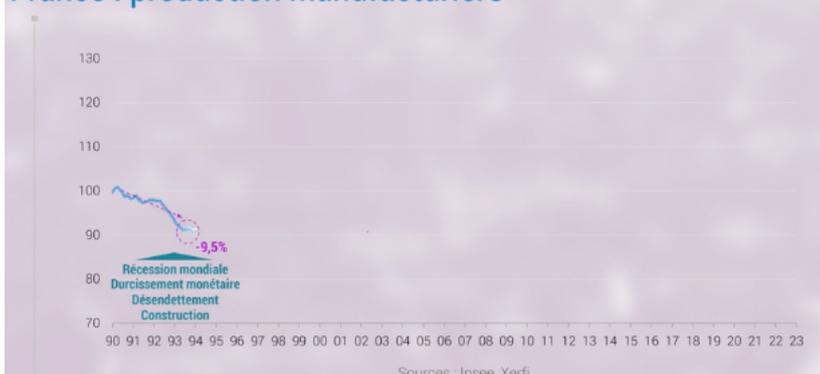
complémentarité entre le poids de R&D privée dans le PIB et les compétences de la population active.

Le film de la désindustrialisation de l'économie française, de crise en crise, proposé par Xerfi Canal en avril 2023 :

« Les difficultés de l'industrie française ne datent pas d'hier.

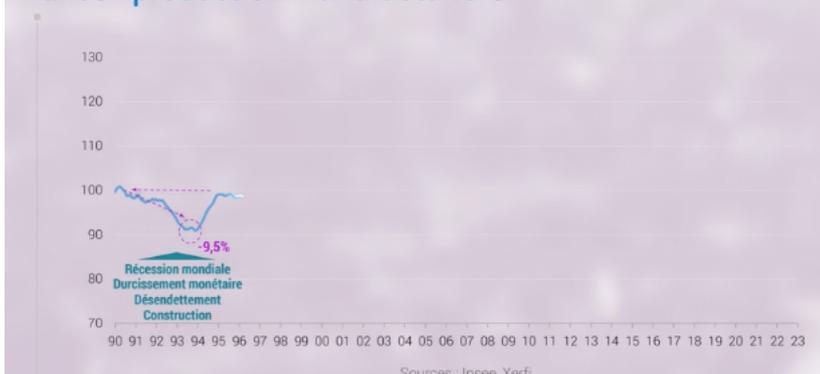
Les années 1990 s'ouvrent ainsi sur une chute brutale de 9,5% de la production manufacturière entre le 1er trimestre 90 et le 4e trimestre 93. L'économie française, comme celles des autres pays avancés, est tombée en récession. Mais une récession amplifiée en France par le durcissement de la politique monétaire : les taux d'intérêt flambent et les entreprises comme les ménages doivent se désendetter d'urgence. Cela met notamment à terre la construction, un débouché majeur de l'industrie, ce qui amplifie sa chute.

France : production manufacturière



Cette descente aux enfers va prendre fin début 1994. En à peine 6 mois, la moitié du chemin perdu est récupérée et, à l'été 95, le niveau de la production est quasiment revenu à son dernier pic.

France : production manufacturière



Mais l'élan va vite être brisé à la suite des dévaluations en série au Royaume-Uni, en l'Italie et en Espagne qui vont provoquer une perte de compétitivité brutale de l'industrie française et lamener des pans entiers du "made in France" principalement dans les biens de consommation : textile-habillement, cuir, chaussure, électroménager notamment. Il ne faut pas oublier non plus, le tour de vis budgétaire du gouvernement Juppé, notamment la majoration de 2 points de la TVA qui va casser la consommation des ménages et étouffer la demande domestique, une politique de rigueur qui s'inscrit dans la perspective de la mise en place de l'euro.

France : production manufacturière



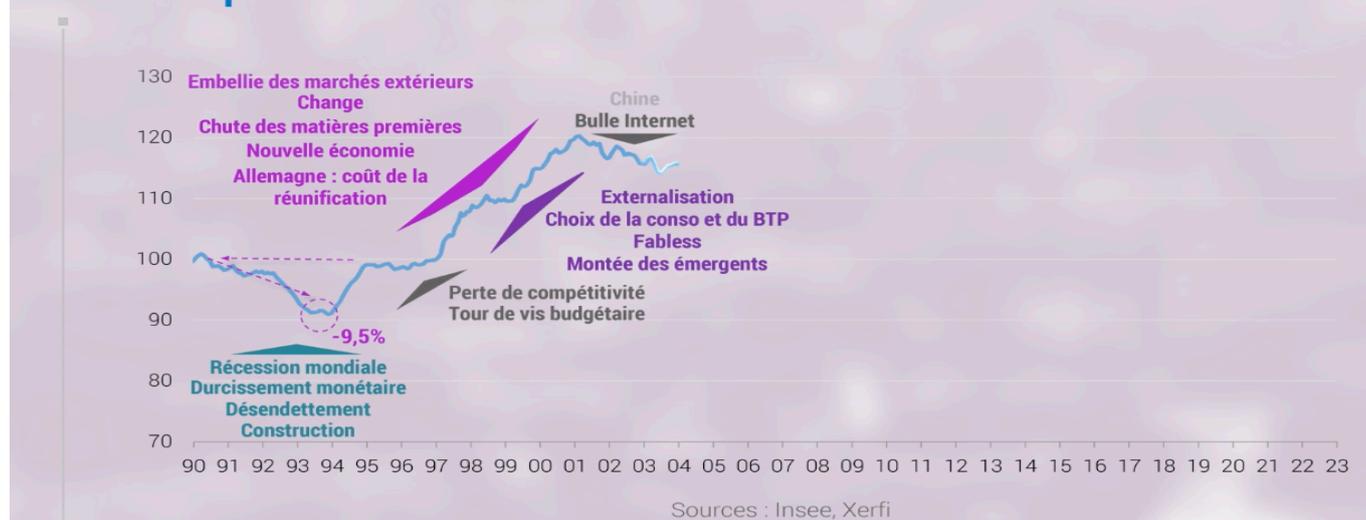
L'industrie redécouvre tant bien que mal le début 1997 soutenue par l'embellie des marchés extérieurs, puis change de braquet avec la chute des prix des matières premières en générale et du pétrole en particulier qui descend à moins de 10 dollars le baril en décembre 1998. Va suivre la période de la "nouvelle économie". La production manufacturière atteint alors un pic, aidée aussi par la faiblesse de l'euro qui tombe à 0,86 dollar en octobre 2000 et par une Allemagne qui paie alors au prix fort sa réunification et son entrée dans la monnaie unique à 2 deutsche marks pour 1 euro. Cette période euphorique porte pourtant les germes du nouveau décrochage à venir de l'industrie française.

France : production manufacturière



Certes, il y aura un effet purement statistique avec l'externalisation des activités de services, qui sont massivement confiées à des sociétés sous-traitantes. Mais il y a surtout le choix politique majeur de stimuler la consommation et l'immobilier, quitte à se désintéresser de l'industrie et de ses usines. Le "fabless", c'est-à-dire l'industrie sans usine, est en vogue dans les esprits auquel s'ajoute la montée des émergents à laquelle personne n'est encore très attentif. Le révélateur vient de l'éclatement de la bulle internet en 2001. La production recule de 5% entre début 2001 et la mi-2003. Cette crise marque un vrai tournant.

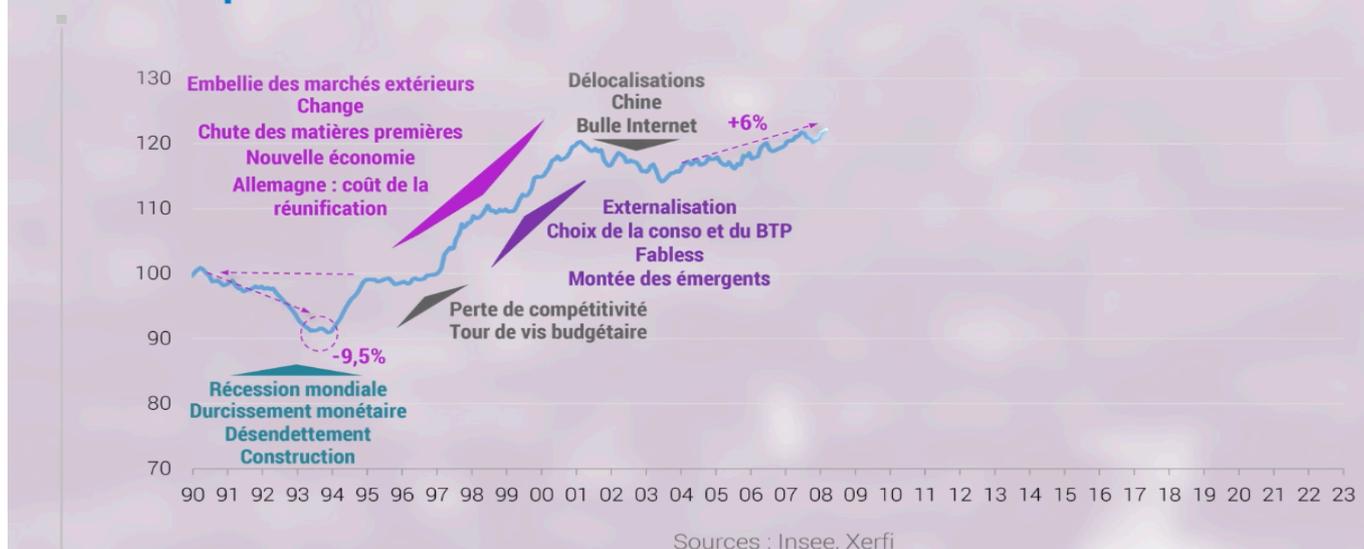
France : production manufacturière



Les événements vont alors s'enchaîner avec l'entrée de la Chine dans l'OMC fin 2001, l'accélération de la mondialisation. Déjà déstabilisées, nombre de branches des biens de consommation deviennent un champ de ruine. L'électronique grand public est elle aussi emportée et Thomson sera balayé. En déclin, la sidérurgie subit les assauts de la Chine qui devient la forge du monde. Mais ce sont aussi des choix stratégiques de délocalisation des multinationales. Le lancement en 2004 de la Logan par Renault, la première voiture low cost est emblématique : délocaliser pour produire à bas prix à destination d'une demande émergente en plein essor en Chine, au Brésil ou en Russie. Mais aussi assembler dans les régions à faible coût pour approvisionner les pays d'Europe de l'Ouest, dont la France : l'automobile

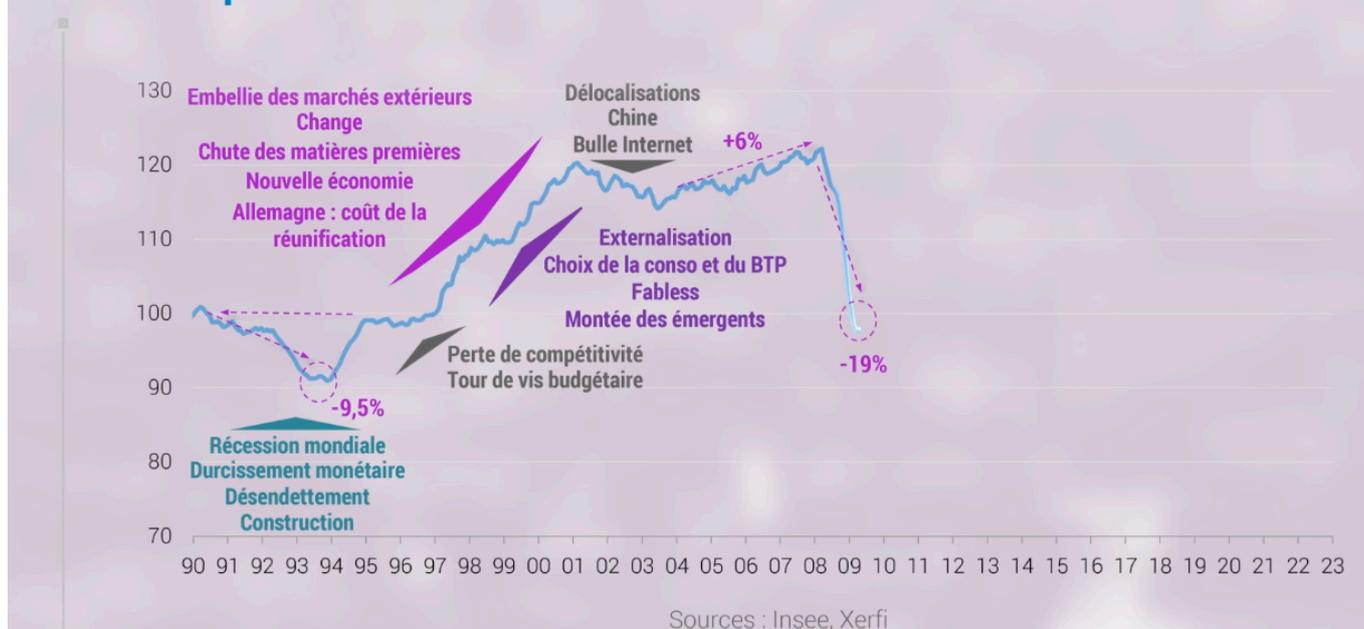
rejoint la liste, déjà longue, des activités dont la production quitte le territoire. La progression de 6% entre 2004 et 2008 n'est qu'un sursis, tant les fondements de la compétitivité sont sapés en profondeur, notamment vis-à-vis de l'Allemagne qui récolte les fruits de son engagement dans les réformes Schröder et de la mise en place de l'économie de bazar.

France : production manufacturière



Et en vérité, ce n'est pas l'effondrement de 19% de la production lors du krach de 2008-2009 qui constitue le révélateur de notre faiblesse industrielle. Tous les grands pays, même la Chine, même l'Allemagne, sont pris dans la même spirale. Non, le bon révélateur de notre faiblesse industrielle, c'est notre incapacité à réellement remonter la pente après.

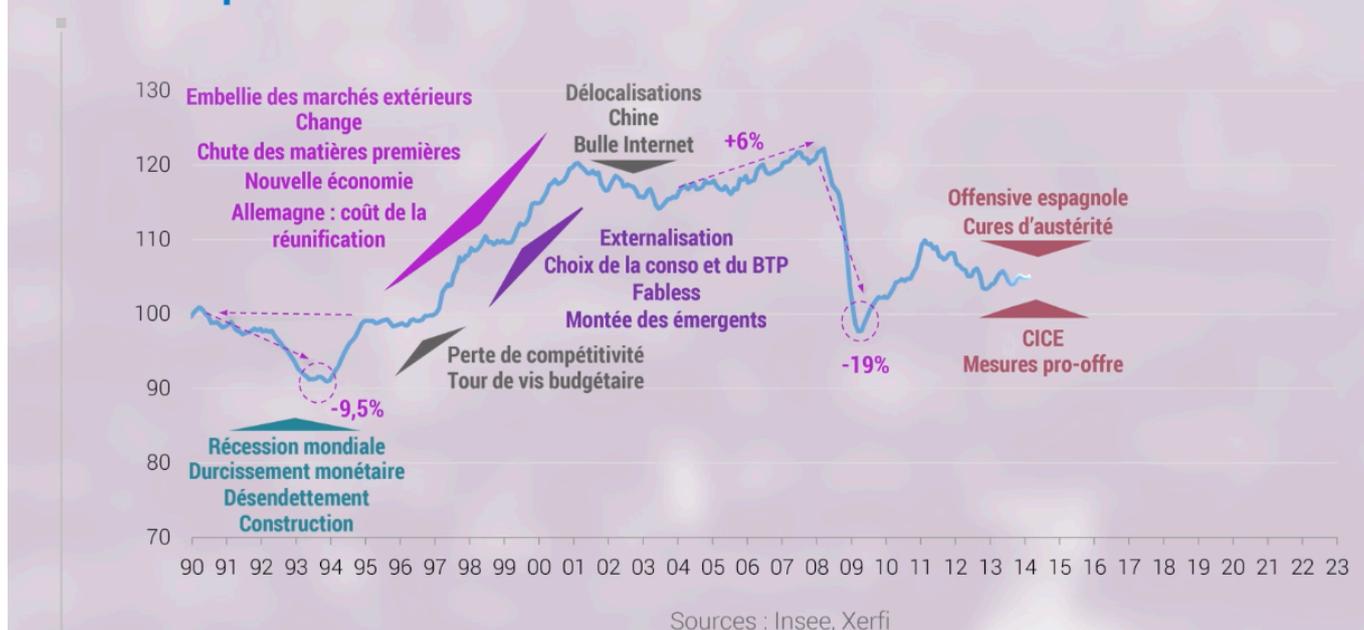
France : production manufacturière



Bien entendu, l'affaîsissement des demandes domestiques à la suite des cures d'austérité en France, et plus encore en Italie et en Espagne, deux débouchés importants de nos industriels à l'export, a compliqué la tâche. Mais ni le CICE en janvier 2013, ni l'ensemble des mesures pro-offre qui ont suivi le pacte de responsabilité et de solidarité en passant par les mesures prises par Emmanuel Macron pour améliorer la compétitivité-coût des entreprises ne permettent de réellement redorer le blason de l'industrie française. En outre, la concurrence se durcit avec l'Italie et plus encore avec l'Espagne qui suit la voie allemande du néo-mercantilisme faite de déflation salariale, de compression de la demande intérieure et d'offensives à

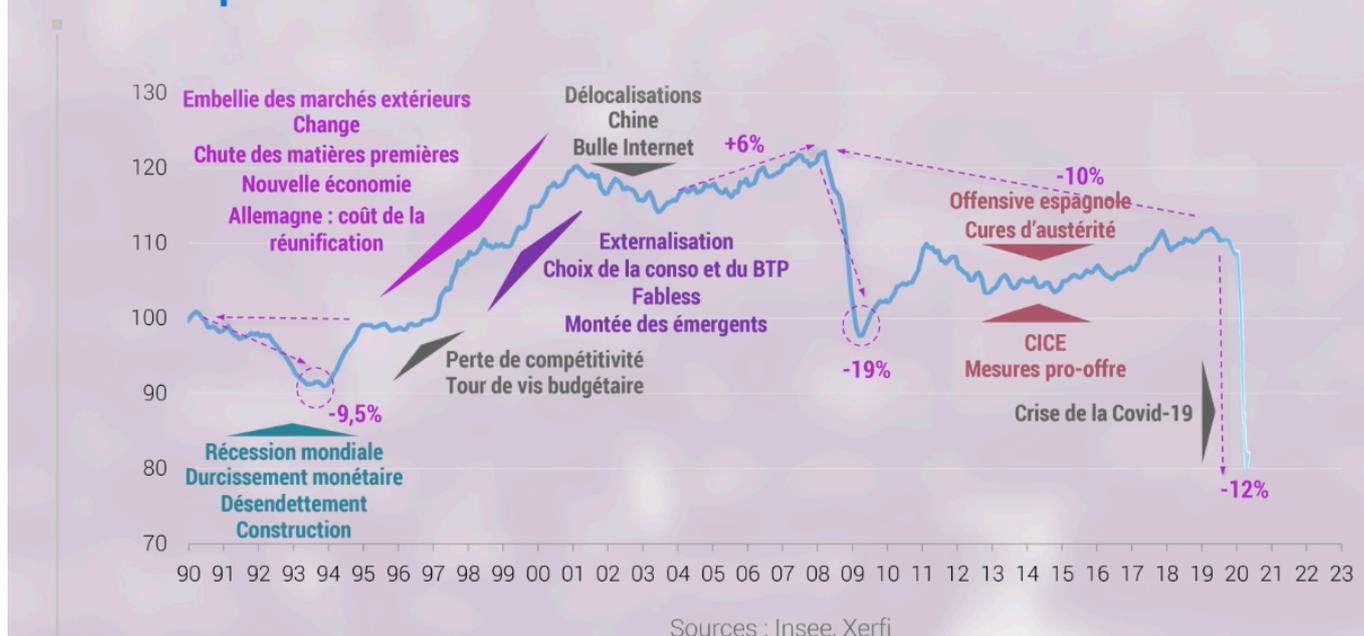
l'extérieur. C'est le bastion des industries alimentaires qui est cette fois-ci assiégé après avoir déjà subi les coups de boutoir des industriels allemands dans les viandes.

France : production manufacturière



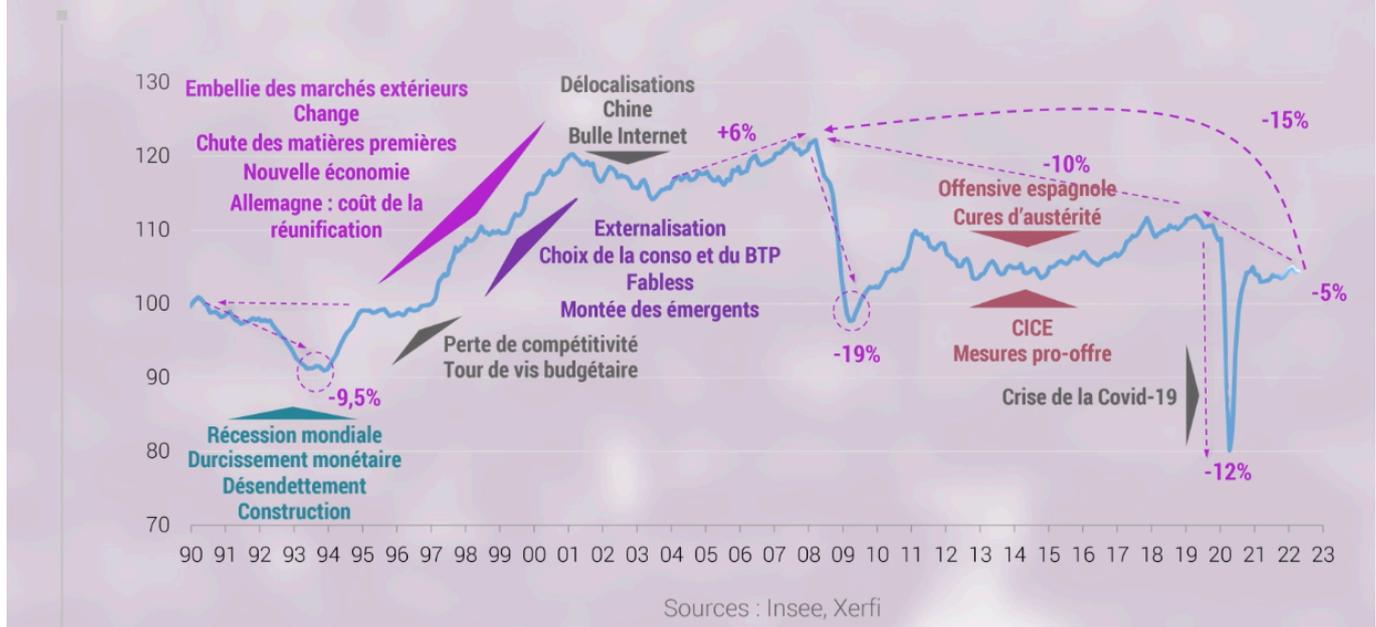
Bilan, en 2019, soit dix ans après la grande récession, la production manufacturière reste inférieure de 10% à son sommet. Survient alors la crise de la Covid qui fait soudainement décrocher l'industrie française, de près de 12%, un chiffre comparable à celui de ses plus proches voisins.

France : production manufacturière



La remontée est rapide, mais partielle avec une activité inférieure de 5% à son niveau pré-pandémie et de 15% par rapport à son apogée. En fait, parmi les grandes branches d'activité, seule la pharmacie a restauré ses niveaux d'avant crise. S'il y a bon espoir que l'aéronautique y parvienne, des doutes sérieux entourent d'autres filières dont l'industrie automobile.

France : production manufacturière



Une fois de plus après une crise, la base industrielle s'est réduite, a accéléré les pertes de compétences et rendu de plus en plus difficile l'innovation, minant ainsi toujours plus les possibilités d'une réindustrialisation ».

L'appel au secours de Christian Saint-Étienne (4 mai 2023).

« Le conflit stratégique entre la Chine et les États-Unis ne se limite pas à la destruction de ballons dans l'espace... Les deux pays sont lancés dans une compétition entre une puissance dominante de l'ordre international qui veut le rester – les États-Unis – et une puissance montante qui veut prendre sa place – la Chine -.

C'est un conflit classique, depuis Athènes et Sparte.

Depuis le XV^e siècle, seize conflits de ce type ont été recensés dont douze se sont conclus par une guerre et quatre par le renoncement de l'un des deux ennemis. Les États-Unis sont prêts à tout pour rester le dominant ; la Chine également, comme l'a clairement exprimé Xi Jinping, pour les remplacer.

Le conflit entre les deux géants se décline en deux luttes complémentaires : 1/ pour être la puissance géostratégique et militaire dominante et 2/ pour être le leader dans la révolution informatique mondiale. L'informatique, comme science et technologie, transforme le monde depuis quatre décennies comme la vapeur à la fin du XVIII^e siècle et l'électricité à la fin du XIX^e siècle. Le numérique désigne les applications de l'informatique dans ses interactions avec les consommateurs. L'informatique est la mutation scientifique, technique, industrielle, énergétique et logistique qui fait fonctionner la planète et qui nous a fait entrer dans l'e-conomie entrepreneuriale. Si l'informatique s'arrête, tout s'arrête ! Plus de banque, d'assurance, de logistique et d'approvisionnement. Mais également plus d'eau, de pain (les fours sont électriques) ou d'électricité, de télécommunications ou d'hôpitaux. L'informatique, qui fait fonctionner les systèmes électriques, fonctionne elle-même à l'électricité. Les prochaines guerres globales commenceront par la destruction des systèmes électriques : l'Ukraine à la puissance 100. La révolution informatique est hyper-industrielle et investir dans la production d'ordinateurs, de microprocesseurs, de robots et d'électricité est une question de survie. Et depuis trois décennies, les élites françaises pensent qu'on est entré dans un monde post-industriel, post-travail et post-énergie. Réindustrialiser dans le monde hyper-industriel informatisé supposerait de doubler la production électrique en vingt ans, ce que nos dirigeants ne conçoivent même pas. Ces deux pays dominent tellement la planète et leur conflit est si intense, qu'ils produisent près de 43% du PIB mondial, assurent près de 60% des dépenses militaires mondiales, contrôlent 80% des licornes mondiales en capitalisation et 100% des grandes plateformes mondiales avec les Gafam américains et les BATHX chinois. L'Europe est et se pense en marge de cette transformation totale alors qu'elle est une proie. L'Allemagne, qui n'a pas de Gafam – ce qui montre

qu'elle n'est pas intellectuellement invincible -, investit depuis deux ans dans quatre grandes usines de microprocesseurs quand la France s'est lancée dans un demi-projet d'extension d'une capacité existante. Notre pays a préparé son suicide lent en sous-investissant dans la production électrique et informatique depuis quinze ans. En France, le débat porte sur l'âge de départ à la retraite, qui sera encore un des plus bas du monde en 2030 à 64 ans, sur les inconvénients à construire des usines propres et des centrales électriques même propres, sur le désagrément à réintroduire l'excellence, sur la discipline et les devoirs à l'école, et sur les formes légales que pourrait prendre le droit à la paresse. Le tsunami économique et l'affaissement brutal de la protection sociale qui se profilent - sans réveil stratégique -, vont sidérer les Français au-delà de ce qu'ils ont ressenti dans les pires moments de leur histoire. Nous pouvons encore réagir à condition de comprendre le Nouvel ordre mondial ».

Une question sera posée courant septembre, suite à une déclaration du ministre délégué chargé de l'Industrie dans laquelle celui-ci a déclaré : « la réindustrialisation de la France ne se fera pas sans l'immigration » : comment donc juger cette affirmation ?

Une réaction intéressante sera celle d'Arnaud Lachaize dans « Atlantico » :

« (...) L'immigration en France est largement sous qualifiée 40% des immigrés n'ont aucun diplôme ou un niveau brevet ou CEP (contre 21% pour l'ensemble de la population). À cela s'ajoute qu'environ un tiers des migrants ne sont pas francophones et donc dans la quasi impossibilité de s'insérer par le travail...Il est certain que le Royaume-Uni et les États-Unis privilégient une immigration de niveau professionnel supérieur, en faisant venir, en proportion plus élevée, des médecins et des ingénieurs ou informaticiens par exemple. Aujourd'hui, la France délivre chaque année 350 000 premiers titres de séjour à de nouveaux migrants, dont 80 000 à des étudiants, 100 000 pour raisons familiales, 40 000 pour raisons humanitaires (réfugiés, étrangers malades) et 40 000 pour raisons professionnelles. Ces migrants ont le droit de travailler en France, sauf quelques exceptions (titre de séjour "visiteur" pour accompagner un parent malade). En outre elle accueille 150 000 demandeurs d'asile. Bien sûr, il y a aussi des départs, mais en nombre beaucoup plus réduit, non connus dans les statistiques. Grosso modo, la France compte un supplément de présence immigrée qui dépasse sans doute largement les 300 000 personnes chaque année. Mais nonobstant les informations tronquées du gouvernement, la France compte aussi, selon pôle emploi, 5 millions de demandeurs d'emploi et 2 millions de bénéficiaires du RSA. Dans ces conditions, avec cette masse gigantesque de personnes privées de travail en France et 300 000 entrées supplémentaires au moins annuellement, il est totalement absurde d'affirmer que la France a besoin d'encore plus d'immigration pour sa réindustrialisation. Certes il existe des emplois non pourvus, mais sûrement pas dans ces proportions. La priorité devrait être de former des personnes dans la masse immense des exclus déjà sur le territoire pour occuper ces emplois. Nous sommes dans l'idéologie. (...) ».

3) Avec l'inflation forte, d'où les taux d'intérêt plus élevés, et la croissance faible, faut-il réduire les déficits publics pour restaurer la soutenabilité des dettes publiques,

- Si oui, l'incapacité d'assurer à la fois le soutien du pouvoir d'achat et les investissements publics nécessaires, en particulier pour la transition énergétique (il vaut mieux soutenir l'investissement que la consommation, et il faut donc favoriser l'épargne) ; d'où aussi le recul des investissements des entreprises, celles-ci étant aussi affectées par la faiblesse de la croissance et la hausse des prix de l'énergie.

Soulignons que lorsque les BC décident de lutter contre l'inflation par la hausse des taux d'intérêt, elles déclenchent un effet multiplicateur négatif qui passe par la politique budgétaire. En effet, la hausse des taux directeurs force les gouvernements à rétablir la soutenabilité de la dette publique avec un taux d'intérêt qui est plus élevé, donc à réduire le déficit et donc à réduire aussi la demande. Pour la zone euro, le multiplicateur est estimé à 1 : une hausse de 100 pb des taux d'intérêt impose aujourd'hui une réduction de 1 point de PIB du déficit budgétaire primaire. Pour les États-Unis, le multiplicateur est estimé à 1,2.

Cela dit, la politique monétaire de la BCE est la plus « timide » quand on la compare à celles de la Fed et de la BoE en ce sens que l'élévation de ses taux directeurs est relativement plus « douce ». Si elle restait

ainsi, on pourrait se demander si elle n'est pas assez vigoureuse pour lutter efficacement contre l'inflation et si elle n'est pas au contraire trop vigoureuse pour ne pas nuire à la soutenabilité budgétaire des États européens, surtout les plus endettés. On comprend que la tâche de la BCE n'est pas simple, surtout que l'hétérogénéité de la zone euro est forte et que le risque de crise sociale est élevé.

Comme la lutte contre l'inflation suppose une réduction du rythme de l'activité et que la croissance est ralentie aux États-Unis et reprend certes en Chine mais sans nécessairement profiter à l'économie mondiale,

la stratégie qu'a utilisée jusqu'ici la zone euro, basée sur la croissance par l'exportation, avec une énergie peu chère et des taux d'intérêt bas, ne peut pas être maintenue.

Or, comme on a des gains de productivité faibles et un vieillissement démographique qui nous handicapent, la zone euro ne peut pas compter sur une stratégie de remplacement basée sur la demande intérieure.

Si, pour financer le surcroît de dépenses que rendent nécessaires la guerre en Ukraine et la guerre contre les dérèglements climatiques, il faut maintenir les taux d'intérêt bas tout en veillant à ce que le taux d'endettement public n'explose pas, il faut compter sur la taxe d'inflation pour ponctionner sur l'épargne des ménages et sur l'élévation des prélèvements obligatoires, en particulier les impôts.

Il faut donc s'attendre a priori à une augmentation de la pression fiscale, pas seulement d'ailleurs pour financer les dépenses supplémentaires importantes que générera la transition énergétique, estimées à 4 points de PIB, en particulier pour produire et stocker les énergies renouvelables, pour décarboner l'industrie et les transports et pour rénover les bâtiments et logements mais aussi pour combattre l'accroissement des inégalités dû à la hausse du prix de l'énergie, ce qui nécessite une vigoureuse politique de transferts redistributifs.

Par contre, si des politiques permettaient d'améliorer le taux d'emploi, une telle augmentation de la pression fiscale – déjà très élevée par rapport aux autres pays - ne serait pas nécessaire : passer le taux d'emploi de la France de 67% à 75 % comme en Allemagne pourrait rapporter un supplément de recettes fiscales de 5,7 points de PIB et ramènerait la pression fiscale (actuellement de 47% du PIB) à 41,3% contre 43,7% en Allemagne ! Seulement, élever le taux d'emploi exige des efforts qui demandent du temps. En effet, il faut notamment améliorer l'employabilité des jeunes (le taux de chômage des moins de 25 ans est en France 3 fois plus élevé qu'en Allemagne et la proportion de jeunes déscolarisés sans emploi de 15 à 29 ans est de 15% en France contre 10% en Allemagne. Et en termes de compétences, les enquêtes PISA montrent pour 2018 un score global de 494 pour la France contre 500 pour l'Allemagne. Il faudrait aussi réduire le taux de chômage des adultes (là aussi problème de formation, ici professionnelle). Il faudrait aussi accroître le taux d'emploi des plus de 60 ans (pour les 60-64 ans, le taux d'emploi est de 35% en France contre 65% en Allemagne.

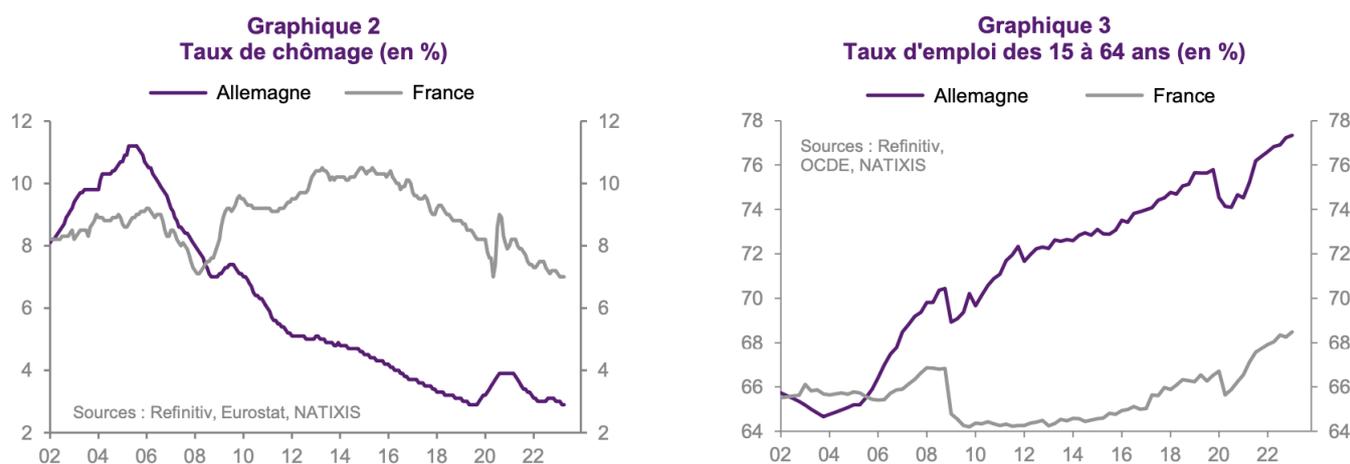
• Par contre, « n'est-il pas absurde de revenir aux politiques économiques conservatrices habituelles alors que les besoins d'investissement et de dépenses publiques sont très élevés ? ». Telle est la question, franche et dérangeante, que pose le Flash Economie » n°433 de Natixis, dont voici l'introduction :
« Les États-Unis et la zone euro veulent revenir aux politiques conservatrices habituelles : réduction de la dépense publique, respect de l'objectif d'inflation à 2 %.

Mais les circonstances ne rendent-elles pas absurde ce retour aux politiques économiques "normales" ? Les États-Unis et les pays de la zone euro doivent accroître fortement leurs investissements (de transition énergétique, de gestion de l'eau, de réindustrialisation), doivent augmenter nettement de nombreuses dépenses publiques (santé, avec le vieillissement de la population, éducation, recherche, dépenses militaires, avec la guerre en Ukraine, la montée des risques géopolitiques). Est-ce possible de financer ce supplément très important de dépenses publiques et d'investissements (publics et privés) et en même temps de respecter des règles budgétaires et une norme d'inflation strictes ? Ou bien serait-il plus raisonnable de suspendre ces règles et ces normes pour pouvoir réaliser le supplément d'investissement et de dépenses nécessaires sans hausse forte des taux d'intérêt réels et sans baisse forte des dépenses publiques ? ».

Trois remarques :

• *Remarque 1* : Taux de chômage et taux d'emploi en France et en Allemagne.

Dans le Flash Economie du 23 juin 2023 (n°371), on trouve les deux schémas suivants très clairs :



On lit dans la conclusion : « le taux d'emploi de la France, corrigé du temps partiel, est inférieur de 0 point à 9 points au taux d'emploi des pays d'Europe du Nord.

Cet handicap en termes de taux d'emploi est beaucoup plus élevé que le handicap en termes de taux de chômage de la France qui va de 0 point à 4 points ».

• *Remarque 2* : le « Flash Economie » de Natixis publié le 13 mars 2023 (n°149) pose la question : « si les taux d'emploi de la France, de l'Italie et de l'Espagne, avaient été continûment depuis la création de l'euro, identiques au taux d'emploi de l'Allemagne, corrigé de la durée du travail, quelles auraient été les conséquences ? ».

Sachant que sur la période 1999-2022, après correction des écarts de durée annuelle du travail, par rapport à son niveau en Allemagne, le taux moyen d'emploi est de 5,5% inférieur en France, supérieur de 1,8% en Espagne et inférieur de 8% en Italie, les estimations des conséquences d'un taux qui aurait été identique dans ces trois pays à celui de l'Allemagne, après correction des écarts de durée du travail, sont : un niveau moyen de PIB supérieur de 3% en France, inférieur de 1,8% en Espagne et supérieur de 8% en Italie, le déficit public aurait été plus faible de 2,3 points de PIB en France, plus élevé de 0,7 point en Espagne et plus faible de 2,6 points en Italie.

Note : l'augmentation de la pression fiscale serait inévitable, quels que soient les efforts que l'on vient de mentionner si, en plus, les pays européens et spécialement l'Allemagne et la France décidaient d'éviter autant que possible le déclassement militaire de l'Europe. Car, selon les données de l'Assemblée nationale française, le cumul des budgets défense en parité de pouvoir d'achat des trois principales puissances économiques européennes — à savoir l'Allemagne, la France, et le Royaume-Uni — s'est élevé à 850 milliards d'euros entre 2016 et 2021. C'est un niveau comparable à celui de la Russie, mais 2 fois moindre environ que celui de la Chine et 4 fois moindre que celui des États-Unis. Et ces écarts se retrouvent dans les effectifs militaires.

Remarque 3 : le « Flash Economie » de Natixis publié le 24 mai 2023 (n°304) montre qu'une forte proportion des écarts entre les taux d'emploi des pays de l'OCDE s'explique par les différences d'efficacité des systèmes éducatifs mesurée en particulier par les enquêtes PISA (cette efficacité explique de 21% à 79% du taux d'emploi des jeunes de 20-29 ans et de 31% à 85% du taux d'emploi des 15-64 ans).

4) En entrant dans une zone de déficit extérieur, la zone euro va souffrir de trois problèmes : d'une difficulté de financement et d'une insuffisance d'épargne. Mais surtout, c'est la question de la compétitivité de la zone euro qui va devenir cruciale.

a- Une difficulté de financement

Ce déficit extérieur – qui reste faible – ne donne pas lieu pour l'instant à une réaction des taux d'intérêt à long terme, grâce à la forte mobilité internationale des capitaux qui subsiste mais s'est traduit par une

nette baisse des achats nets d'actions, d'obligations et des investissements directs de la zone euro à l'étranger ; ce qui a fatalement des conséquences négatives sur l'économie de la zone euro.

b- L'insuffisance d'épargne

Cette insuffisance d'épargne va être aggravée pour plusieurs raisons qui vont se cumuler : le vieillissement démographique qui amène à une désépargne des ménages âgés, la hausse du prix de l'énergie qui creuse le déficit commercial, la nécessité de rattraper le sous-investissement des entreprises, de faire face aux besoins importants d'investissements publics, en particulier pour la transition énergétique, la réindustrialisation, l'éducation, la santé et la défense ; d'où un déficit public qui ponctionne d'autant plus d'épargne qu'il n'est pas financé par une augmentation de la pression fiscale.

Cette insuffisance d'épargne, qui risque de devenir structurelle, peut être la cause d'une hausse de la pression fiscale, d'une élévation des taux d'intérêt réels « longs » et d'entraîner une difficulté pour les États-Unis de se financer dans la mesure où l'épargne de la zone euro a été pour eux jusqu'ici une source importante d'apport de capitaux.

Remarque : dans un Flash Economie du 25 août 2023, Natixis dresse un panorama mondial fort utile :

« Le besoin d'investissement pour la transition énergétique, pour la gestion de l'eau, pour la biodiversité est très important, peut-être 4 points de PIB pendant une très longue période de temps (20-30 ans). (...)

Lorsqu'un pays a, aujourd'hui, un excédent important de sa balance courante, il pourra dans le futur utiliser cet excédent pour investir dans la transition énergétique, dans la gestion de l'eau, dans le maintien de la biodiversité. Il investira alors domestiquement au lieu de prêter son excédent d'épargne au reste du Monde.

Mais lorsqu'un pays a aujourd'hui un déficit significatif de sa balance courante, il sera dans une position très difficile pour réaliser des investissements supplémentaires, parce que :

- il devra augmenter les montants qu'il emprunte aux pays ayant des excédents de balance courante, afin de financer les investissements supplémentaires qui sont nécessaires ;
- il y aura une réduction des excédents courants des pays excédentaires en raison de la hausse de leurs investissements.

Les pays déficitaires auront davantage de besoins de financement, alors que l'épargne mondiale disponible, qu'ils peuvent emprunter, sera en baisse. (...)

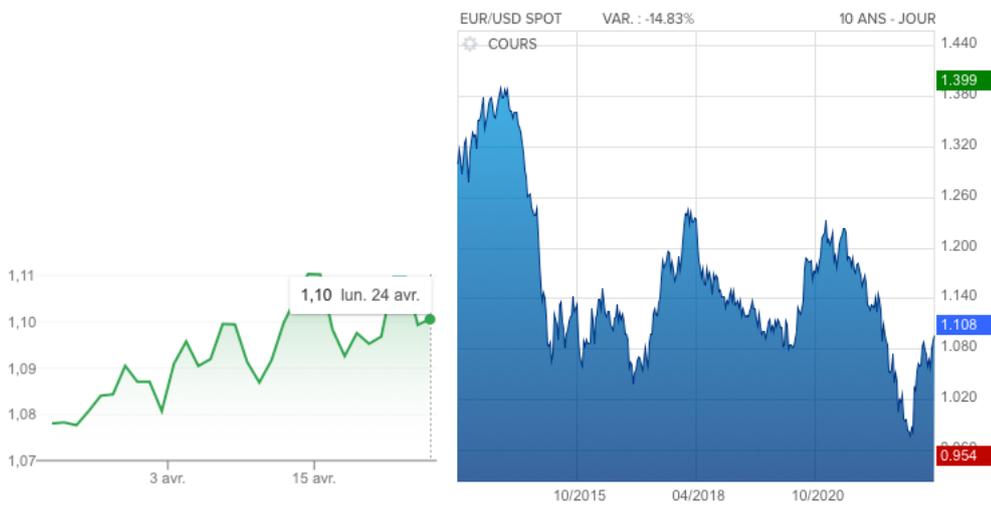
On voit :

- des pays (régions) avec des excédents importants de leur balance courante (Chine, pays de l'OPEP) ;
- des pays (régions) proches de l'équilibre de leur balance courante (zone euro, Royaume-Uni, Inde, Asie de l'Est et du Sud-Est) ;
- des pays (régions) avec des déficits importants de leur balance courante (Afrique, États-Unis, Amérique latine) ».

Étant donné leur poids dans l'économie mondiale, la situation des États-Unis est particulièrement préoccupante.

c- La zone euro retrouve fin avril une certaine résilience mais le problème crucial pour son avenir est celui de sa compétitivité.

- Le lundi 24 avril 2023, publication par Xerfi-Canal d'une excellente vidéo d'Olivier Passet, avec pour titre : « **La folle remontée de l'euro, pourquoi ?** ».

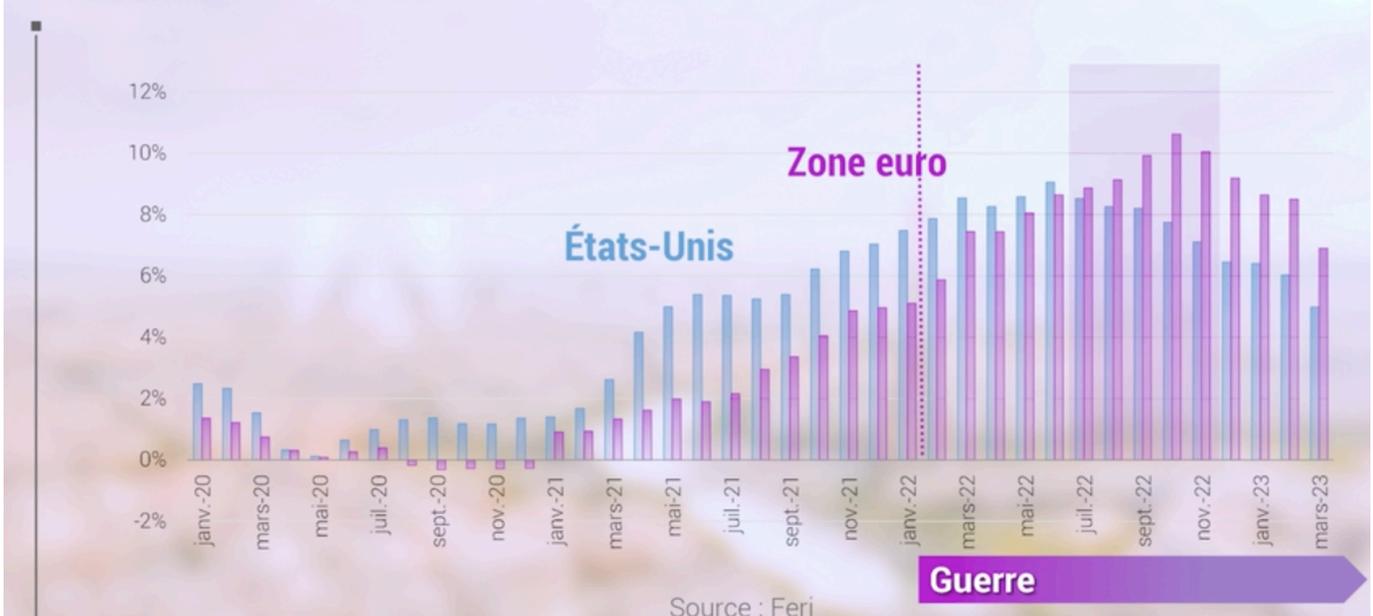


En remerciant chaleureusement l'auteur pour la grande qualité de ses analyses, nous proposons une trace écrite quasi-intégrale de cette visio :

« Lorsque la seconde fois depuis sa création l'euro a enfoncé cet été le seuil des 1 dollar, touchant ses points les plus bas depuis 20 ans, les arguments justificatifs n'ont pas manqué. Une fois n'est pas coutume, dans le bric-à-brac de la boîte à outils explicative des taux de changes, tout semblait jouer dans le même sens : 1. Le choc de la guerre en Ukraine exposait bien plus l'Europe, dépendante des énergies fossiles importées de Russie, que les États-Unis en termes d'inflation comme de croissance 2. Le vieux continent était de surcroît confronté à un risque aigu de pénurie de gaz susceptible de paralyser son industrie durant l'hiver. 3. Les écarts de taux d'intérêt jouaient nettement en faveur du dollar, la FED s'étant engagée plus précocement et plus intensément que la BCE dans une politique de resserrement monétaire et de retrait des liquidités. 4. Le solde de la balance des paiements européenne était beaucoup plus exposé au renchérissement du prix des matières premières.

Sur ces quatre éléments, la donne a sensiblement changé depuis. Du point de vue de l'inflation, l'Europe, structurellement moins inflationniste que les États-Unis, a vu comme attendu son avantage fondre avec la guerre, puis s'inverser dès la mi-2022. Le repli de l'inflation a notamment été plus précoce outre-Atlantique, créant un écart avec la zone euro qui a culminé à près de 3 points à l'automne 2022, pénalisant la devise européenne. Cet écart s'est depuis légèrement réduit.

Taux d'inflation sur un an



Mais surtout à regarder plus finement les choses, en éliminant les composantes les plus variables de l'inflation, l'énergie et alimentaire notamment, États-Unis et Europe diffèrent maintenant assez peu. De part et d'autre de l'Atlantique, le noyau dur de l'inflation est supérieur à 5%. Ce sera la composante la

plus dure à éliminer, et de ce point de vue, les États-Unis n'ont pas pris un avantage décisif qui justifierait une appréciation du dollar.

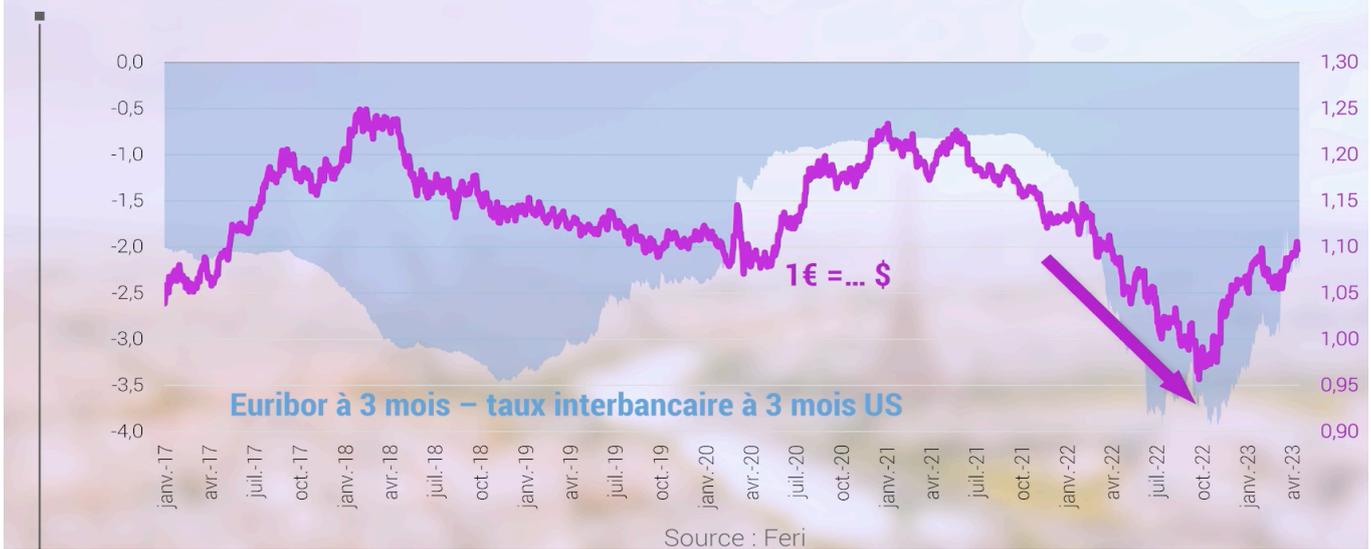
Taux d'inflation sous-jacente, rythme annuel sur 3 mois



Concernant la croissance, la guerre a bien donné un coup d'arrêt au rebond européen post-covid. Mais la résistance de l'économie européenne a dépassé les attentes. Il suffit de se remémorer la séquence des prévisions du FMI en 2022 sur l'année en cours. En juillet, le FMI n'envisageait plus qu'une croissance de 2,6% pour 2022 en zone, ce qui supposait implicitement un second semestre nettement dans le rouge. Or, la zone finit l'année avec une croissance de 3,5%, supérieure de 1,4 point à la croissance US, et un second semestre encore en progression de 0,8% par rapport au premier. La zone a non seulement échappé au risque de paralysie industrielle, mais elle a de surcroît démenti les pronostics de récession.

Si l'on scrute maintenant les écarts de taux d'intérêt à court terme, ces derniers ont bien pénalisé la détention de liquidités en euro, bien moins couvertes du risque d'érosion par l'inflation que les encaisses détenues en dollar. En phase avec la séquence de décrochage de l'euro durant le printemps et l'été 2022, les écarts de taux courts (ici les taux interbancaires à 3 mois), au détriment de l'euro, ont atteint un maximum en fin d'année 2022, flirtant parfois 4 points. Mais le durcissement de la politique monétaire européenne a réduit par deux cet écart par la suite. L'euro opère une remontée en phase avec cette inflexion. Et de part et d'autre de l'Atlantique, les premières fissures bancaires ont stabilisé maintenant le jeu.

Écarts des taux à 3 mois et parité euro / dollar



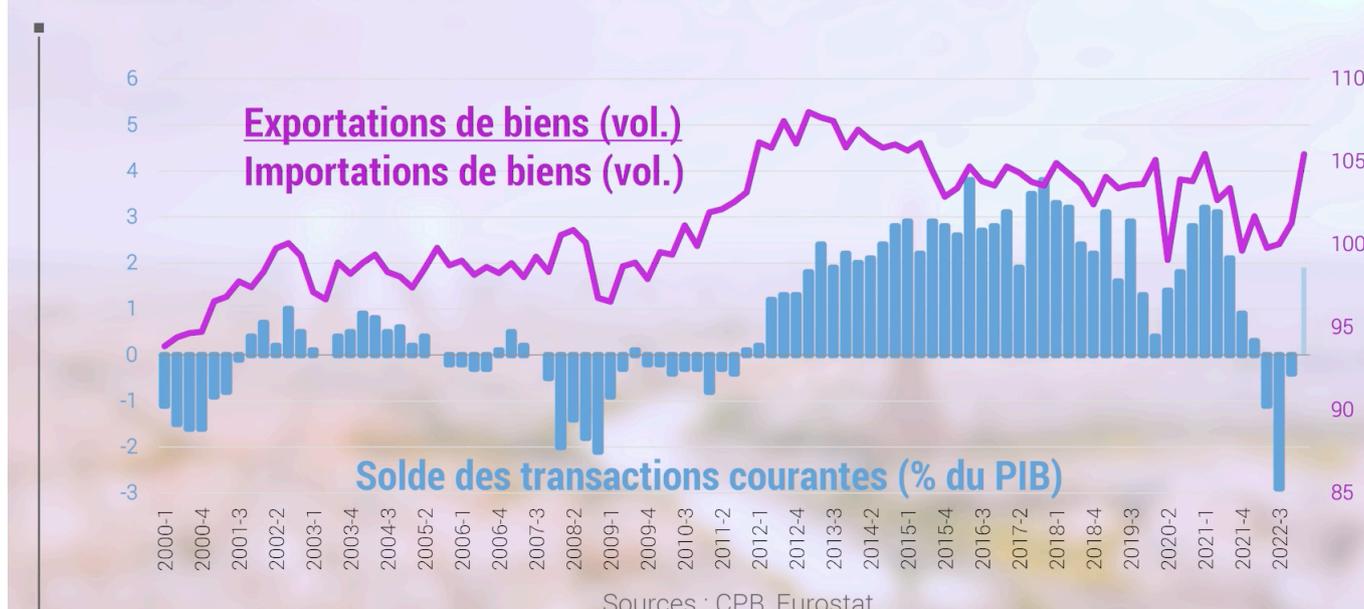
Dernier point enfin, la dégradation spectaculaire de la balance courante de la zone euro n'aura été que temporaire. La zone euro a basculé d'un excédent de sa balance courante voisin de 3% de son PIB avant la guerre à un déficit s'approchant de -3% de son PIB à l'été 2022 : 6 points de PIB de dégradation en l'espace de 5 trimestres, c'est du jamais vu dans le cas européen. Mais la zone a déjà renoué avec les excédents au premier trimestre de cette année, si l'on extrapole sur la base des mois de janvier et février déjà connus.

Solde de la balance courante en % du PIB



Et pour cause, la dégradation spectaculaire du solde courant l'an dernier n'avait qu'un lien très mineur avec les volumes importés ou exportés, autrement dit le taux de couverture en volume était presque tout entier imputable au renchérissement des prix des matières premières et à l'impact mécanique de la dépréciation de l'euro.

Solde courant et taux de couverture en volume



Autrement dit, la séquence noire de la guerre n'a pas ou que très peu altéré à ce stade les fondamentaux des excédents courants européens, qui constituent le socle de la solidité de l'euro et qui l'autorise à être moins rémunéré que le dollar.

La situation s'est normalisée. L'euro se maintient finalement dans le couloir de fluctuation qui perdure depuis les accords de Jackson Hole de 2014.

Les jeux ne sont pas faits pour autant. Ce n'est pas tant le petit avantage de croissance que les États-Unis ont repris sur l'Europe depuis l'été 2022 qui menace la stabilité des changes. Ce dernier pourrait être de courte durée. Mais bien plus la grande inconnue de la compétitivité européenne, menacée sur tous les plans, avec la transformation climatique qui bouscule ses positions acquises, avec l'incertitude énergétique qui demeure, avec le protectionnisme et le chacun pour soi des grandes zones. L'euro est la monnaie sûre d'une région du monde en fort excédent... Mais pour combien de temps encore ? ».

• Le lendemain même de la vidéo d'Olivier Passet, le mardi 25 avril, Patrick Artus et son équipe de Natixis font paraître un Flash Economie (n°239) : « L'économie de la zone euro va mieux ».

« On voit des signes encourageants caractérisant l'évolution de l'économie :

- un redressement des marges bénéficiaires des entreprises et de leur investissement, un redressement de l'investissement direct net étranger ;
- un début de redressement de l'emploi industriel ;
- un effort de financement par les États de la transition énergétique et du développement des nouvelles technologies ;
- la poursuite de la hausse du taux d'emploi ;
- le développement des énergies renouvelables.

Bien sûr, des difficultés vont apparaître, concernant en particulier le maintien de la soutenabilité de la dette publique, la disparition des gains de productivité. Mais il ne faut pas oublier les signes d'amélioration structurelle de l'économie de la zone euro ».

5) Comme les autres grandes banques centrales, la BCE se donne maintenant plusieurs objectifs ; ce qui va la contraindre à changer ses moyens d'action.

• « Flash Economie » de Natixis, n° 226 du 19 avril 2023 :

« Depuis la crise des subprimes de 2008-2009, les banques centrales (nous regardons la Réserve fédérale et la BCE) ont multiplié le nombre de leurs objectifs. Elles veulent désormais non seulement stabiliser l'inflation au niveau de l'objectif d'inflation, mais aussi accroître le taux d'emploi et réduire les inégalités, soutenir l'investissement des entreprises et dans la transition énergétique, contribuer à assurer la soutenabilité de la dette publique, assurer la stabilité financière.

Pour qu'elles puissent avoir ce nombre élevé d'objectifs, il faut qu'elles aient davantage d'instruments que les taux d'intérêt à court terme et le quantitative easing (ou tightening), d'autant plus que le quantitative easing (ou tightening) a des effets très indésirables sur la stabilité financière.

Probablement, la seule solution est :

- d'utiliser moins les taux d'intérêt que dans le passé, pour éviter, lorsque les taux sont élevés, de freiner l'investissement et de détériorer les finances publiques, lorsque les taux sont bas, de faire apparaître des bulles sur les prix des actifs ou un excès d'endettement ;
- d'utiliser davantage les politiques macroprudentielles, non seulement la régulation des banques et des assureurs, ce qui a été mis en place après la crise des subprimes, mais d'autres politiques (taxation des plus-values en capital, normes d'endettement) ;
- de réintroduire un contrôle quantitatif du crédit, pour éviter que les périodes de taux d'intérêt bas ne fassent apparaître une expansion excessive du crédit, une hausse forte du levier d'endettement ».

• Dans leur Flash Economie du 3 mai (n°254), les économistes de Natixis sont encore plus radicaux :

« Nous réfléchissons d'abord à *la monnaie du futur*. Nous ne croyons pas au développement de monnaies de transaction privées, qui priveraient les États et les banques centrales d'une partie du seigniorage et de leur capacité à contrôler l'offre de monnaie ; nous croyons à un développement limité des monnaies digitales de banque centrale (CBDC, Central Bank Digital Currency) en raison de ce que, si ces monnaies

gagnent des parts de marché importantes dans la richesse des agents économiques, il en résultera une difficulté de financement de l'économie ; nous ne croyons pas au développement des cryptomonnaies « spéculatives », puisque la constance à terme de l'offre de ces monnaies conduira à une volatilité très forte, inacceptable pour les épargnants, de leurs prix.

Au total, la monnaie du futur restera majoritairement une monnaie émise par les banques, convertible en monnaie de banque centrale, la seule modification par rapport à la situation présente étant la technologie de paiement.

Nous réfléchissons ensuite à *la politique monétaire*. Nous pensons que la période, qui s'ouvre en 1980, de politique monétaire essentiellement consacrée à la lutte contre l'inflation va se fermer.

Les banques centrales réalisent que la politique monétaire n'est pas un instrument efficace pour lutter contre l'inflation, et que donner un objectif d'inflation à une banque centrale crée une forte variabilité de l'offre de monnaie.

Nous pensons qu'en conséquence les banques centrales vont revenir à leur rôle initial, qui est de faire croître la liquidité de façon suffisante pour favoriser la croissance et l'investissement, mais pas de manière excessive. Cela forcera à trouver une autre politique de lutte contre l'inflation, quand l'inflation apparaît, qui sera naturellement la politique fiscale (de maniement de la pression fiscale). De plus, cela montrera qu'il n'est pas souhaitable que les banques centrales soient indépendantes, puisqu'elles contribuent, par leur choix de la création monétaire, à assurer une croissance suffisante de l'économie réelle.

La politique monétaire du futur sera donc menée par les banques centrales en coordination avec les États, de manière à assurer une croissance réelle régulière, et pas avec un objectif d'inflation ».

6) Il y a à la fois un manque de coordination entre politique monétaire et politique budgétaire et une limitation des marges de manœuvre des politiques publiques nationales qui entraîne une scission de nos sociétés en perdants et gagnants.

- Natixis montre (Flash Economie n°234) que beaucoup de pays de l'OCDE (Zone euro, en particulier la France, l'Espagne, l'Italie, les États-Unis, le R.-U., le Japon et l'Australie) ne coordonnent pas leur politique monétaire et leur politique budgétaire, la première étant restrictive et la seconde restant expansionniste, ce qui ne peut qu'affaiblir la lutte contre l'inflation et donc conduire à une grande inertie du niveau élevé de l'inflation.

Cette réflexion peut alors signifier que la politique monétaire doit être beaucoup plus restrictive qu'elle pourrait l'être spontanément, surtout si on veut permettre aux États d'avoir un déficit primaire à la hauteur des investissements nécessaires (et les investissements soutiennent la croissance, ce qui est favorable à l'écart taux d'intérêt réels / croissance portentielle).

- « Flash Economie » de Natixis, n° 135 du 7 mars 2023 :

« Certaines évolutions ont amené de fortes contraintes sur les politiques publiques et des changements dans la pratique de la démocratie.

Il s'agit en particulier :

- i. de la globalisation, qui a conduit à des contraintes nouvelles : maintien de la compétitivité, normes d'évolution des salaires et contraintes sur la fiscalité, règles budgétaires ; le champ de ce qui peut être décidé de manière indépendante et démocratique dans un pays européen s'est donc beaucoup réduit ;
- ii. de la transition énergétique qui, d'une part, oblige à réaliser de nombreux investissements et à canaliser l'épargne disponible vers ces investissements, d'autre part, spontanément, générera une hausse des inégalités qu'il faudra corriger par des politiques redistributives, enfin, imposera un certain nombre de contraintes (sobriété) sur les comportements individuels ;
- iii. du vieillissement démographique qui, s'il n'est pas compensé par des politiques d'immigration actives et/ou par des politiques natalistes ou par des politiques

génératrices de gains de productivité importants, va conduire les pays européens à l'appauvrissement, à des conflits pour le partage des revenus entre actifs et retraités (autrement dit, à déterminer le poids des retraites dans le PIB), à la dégradation des finances publiques à un moment où les besoins de dépenses publiques supplémentaires (transition énergétique, santé, éducation, dépenses militaires, R&D...) sont multiples ;

- iv. du développement du capitalisme financier, caractérisé par une exigence forte de rentabilité du capital, par une hausse forte des inégalités de patrimoine, et par le sous-investissement (par exemple en raison de la recherche de situation de monopole), tout cela étant en contradiction avec l'exigence de solidarité et le besoin massif d'investissement qui nécessitera probablement un développement du rôle de l'État.

On voit donc que la globalisation, la transition énergétique, le vieillissement démographique, le capitalisme financier vont limiter les marges de manœuvre des politiques publiques et conduire à une division en deux de la société entre gagnants et perdants ».

Notes :

. Dans le cadre de la réforme des retraites, une question importante est régulièrement soulevée : il faut que le report de l'âge légal de la retraite s'accompagne d'une élévation du taux d'emploi des plus de 60 ans, ce qui s'est effectivement produit historiquement. Or, une autre analyse des équipes de Natixis montre, à partir de l'exemple allemand, que cela est beaucoup moins vrai quand l'âge légal atteint 64 ou 65 ans...

. Le vieillissement démographique est très général mais il y a une forte hétérogénéité entre les différents pays quant aux perspectives d'avenir, dans la mesure où les taux de fécondité ne sont pas les mêmes, de même que les différents facteurs dont dépendent les perspectives de croissance de la population en général et de la population en âge de travailler en particulier. Alors que les États-Unis, l'Afrique, les pays d'Asie du Sud-Est et l'Inde maintiennent une croissance assez rapide de leur population, il n'en est pas de même en Europe, au Japon, en Corée (du Sud) et en Chine qui sont au contraire confrontés à un déclin démographique. Et on s'aperçoit en Europe, au Japon et en Corée (du Sud) que les problèmes de productivité et de croissance potentielle qu'ont ces pays aggravent le recul de la population en âge de travailler. Face à ce déclin démographique dont les conséquences économiques et sociales sont potentiellement redoutables (baisse du pouvoir d'achat par habitant), et comme les politiques natalistes mettent au moins 25 ans à produire des effets, la solution du recours à l'immigration est souvent évoquée car elle permettrait de stabiliser assez vite le ratio de la population en âge de travailler à la population totale.

. Concernant les politiques natalistes, des études montrent que les aides pécuniaires apportées aux femmes et aux familles sont plus efficaces pour augmenter la natalité que l'amélioration des conditions de logement ou la hausse du taux d'emploi des femmes ou celle du pouvoir d'achat ou encore le jeu de facteurs tels que le risque de chômage ou les questions climatiques.

. Concernant l'immigration, il est intéressant de lire l'analyse équilibrée qu'en fait Yves Montenay le 13 juin dans « Contrepoints.org » : https://www.contrepoints.org/2023/06/13/458106-quel-visage-aura-la-france-dans-10-ans?utm_source=Newsletter+Contrepoints&utm_campaign=524a666d22-Newsletter_auto_Mailchimp&utm_medium=email&utm_term=0_865f2d37b0-524a666d22-114071209&mc_cid=524a666d22&mc_eid=f19ab5b98a

Pour terminer cette analyse prospective pour la zone euro, si tant est qu'une telle analyse soit raisonnablement possible, on renvoie à l'excellente analyse menée par l'OFCE (Policy brief n°113 du 13/4/2023), « Sur l'onde des chocs, perspectives 2023-2024 pour l'économie mondiale », dont voici le dernier paragraphe du résumé :

« Sur l'ensemble de l'année 2023, le PIB mondial progresserait de 2,3 %, après 3,2 % en 2022 et 6 % en 2021. Le ralentissement serait bien plus marqué dans les pays industrialisés (1 % de croissance en 2023) que dans les pays émergents et en développement (3,4 % de croissance). L'activité accélérerait à partir du troisième trimestre 2023 sans néanmoins retrouver le rythme qu'elle avait connu en 2021. La trajectoire

de reprise post-Covid serait donc fortement altérée par la crise énergétique et le durcissement des conditions financières. La baisse de l'inflation serait progressive et les risques de boucle prix-salaire limités. À l'exception des États-Unis, les hausses de salaire nominal anticipées pour 2023-2024 ne compenseraient pas totalement l'inflation. Ainsi, en 2024, la croissance des pays industrialisés remonterait à 1,4 % pour une croissance mondiale anticipée à 2,6 %. L'inflation dépasserait encore 3 % en fin d'année 2024 dans la zone euro alors qu'elle s'établirait à 2,4 % aux États-Unis. Finalement, sur la période 2020- 2024, le niveau des prix serait assez proche des deux côtés de l'Atlantique. Ce ralentissement amènerait aussi les banques centrales à mettre un terme au resserrement monétaire d'autant que la hausse des taux d'intérêt a fait resurgir le risque financier à l'échelle de la planète. Quand bien même les quelques faillites bancaires des dernières semaines ne provoquent pas de crise bancaire globale, le risque demeure présent ».

Remarque sur l'actualité des critères de Maastricht :

Plusieurs pays de la zone euro, avec en tête l'Allemagne et d'autres pays « frugaux », en sont déjà à envisager le retour des normes budgétaires maastrichtiennes. Mais étant donné le climat de crises actuel, la Commission est déjà acquise à l'idée de revenir certes à des normes budgétaires mais en tenant compte à la fois du contexte et de l'hétérogénéité de la zone euro. On peut se poser alors la question de savoir s'il ne serait pas judicieux d'en profiter pour revoir la batterie de ces normes pour qu'elle soit mieux adaptée aux besoins et aux contraintes des différents pays.

Dans son Flash Economie du 5 mai 2023 (n°263), Natixis propose la réponse suivante :

« Trois règles budgétaires sont possibles pour l'Union européenne : une règle de progression des dépenses publiques en volume (un taux maximum de hausse des dépenses publiques en volume) ; une règle de déficit public maximum ; une règle de taux d'endettement public (de retour à un taux d'endettement public jugé soutenable).

1) Une règle de progression maximale des dépenses publiques en volume a l'inconvénient de dépendre d'une estimation de la croissance potentielle (les dépenses publiques en volume doivent progresser à moyen terme moins vite que la croissance potentielle) ; or on connaît la difficulté de cette estimation, qui dépend de celle des gains de productivité, du taux d'emploi, du taux de chômage structurel.

2) Une règle de déficit public maximum a l'inconvénient, d'abord, de dépendre du niveau des taux d'intérêt, puisque ce niveau conditionne les paiements d'intérêts sur la dette publique. Ensuite, même s'il s'agit d'une règle de déficit public primaire maximum, cette règle doit dépendre de la position relative du taux d'intérêt réel à long terme et de la croissance potentielle, qui est aussi très difficile à prévoir.

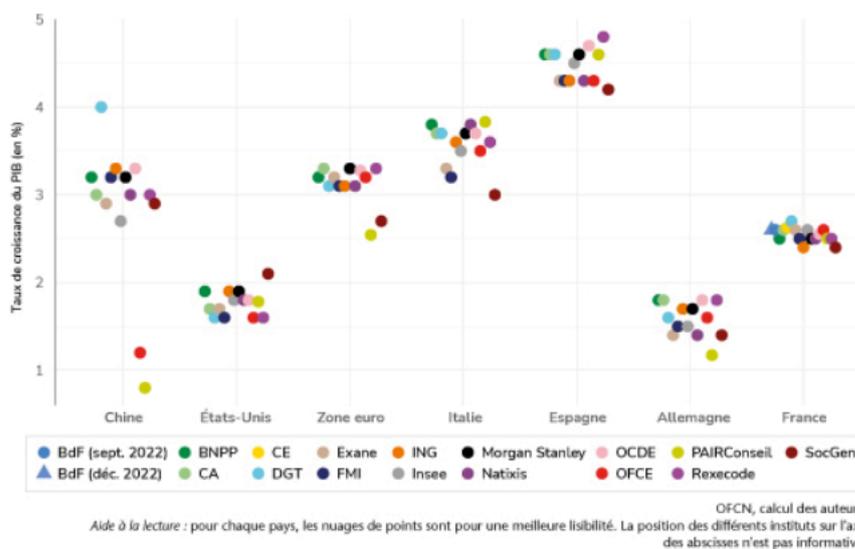
3) Finalement, une règle de taux d'endettement public (de retour progressif à un taux d'endettement public jugé soutenable) semble préférable. Elle donne le libre choix de la politique budgétaire ou monétaire qui permet le respect de la règle : réduction des dépenses publiques, hausse des impôts, maintien des taux d'intérêt réels à un niveau bas. Elle ne nécessite pas de faire des hypothèses sur les taux d'intérêt ou la croissance potentielle ».

7) Et quel avenir imaginer pour la France ?

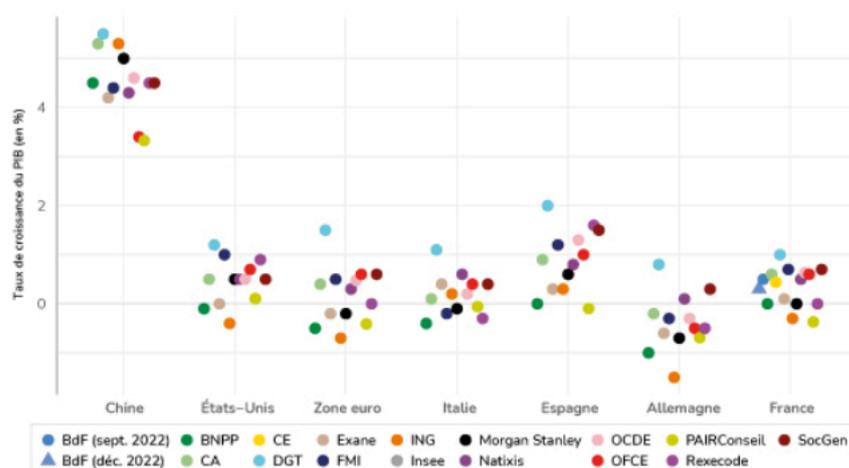
Pour faire transition avec le paragraphe précédent, on peut situer la France au sein de la zone euro.

• Un document du 10 février 2023 de l'OFCE montre *comment se situe la croissance de la France par rapport à d'autres pays de la zone euro et par rapport aux États-Unis* d'après plusieurs organismes qui font des prévisions de croissance et comment ils voient la croissance pour 2023 :

Graphique 1. Prévisions de taux de croissance pour 2022



Graphique 2. Prévisions de taux de croissance pour 2023



•De son côté, le Flash Economie de Natixis du 20 février 2023 (n°103) *confronte les performances de la France à celles des autres grands pays de la zone euro*, comme le fait le Flash Economie de Natixis du 20 février 2023 (n°103).

Sa conclusion est la suivante :

Le **Tableau 5** montre le classement par critère qu'on peut établir de ces pays (de 1 à 4, en ordre décroissant de performance).

Tableau 5 : Classement des pays selon les critères déterminant leurs perspectives économiques

	Démographie	Gains de productivité	Effort d'investissement et de R&D	Facilité de la transition énergétique	Éducation et compétences	Taux d'emploi	Marges de manœuvre budgétaires
Allemagne	3	1	1	3	1	1	1
France	1	2	2	1	2	2	2
Espagne	2	3	4	2	3	3	3
Italie	4	4	3	4	4	4	4

Si on pondère ces différents critères, on obtient le classement global suivant : Allemagne, France, Espagne, Italie.

•Un autre Flash Economie de Natixis, celui du 18 avril 2023 (n°222), dresse un état des « Forces et faiblesses de la France ».

L'introduction donne une présentation synthétique intéressante :

« On connaît la longue *liste des faiblesses* de la France :

- taux d'emploi anormalement bas ;
- poids devenu très faible de l'industrie ;
- disparition des gains de productivité ;
- compétences faibles de la population active ;
- inefficacité du système éducatif ;
- dette publique élevée, contrepartie de déficits publics courants et non d'investissements publics.

On peut peut-être, cependant, identifier *quelques forces*, quelques facteurs de redressement :

- la France crée à nouveau des emplois industriels, ce qui est favorisé par la définition d'une politique industrielle assez efficace ;
- l'investissement des entreprises progresse ;
- la « French Tech » est dynamique ;
- les dépenses de Recherche-Développement et la robotisation se redressent, mais à partir d'un niveau bas
- l'épargne est abondante, et peut être utilisée de manière plus efficace ».

• L'avenir économique de la France va dépendre essentiellement de la manière dont les responsables vont résoudre deux difficultés majeures :

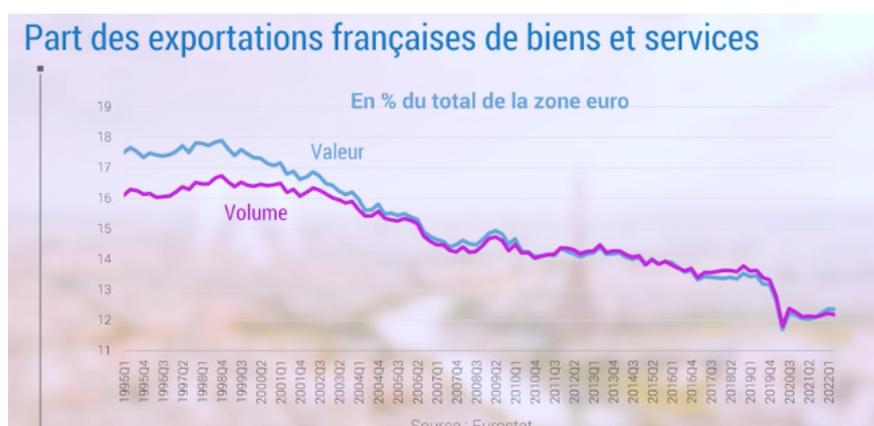
1. La difficulté du *manque structurel de compétitivité*.

C'est l'analyse forte que fait l'économiste Olivier Passet sur Xerfi Canal le 16 novembre 2022 :

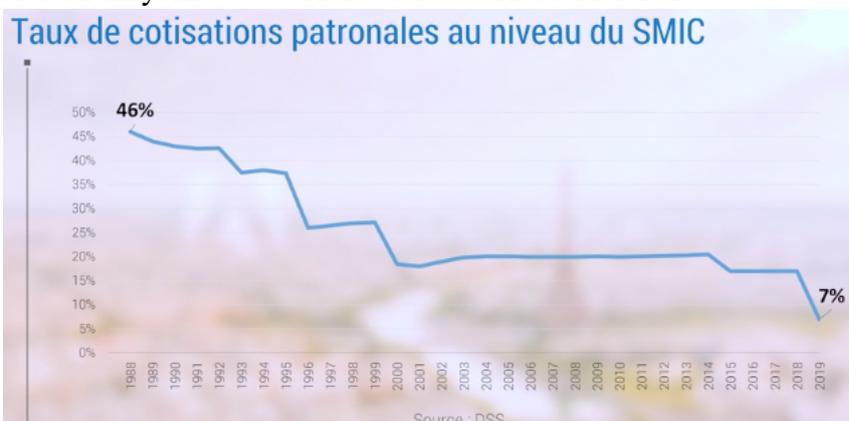
« Voici bientôt 10 ans que la France est engagée dans des politiques de l'offre. En modérant la hausse du salaire minimum, en allégeant la fiscalité sur les entreprises et en poursuivant la baisse des charges sur les bas et moyens salaires. Et pourtant rien n'y fait. Les parts de marchés à l'exportation continuent à fondre inéluctablement. Si l'on scrute par exemple l'indicateur de performance à l'exportation de l'OCDE, qui rapporte les exportations en volume françaises à la demande qui est adressée aux entreprises hexagonales, c'est-à-dire aux importations de nos marchés de destination, la France n'a tiré aucun gain de sa politique et continue à décrocher.



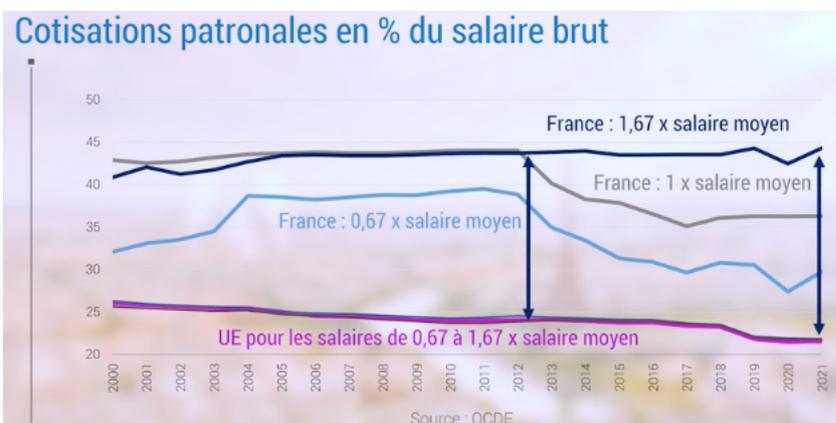
Si l'on scrute maintenant la part française dans les exportations de la zone euro, en volume ou en valeur, c'est-à-dire en comparaison d'économies proches géographiquement et soumises à la même parité, le constat est tout aussi préoccupant. Les causes sont multiples certes. Emprise allemande sur l'outsourcing oriental.



Dynamique démographique du marché hexagonal supérieure à celle de ses voisins, tropisme public en faveur des politiques de soutien à la consommation, stratégies de multi-localisation des grands groupes hexagonaux etc. Mais parmi ces causes, la préférence fiscale française pour le travail non qualifié, est de loin celle où la spécificité hexagonale est la plus poussée. Elle est le fruit d'une politique constante de baisse des charges centrée sur les bas salaires, initiée sous le gouvernement Balladur en 1993 et sans cesse amplifiée par la suite. Le niveau des prélèvements effectifs dont s'acquittent les employeurs au niveau du Smic a ainsi drastiquement diminué : pour les entreprises de plus de 20 salariés, leur part dans le salaire brut est passée d'en moyenne 46 % en 1988 à 7 % en octobre 2020.



Pour les entreprises de 11 à 20 salariés de 46 % à 6 % et pour celles de moins de 11 salariés de 42 % à 3 %. Plaçant la France en bas de l'échelle européenne pour les plus bas salaires. L'extension dégressive de ces baisses imprime encore sa marque au niveau du salaire moyen, contribuant encore à une réduction de l'écart avec les pays de l'UE au niveau d'un salaire moyen. Au-delà, au-dessus de 2,5 SMIC, c'est-à-dire pour les métiers rémunérés au-dessus de la moyenne, ces allègements disparaissent et le fossé s'est plutôt amplifié au fil des années, atteignant près de 23 points en 2021. L'effet collatéral de cette politique, c'est que les prélèvements augmentent fortement à mesure que l'on s'éloigne du salaire minimum, la France détenant un record au sein de l'OCDE, pour les rémunérations supérieures à 2 SMIC, c'est-à-dire pour les métiers moyennement ou très qualifiés. Cette progressivité est de surcroît totalement spécifique à la France, aucun pays ne pratiquant une politique d'incitation en faveur du travail peu qualifié aussi marquée.



Une telle progressivité des charges induit plusieurs effets. Elle agit d'abord comme un frein à la hausse des salaires et aux progressions de carrière, notamment pour les salariés qui se situent dans la zone de progressivité des charges. Elle incite ensuite au déclassement salarial des diplômés, et des compétences, avec une forte incitation à sous-qualifier les postes. Mais plus globalement, elle favorise les modèles d'affaires intenses en travail peu qualifié. La France exporte peu et mal.

Mais scrutons les secteurs où se créent les emplois en France depuis fin 2019. Sur cette période, en dépit des crises successives, la job-machine a tourné à plein régime.



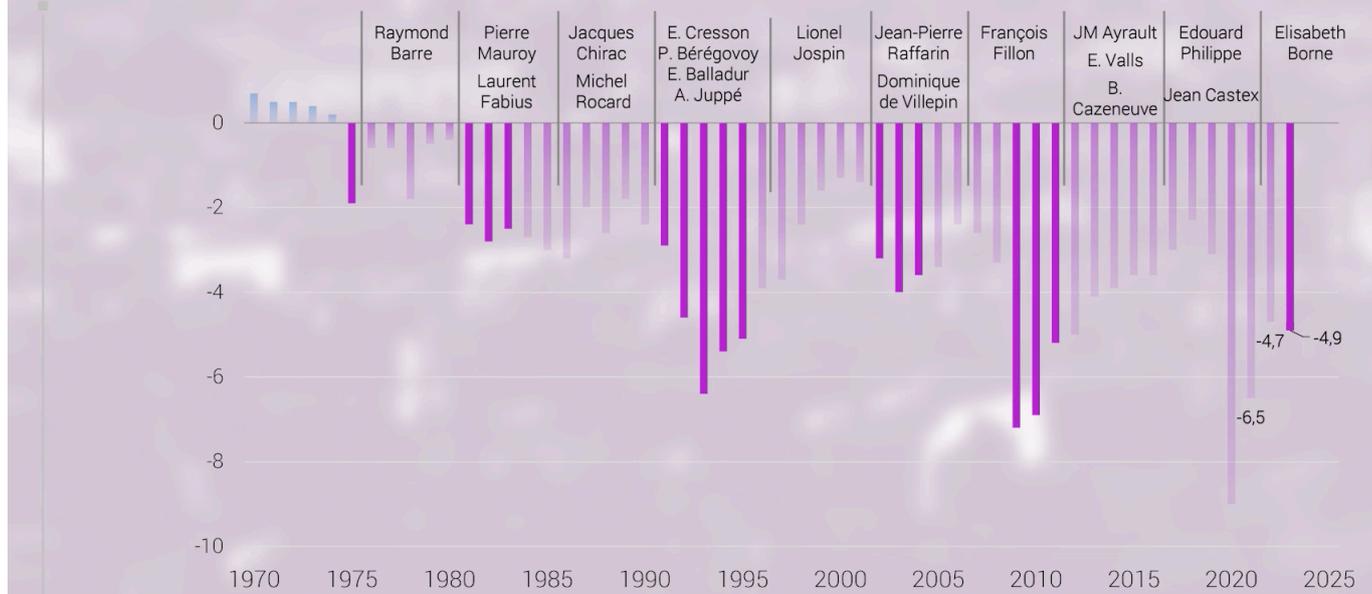
Avec en tête des créations d'emploi, des services B-to-B spécialisés, dont on peut supposer qu'ils sont à fort contenu en travail qualifié, mais peu exportables. C'est de surcroît l'arbre qui cache la forêt. Commerce, construction, services de soutien logistique et administratif aux entreprises, aides-soignants, restauration, hébergement, loisirs, etc. Le gros des bataillons des nouveaux emplois dont se dote la France sont dans les secteurs de service à forte intensité en main d'œuvre peu qualifiée. Avec une contrepartie faible en termes d'accroissement de la production. Le numérique tourne à plein certes, mais pour bâtir des plateformes de travail à distance et de commerce en ligne drainant elles-aussi du travail sous-qualifié et faiblement rémunéré. Le seul secteur industriel qui crée de l'emploi est l'industrie agro-alimentaire. Une industrie qui ne cesse pourtant de perdre des parts de marchés, bousculés les concurrents européens de plus en plus productivistes. La France qui exporte sonne aux abonnés absents. Avec à la clé une baisse de la productivité.

Grâce à la baisse des charges, la France est bien parvenue à accroître le contenu en emploi de sa croissance. Elle n'a toujours pas su créer le modèle de croissance endogène qui lui permettrait de reconquérir sa place dans le commerce international ».

2. La difficulté du déséquilibre également structurel de nos finances publiques.

Selon une étude également de Xerfi, publiée en mai 2023, l'évolution en % du PIB du solde public français est la suivante depuis 1970 :

France : solde public (% du PIB)



En voici le commentaire, étape par étape :

« (...) C'est en 1975 que la France accuse son premier déficit public. C'est le contrecoup du choc pétrolier, c'est aussi la première tentative de relance "dite Chirac".

Mais la forte dégradation des comptes extérieurs pousse rapidement à un changement de cap radical : Raymond Barre, en 3 plans de rigueur, redresse les finances publiques entre 1976 et 1978 mais se heurte en 1979 au 2ème choc pétrolier.

Nouveau changement de cap et nouvelle tentative de relance keynésienne en 1981 : le gouvernement Mauroy rompt avec la logique de l'austérité. Mêmes causes et mêmes effets qu'en 1975 : le déficit se creuse.

1983 marque alors un nouveau tournant : celui de la rigueur. C'est la "désinflation compétitive" mais sans résultat apparent, vu la faiblesse de l'activité.

La croissance repart ensuite et améliore marginalement les finances publiques de 1987 à 1990, sous les gouvernements Chirac et Rocard, sans pour autant les faire revenir à l'équilibre et camouflant même une dégradation structurelle du déficit.

Après 1991, pour amortir la récession, les gouvernements Bérégovoy puis Balladur laissent filer le déficit qui casse alors le plancher des 6% du PIB en 1993. Il en représente encore plus de 5% en 1995.

S'ouvre alors le long épisode de consolidation, pour se conformer aux critères de Maastricht et se qualifier à l'euro. Grâce à l'accélération de la croissance à partir de 1997 et la baisse des taux d'intérêt réels, le gouvernement Jospin réussit à transformer l'essai : le déficit passe nettement en dessous de 3% du PIB en 1998 puis s'établit à 1,3% en 2000.

Mais l'explosion de la bulle internet casse à nouveau la croissance et dégrade les comptes. La reprise qui suit ne permet pas de redresser la situation. La faute à une croissance qui ne retrouve pas la vigueur de la fin des années 80 ou de la fin des années 90. La faute aussi et surtout à la baisse ciblée de la fiscalité, non financée par des baisses de dépenses : la fameuse loi TEPA. Résultat, la France aborde le cataclysme de 2007-2008 avec un déficit qui flirte 3%, alors même que l'économie est en haut de cycle.

Avec la grande récession de 2008-2009, les interventions de soutien public font alors exploser les déficits en France comme ailleurs. Ils culminent à plus de 7% sous le gouvernement Fillon.

Grâce à un nouvel épisode de consolidation et au léger souffle de croissance, le déficit public revient sous la barre des 5% sous le gouvernement Ayrault.

Début 2014, un nouveau virage est pris. Le redressement des comptes ne relève plus de l'impôt mais des économies de dépense. Un vœu pieu : l'amélioration du solde public est poussive au regard d'un alignement des planètes exceptionnellement favorable : taux d'intérêt au plus bas, baisse du prix du pétrole, dépréciation de l'euro. Le déficit est seulement ramené à 3,6% en 2016. Mais il revient très vite au seuil emblématique de 3% en 2017 pour la première fois depuis 10 ans. Cette baisse du déficit tient d'abord au rebond des recettes dans le sillage de la croissance, en forte hausse à 2,4%, et au faible étiage

des taux d'intérêt à 10 ans, bloqués à moins de 1%. Sur sa lancée, le déficit est ramené à 2,3% en 2018, soit son plus bas niveau depuis 2001. La France sort par la même de la procédure pour déficit excessif ouverte contre elle par la Commission Européenne en 2009.

Mais c'est la rechute : croissance en berne, impacts de la transformation du CICE en baisse de charges, contrecoups des mesures d'urgence pour répondre au mouvement des "gilets jaunes", la barre des 3% est de nouveau atteinte en 2019.

Survient alors, la crise de la Covid-19. Paralysée par deux mois de confinement, l'économie française décroche. Face à l'urgence, les gouvernements Philippe puis Castex multiplient les mesures de soutien alors que les rentrées fiscales s'évaporent avec la crise. Le rétablissement des finances publiques passe après la relance économique. La crise sanitaire et ses conséquences bouleversent la doxa budgétaire, c'est la mise en place du "quoique qu'il en coûte" et le déficit public échappe à tout contrôle. Il faut changer d'échelle car cela représente 9% du PIB, du jamais vu en temps de paix.

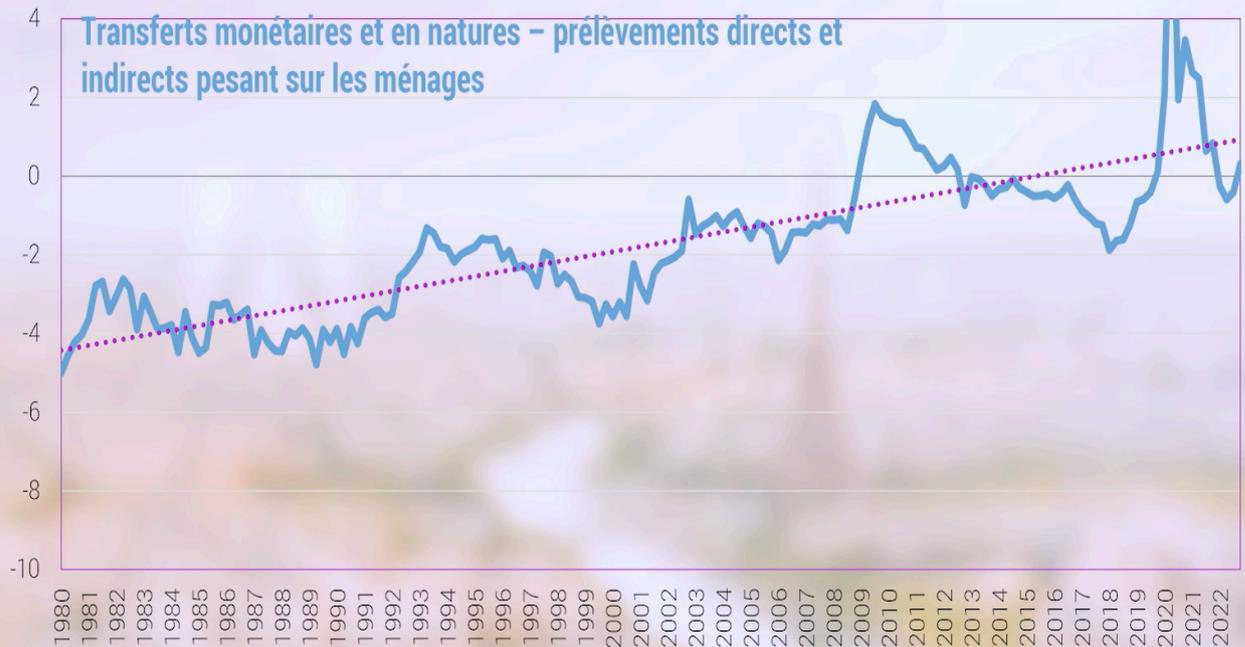
Le rebond de l'économie en 2021 permet un début d'amélioration des finances publiques et ramène le déficit à 6,5% du PIB puis à 4,7% en 2022. Une amélioration loin des ambitions du gouvernement, mais c'était sans compter sur la guerre en Ukraine et l'envolée des prix de l'énergie qui l'ont conduit à remettre la main au portefeuille et près de -5% sont encore prévus cette année.

La tendance de ces 50 dernières années est nettement défavorable : la succession de crises rapprochées creusent toujours plus profond le déficit, tandis que les brèves périodes de rémissions écourtent les moments de récupération. Et, si le déficit public, à quelques exceptions près, a toujours été inférieur à 3% du PIB jusqu'en 1990, il n'a été inférieur à cette limite que 9 fois depuis lors. La marque d'une dérive ».

Dans le même temps, également sur Xerfi Canal, Olivier Passet, son directeur des synthèses économiques, explique pourquoi il faudra inexorablement augmenter les impôts. « il est clair que l'évolution du déficit tient énormément à l'évolution de la contribution de l'État au revenu courant des ménages. Et cela a été permis, sans mettre à contribution les entreprises, grâce à la dette gratuite. Elle ne l'est plus. Et l'État doit maintenant soit mettre en place des recettes pérennes, cela veut dire plus d'impôts, soit couper drastiquement dans les transferts. Sur fond de transition climatique et d'enjeux de sécurité toujours plus coûteux, c'est inévitable. Et cela fera mal à la croissance et à l'emploi après des années sous perfusion ».

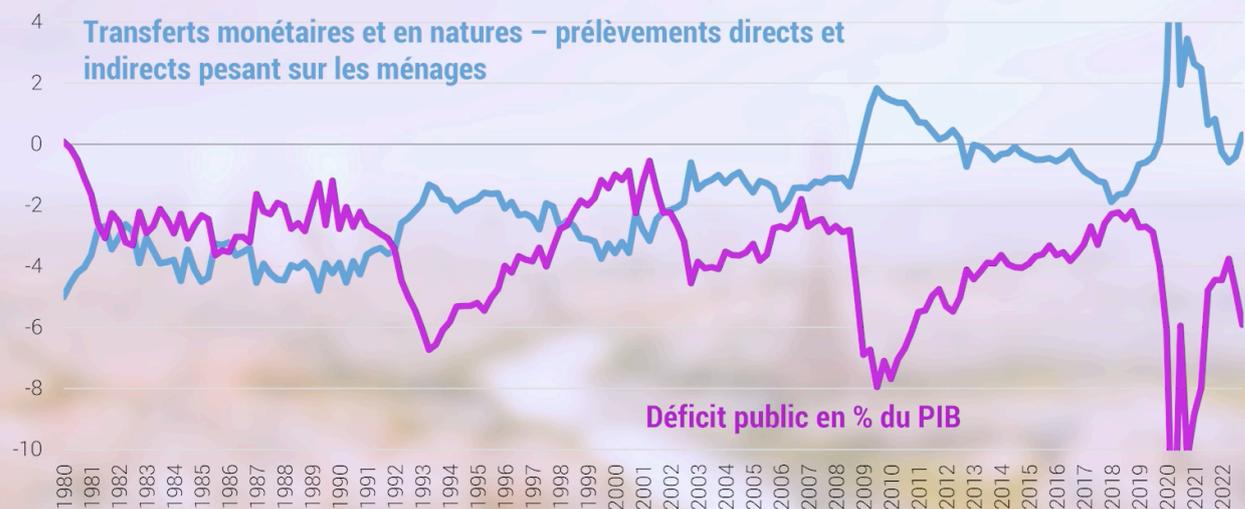
Des schémas très explicites accompagnent le raisonnement. En particulier, ceux-ci :

Transferts nets aux ménages et déficit public, % du PIB



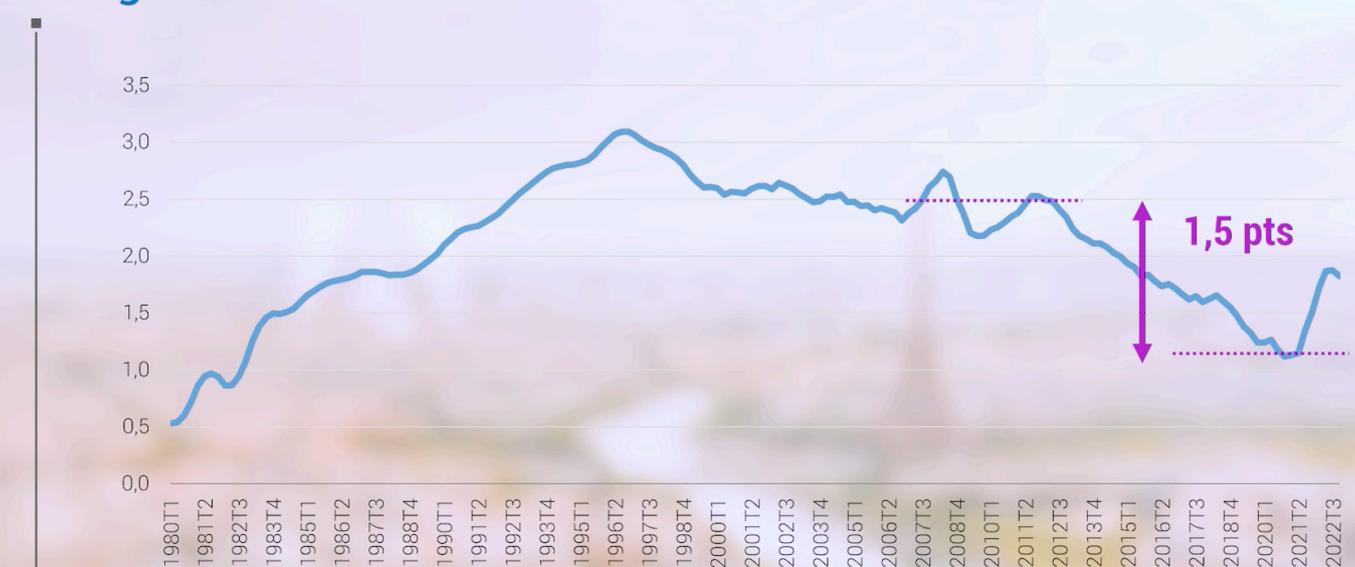
Source : Insee

Transferts nets aux ménages et déficit public, % du PIB

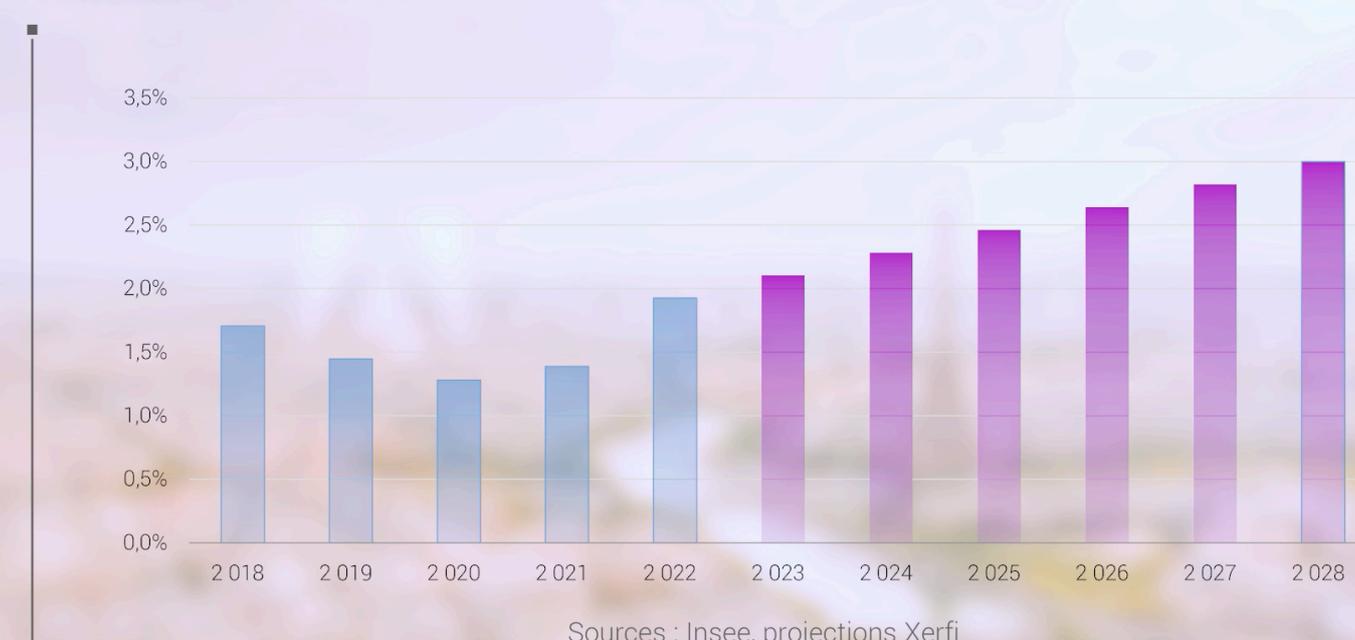


Source : Insee

Charges nettes d'intérêt de l'État en % du PIB



Intérêts versés en % du PIB



Un Flash Economie de Natixis du tout début juillet 2023 (le n°394) arrive à la même conclusion : « le caractère inévitable de la hausse de la pression fiscale en France si les objectifs de déficit public sont tenus ».

En voici l'introduction :

« Quand on regarde l'évolution de la productivité du travail, la hausse tendancielle du taux d'emploi et la progression de la population en âge de travailler en France, on parvient à la conclusion que la croissance potentielle, de 2023 à 2027, sera de l'ordre de 0,8 % par an.

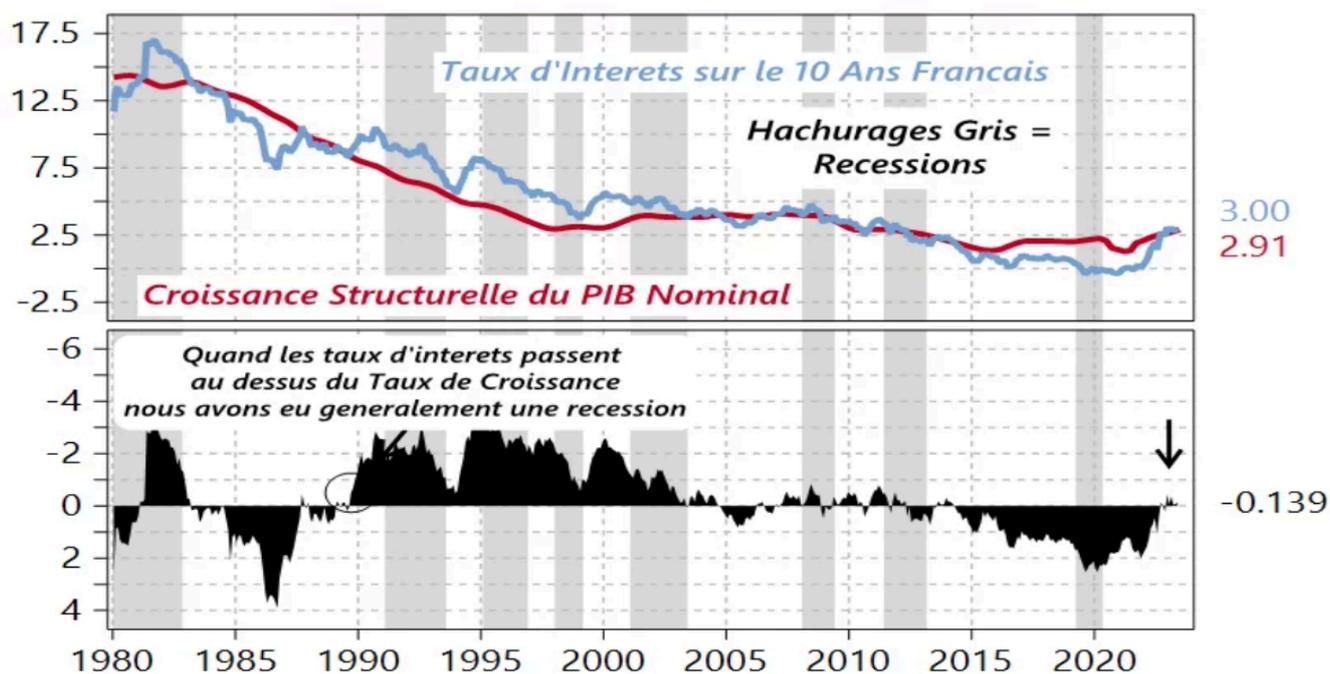
Ramener le déficit public de 4,9 % du PIB en 2023 à 2,7 % du PIB en 2027 avec une pression fiscale constante imposerait donc de réduire les dépenses publiques de 2,2 points de PIB en 4 ans, soit de réduire les dépenses publiques hors intérêt sur la dette publique de 3,2 points de PIB en 4 ans, de 0,8 point de PIB par an, ce qui implique une stagnation de la dépense publique en volume hors intérêts sur la dette.

Nous pensons qu'il n'est pas vraisemblable de vouloir réaliser cette compression des dépenses publiques alors que les dépenses de transition énergétique, de relocalisations, de santé, d'éducation, de justice, de R&D, de défense... doivent être augmentées.

Et donc nous pensons que la France n'évitera pas une hausse substantielle de la pression fiscale, ou bien un déficit public nettement supérieur à ce qui est annoncé aujourd'hui ».

Le risque de dérive financière notée en fin du propos précédent conduirait à une véritable crise de la dette publique française et à une ouverture dramatique du spread de taux d'intérêt si on cumulait deux dangers, celui d'avoir une croissance significativement inférieure aux prévisions et si le freinage des dépenses publiques, en particulier les dépenses sociales, n'était pas suffisant. Et même si l'on évitait ces deux dangers, on doit sans doute et quoiqu'on dise s'attendre malgré tout à une augmentation des impôts, tellement le besoin de financement va être important pour appuyer les efforts que nous devons déployer pour retrouver de la souveraineté dans plusieurs domaines, pour restaurer la qualité de nos services publics et pour respecter nos engagements en matière de transition climatique. Or, non seulement il y a peu de chances, justement, que les dépenses publiques puissent être freinées mais aussi que la croissance soit suffisante : comme sur le long terme, les profits des sociétés qui sont en France évoluent au même rythme que la croissance nominale, et si les taux d'intérêt montent, comme c'est le cas actuellement, et sans doute pour encore un certain temps, les taux des obligations d'État passent au-dessus du taux de croissance, ce qui est une incitation considérable pour les entrepreneurs et les entreprises à rembourser leurs dettes plutôt qu'à investir et à embaucher ; d'où ralentissement de l'activité, voire même sa diminution (des études montrent que le recul de la croissance potentielle depuis 2008-2009 est davantage dû à une insuffisance de l'investissement qu'à un recul des progrès de la productivité et de la croissance de l'emploi). En revanche, la hausse des taux augmente le coût d'opportunité de la détention d'encaisses, ce qui peut conduire les agents à modifier leurs arbitrages au profit d'actifs moins liquides, et, en ce qui concerne les entreprises, à substituer du capital productif à ces liquidités moins bien rémunérées. Ainsi, Charles Gave, de l'Institut des Libertés, se pose le 22 mai 2023 la question :

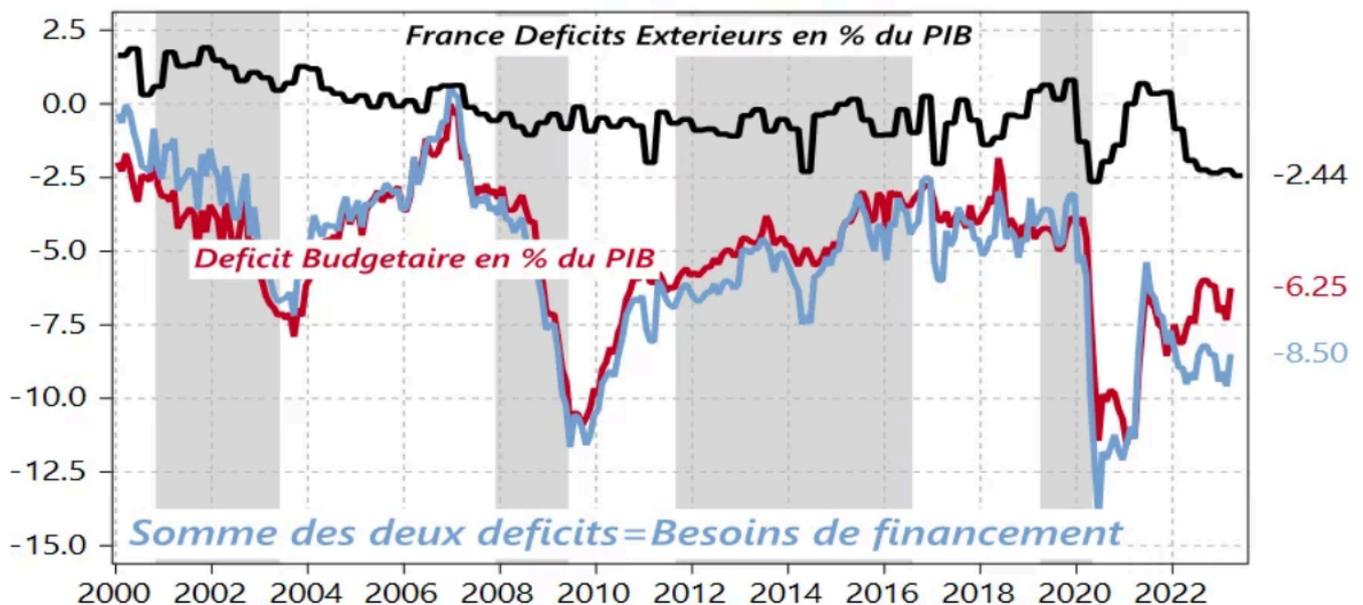
France vers une Nouvelle Récession ?



Institut des Libertés

De plus, à chaque récession il y a gonflement du déficit public (moins d'impôts et plus de dépenses) et possible explosion de la dette publique à partir du moment où les taux augmentent et deviennent supérieurs en termes réels à la croissance réelle. Comme notre dette publique est en général détenue au moins pour moitié par des non-résidents, cette dette publique alimente alors notre dette extérieure. Et on a, comme cela arrive souvent en France, la lancinante et inquiétante question des « déficits jumeaux », à laquelle la réponse logique habituelle est l'austérité budgétaire, avec toutes ses conséquences :

France Deficits Budgetaire et Extérieur en pourcentage du PIB et Somme des Deux



Institut des Libertés

• Par ailleurs, le lundi 14 novembre 2022 est parue sur le site Atlantico.fr une analyse intéressante du politologue Stéphane Rozès dans le cadre d'entretiens avec son confrère Arnaud Benedetti, suite à la sortie en novembre 2022 de leur ouvrage « *Chaos, essai sur les imaginaires des peuples* », aux éditions du Cerf.

Je propose quelques extraits de cette analyse :

« Stéphane Rozès : (...) Si nous sommes, en France, les plus pessimistes au monde, c'est que les gouvernances néolibérales, qui contournent le politique et la souveraineté nationale au profit des marchés, sont absolument contraires à l'imaginaire français. Ainsi notre dépression n'a pas des causes essentiellement économiques et sociales, notre sort est encore socialement plus enviable que celui de la plupart des pays développés, mais culturelles et politiques. Dorénavant le sommet de l'État relaie la gouvernance néolibérale de Bruxelles qui veut que nous respections ici et maintenant des disciplines économiques décidées ailleurs alors que l'imaginaire de la nation, pour déployer son génie et efficacité, doit construire des visions et projets politiques pour construire l'avenir. Ainsi s'expliquent notre dépression morale, nos crises et régressions politiques, notre déclin économique, perte de compétitivité et fragilisation sociale. En outre, ces dernières années, notamment depuis la crise pandémique, les français sidérés voient la rapidité et profondeur de l'effondrement français dans tous les domaines. Les classes dirigeantes, élites et les citoyens sont d'autant plus désarçonnés, inquiets, apeurés qu'ils n'arrivent pas à comprendre ce chaos. Leurs grilles d'analyses essentiellement économiques ou techniques ne fonctionnent pas. Ma grille d'analyse, on le comprend dans le livre, n'est ni matérialiste, ni idéaliste mais imaginariste. Selon moi le cours des choses ne résulte ni des forces matérielles, ni des idées. Il résulte de la cohérence entre les imaginaires des peuples, leurs façons d'être et de faire pérennes d'une part et les outils institutionnels, religieux, politiques, rapports sociaux, à la technique et géopolitiques d'autre part sans cesse changeants qu'ils se donnent pour affronter le réel. (...)

Arnaud Benedetti : (...) au regard des années qui de l'après-guerre vont à peu près jusqu'au premier choc pétrolier en 1973, et nonobstant la décolonisation, la France depuis trente ans connaît un affaiblissement économique, une désindustrialisation massive, un déclasserement de ses services publics, une paupérisation de ses classes populaires et moyennes, un accroissement vertigineux de sa dette et du déficit de sa balance

commerciale, une perte de ses capacités stratégiques dans le domaine de la recherche, de l'énergie et de l'espace, une baisse tendancielle du niveau scolaire comme en atteste le classement PISA de l'OCDE, et une incapacité à satisfaire correctement des fonctions régaliennes de base comme la sécurité, la maîtrise des flux migratoires, ou l'administration de la justice. La France amortit le déclin par son système social, en ralentit le rythme et encore avec toujours plus de difficultés, mais elle ne peut plus dissimuler, malgré les professionnels de la pensée technolibérale qui réfutent contre toutes les données objectives précédemment citées cette dégradation, un déclin continu, soutenu et en voie d'accélération à l'œil nu... Il faut en conséquence s'interroger sur les racines de ce mal ; c'est ce que j'avais essayé de faire dans mon précédent ouvrage "Comment sont morts les politiques ? Le grand malaise du pouvoir" paru l'an dernier ; c'est ce que je prolonge ici en interviewant celui qui a été l'un des grands sondeurs de ces dernières décennies, Stéphane Rozès (...)

Stéphane Rozès : depuis le traité de Maastricht qui prive sur l'essentiel la nation de la maîtrise de son destin, nos présidents successifs ont dû tenir ensemble la contradiction entre le fait qu'ils sont élus par cette dernière et le fait qu'ils arrivent au sommet d'un État dont Bercy relaie les politiques structurelles néolibérales décidées par Bruxelles, en phase avec l'imaginaire allemand et son ordo libéralisme, mais contraire à l'imaginaire de la nation. Cette contradiction et situation inconfortable des Présidents sont allées croissantes avec les intégrations de nos politiques à la technostructure nationale et bruxelloise. Le "en même temps" macronien érigé en principe politique est l'expression du monde intérieur du Président Macron adapté à ce qu'il a cru pouvoir proposer aux français non sans habileté, dissimulations et simulations. Macron est un néo-bonapartiste, un bonaparte à l'heure néolibérale. Il utilise la posture bonapartiste attendue par les français, celle du retour de la volonté politique, du souverain qui tient ensemble verticalement les français par-dessus les corps intermédiaires, et contre « l'ancien monde », pour remettre « en marche » la France mais au service de l'horizontalité de la « start up nation », des marchés et des gouvernances néolibérales. Ce néobonapartisme a la saveur du politique mais en sape le fondement. La verticalité présidentielle n'est pas au service de la projection de la nation mais de l'acceptation de la perpétuelle adaptation à l'extérieur. Cette contradiction transforme la politique en exercice de communication comme l'a montré Arnaud Benedetti dans ses derniers livres, l'autorité en autoritarisme. (...) La France n'a pas joué sa partition ou ses gouvernants l'ont mal interprétée. L'imaginaire français est pour des raisons géographiques et historiques universaliste. Seuls les américains le sont également mais pour des raisons et de façon différentes, nous l'expliquons dans le livre. Normalement nous voyons le réel et le monde de haut et plus loin au risque de mésestimer les détails et la singularité de chaque peuple et donc du nôtre. Dès le siècle des Lumières, nous rappelle Alain Supiot dans sa nouvelle préface des "Lettres persanes" de Montesquieu existe un débat mésestimé au sein de notre universalisme mais au fondement des illusions et impuissances françaises. Le juriste Montesquieu dit que la Loi doit correspondre aux us et coutumes de chaque peuple, ce que nous appelons leurs imaginaires. Arrive ensuite le mathématicien Condorcet qui au contraire, au nom du fait que la Vérité est une comme la Raison et le Progrès, dit que la même Loi doit s'appliquer à tous les peuples indépendamment de leurs us et coutumes. Sous-entendu ces dernières s'adapteront. Notre peuple est du côté de Montesquieu. Nos gouvernants sont du côté de Condorcet. Ces derniers, de Monnet, Schuman à Mitterrand, ont été à la pointe de la construction d'institutions européennes devenant néolibérales. Pour eux le progrès était le dépassement des nations alors qu'évidemment chaque peuple est différent, leurs replis actuels nous le rappellent. Le génie européen, à l'origine de la civilisation occidentale, procède de ce que dans un espace géographique contraint, Mare Nostrum, une myriade de peuples divers se sont côtoyés et ont dû construire du commun pour ne pas sans cesse guerroyer. Ont échappé à nos élites le fait qu'au plan politique le néolibéralisme est l'inverse du libéralisme, que la globalisation néolibérale échappe aux communautés humaines qui autrefois précédait la mondialisation et le cours des choses. (...) ».

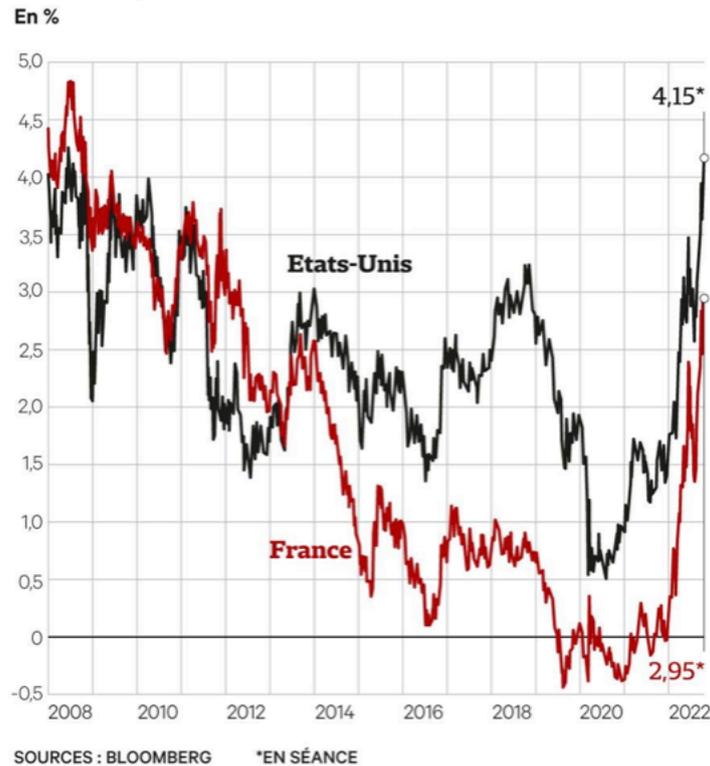
8) Six remarques :

- a. **À ces évolutions probables, une autre, possible, peut leur être ajoutée, celle d'une véritable crise systémique, pouvant prendre pas moins de quatre aspects :**

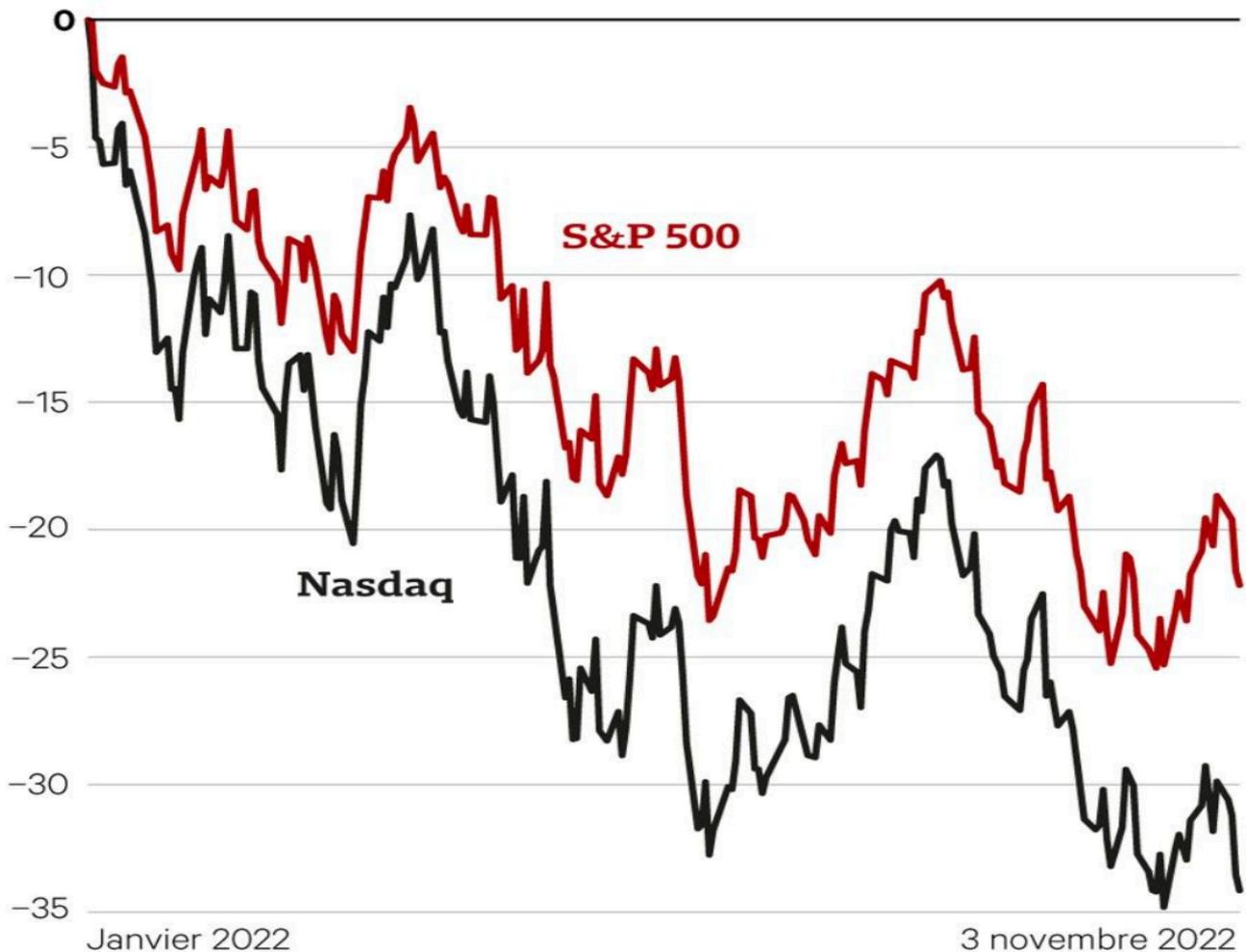
1-Une crise financière

L'explosion de la bulle financière inquiète. L'inflation bouleverse en effet les fondamentaux de la valorisation des actifs financiers et immobiliers. La fin de l'argent abondant et gratuit (retourner à des taux positifs marque bien la fin d'une période révolutionnaire pour la politique monétaire) coupe le robinet qui alimentait l'inflation des actifs et attaque en même temps la rentabilité financière des entreprises endettées. Le krach rampant est déjà là. Les marchés craignent maintenant qu'il ne se transforme en véritable conflagration, le mois d'octobre, hanté par le souvenir de ses journées noires, faisant figure d'épouvantail.

Voici l'évolution des taux à 10 ans pour les EU et la France :



Variation en %



SOURCE : BLOOMBERG

Selon le Conseil de stabilité financière (CSF), « les changements intervenus sur les principaux marchés d'obligations d'État au cours de la dernière décennie peuvent les avoir rendus plus vulnérables aux déséquilibres de liquidité en temps de crise ». Autrement dit, les marchés d'obligations d'État ne sont plus systématiquement des « refuges ». En période de stress, ils peuvent connaître des épisodes de « ruée vers les liquidités », les investisseurs se bousculant pour vendre ces actifs très liquides afin de satisfaire leurs besoins de trésorerie. Les experts de Natixis estiment qu'il pourrait y avoir un retour de la volatilité sur les marchés financiers dans le futur puisque l'inflation forte risque de durer, que le risque géopolitique est important et que la politique monétaire va se normaliser.

Alors, si la bulle de l'argent gratuit explosait, serait-ce nécessairement une catastrophe ?

Pas nécessairement a priori.

En première analyse, cela produit des effets de richesse négatifs qui viennent s'ajouter au rognage du pouvoir d'achat par l'inflation. Mais ces effets se concentrent, on le sait, sur les plus fortunés, c'est-à-dire, sur la frange de la population qui a la plus faible propension à consommer. L'effet de ce type de choc est significatif dans les économies les plus financiarisées, celles où la détention d'actions est très démocratisée, via le système de retraite par capitalisation notamment, à l'instar des pays anglo-saxons. Mais même dans ces économies, il demeure de deuxième ordre. C'est un choc qui est lissé, les détenteurs, exposés à long terme, attendant des jours meilleurs.

Ce qui est davantage à craindre lorsque ce genre de choc se produit, c'est ce que l'on découvre sous le tapis en termes de prise de risque des agents financiers à portée systémique. Sur le papier, le durcissement des règles prudentielles après 2008 (Bâle 3) est censé avoir assaini le système. Notamment en réduisant l'exposition directe et indirecte des banques sur les produits dérivés les plus toxiques et sur les acteurs de la finance fantôme ou finance de l'ombre (le « shadow banking » constitué des banques d'affaires, des *hedge funds* (fonds spéculatifs), des fonds de titrisation, des fonds monétaires, des fonds de pension,

Christian BIALÈS © Les textes édités sur ce site sont la propriété de leur auteur Page 72

23/01/2024

mutuels, d'assurance-vie, des fonds négociés en Bourse, ...) pariant à découvert sur les marchés de gré à gré. En réduisant aussi l'opacité de la titrisation, qui avait gangrené sournoisement le bilan des banques de créances douteuses dans les années 2000. In fine, si les banques doivent souffrir, ce sera par le canal de la défaillance éventuelle de grandes entreprises, de fonds d'investissement ou de banques d'investissement qui ont abusé du levier d'endettement. C'est classique, les crises dégradent par ricochet la qualité des créances bancaires. Mais les banques centrales veillent au grain. En vertu du « to big to fail », plus que jamais de mise après le trauma Lehmann Brother.

Reste néanmoins que la remontée des taux dégrade les bilans privés et induit une plus forte sélectivité et rationnement du crédit. Avec néanmoins un degré de cash des agents privés (fonds ou entreprise) qui modère le risque d'illiquidité. Du côté des géants de la gestion, la taille exorbitante de leur portefeuille peut donner aussi le vertige. Mais là encore, ces gérants opèrent pour le compte de clients. Ce sont ces clients qui essuieront les pertes et non les gérants qui se rémunèrent en commission, sans s'exposer directement. Bref, si la bulle explose, rien n'indique que ses conséquences seront surdimensionnées. Après tout, les économies développées ont enchaîné les krachs depuis 1987, sans basculer dans la grande dépression, et sans arrêter finalement le mouvement de lente érosion du taux de chômage...

Sauf à considérer que la bulle de l'argent gratuit n'a pas pour seul déséquilibre une bulle financière, mais trois bulles imbriquées : bulle des prix actifs, bulle de l'emploi et bulle entrepreneuriale.

Pour la bulle de l'emploi et la bulle entrepreneuriale... L'argent gratuit n'a pas seulement été le carburant de la spéculation. Il a été un formidable facteur d'atténuation des pressions en matière de rationalisation des coûts d'exploitation. La baisse des charges d'intérêt a permis notamment de verser plus de dividendes et de dégager du cash, sans faire porter l'effort sur la chaîne des coûts en amont, libérant de l'oxygène sur l'emploi et la sous-traitance. Et c'est probablement l'une des raisons majeures expliquant l'incroyable déconnexion des performances d'emploi et de croissance en France, qui ne cesse de s'amplifier depuis 10 ans. Et c'est ce même argent gratuit qui explique aussi l'incroyable bilan de la création d'entreprises en France, avec une floraison d'entreprises individuelles, mais aussi de sociétés, avec de surcroît une mortalité étonnamment basse depuis la crise sanitaire.

Derrière cela se profile une autre bulle, celle du capital-investissement qui demeure en apesanteur, et continue à booster l'amorçage et le développement de la Tech, en dépit des signaux noirs qui s'accumulent.

Une anomalie, donc, celle des taux zéro, mais au moins trois bulles. Qui, si elles explosent, produiront plus qu'un effet de richesse et feront revenir brutalement au premier plan les logiques de rationalisation, au détriment de l'emploi et de la croissance. (Olivier Passet, 5/9/22)

Note : un tweet du 2 octobre :

ALERTE ROUGE SUR LE SYSTÈME FINANCIER MONDIAL
Crédit Suisse, 51000 salariés, N°2 des banques **+**, est au bord de la faillite.
En 15 ans, son action a perdu 96% de sa valeur (graphique **↓**).
! Il fait partie des 9 "Bulge Bracket" essentielles à la stabilité du système financier mondial.



11:34 AM · 2 oct 2022 · Twitter for Android

En ce qui concerne ce risque de clash ou krach financier, la responsabilité de la finance de l'ombre - qui n'est pas régulée - est considérable et, comme la séparation entre le secteur bancaire et ce secteur fantôme n'est pas totalement étanche, les effets potentiels de diffusion et d'amplification des facteurs de crise peuvent être dévastateurs.

La hausse généralisée des taux directeurs par les différentes banques centrales - qui entraîne l'effondrement du cours des actifs, d'où des ventes massives sur les marchés qui manquent très rapidement d'acheteurs - n'annonce-t-elle pas un retournement du cycle financier et ne fait-elle pas elle aussi courir un risque financier systémique (liquidations en cascade, effet de contagion et effet de domino tous azimuts) ? Les difficultés rencontrées ces jours-ci par le secteur des fonds de pension britanniques le font nettement craindre.

Trois remarques dans la remarque :

1) Il est curieux de constater que cette lutte contre l'inflation dans laquelle s'engagent les Banques centrales fait suite à une période de près de 10 ans où elles cherchaient au contraire, et vainement, à atteindre un taux d'inflation de 2% en moyenne.

Durant toutes ces années, elles ont adopté une politique monétaire très expansive amenant à des taux à court terme nuls ou même négatifs et des actions fortes de Quantitative easing (QE, ou assouplissement quantitatif, mesure de PM non conventionnelle qui consiste, pour une banque centrale, à intervenir de façon massive, généralisée et prolongée sur les marchés financiers en achetant des actifs (notamment des titres de dette publique) aux banques commerciales et à d'autres acteurs. Ces achats massifs entraînent une baisse des taux d'intérêt. Cela permet aux ménages, aux entreprises et aux États de continuer à se financer à de bonnes conditions, favorisant la croissance économique et la remontée du taux d'inflation à un niveau compatible avec la stabilité des prix).

Mais le résultat, au lieu d'être une remontée du taux d'inflation a été la chute des taux d'intérêt à long terme, d'où la promotion de l'endettement privé et public (politique budgétaire très expansive) et la formation de bulles sur les actifs spéculatifs.

Maintenant, elles sont décidées à mener au contraire une politique monétaire restrictive, donc avec une montée des taux longs et un ralentissement de l'activité, ce qui pose un problème à la politique budgétaire et provoque un recul du prix des actifs. Et cette réaction actuelle des Banques centrales apparaît comme la conséquence directe de la politique qu'elles ont menée précédemment. On pourrait alors considérer que ce serait de leur commettre une nouvelle erreur en voulant s'attaquer trop durement à l'inflation ! Mais d'un autre côté, s'y attaquer « mollement », cela fait courir le risque de cumuler une restriction de la politique budgétaire, alors que de nombreuses, nouvelles dépenses sont à faire, et le maintien d'une inflation soutenue.

2) Dans un article paru le 9 mai dans Contrepoints sous la plume de Rainer Zitelmann, on lit en particulier :

« Les banques centrales sont tombées dans un piège : on ne peut pas faire tourner les machines à imprimer de la monnaie à plein régime sans provoquer tôt ou tard de l'inflation. L'inflation a d'abord provoqué une hausse des prix des actifs tels que l'immobilier, les obligations et les actions. Aujourd'hui, elle atteint les prix à la consommation.

Les banques centrales se sentent donc obligées d'augmenter les taux d'intérêt. Elles entraînent cependant des problèmes massifs sur les marchés des actions et de l'immobilier, car il y a des dépréciations gigantesques. Les banques centrales sont tombées dans un piège qu'elles ont elles-mêmes créé, et il n'est pas du tout évident de savoir comment elles vont s'en sortir ».

3) Le 22 mai 2023, Jézabel Couppey-Soubeyran et Julien Chevalier font paraître dans Les Echos un article inquiétant, intitulé : « L'inexorable expansion de la bulle financière : jusqu'à quand ? » et considèrent que la leçon de 2008 est loin d'avoir été tirée : « (...) La concentration bancaire gagne en intensité, en même temps que s'élève la "systémicité" des plus grandes banques. (...) Par leur taille, leurs interconnexions avec d'autres établissements financiers, et la complexité de leur activité (ces banques sont particulièrement présentes sur les marchés dérivés où se transfèrent des risques plutôt que des capitaux), ces établissements font peser un risque tel que les autorités monétaires sont obligées d'intervenir en cas de turbulences. Ces banques continuent alors de bénéficier d'une garantie de sauvetage dont elles profitent pour s'endetter à moindre coût, accroître leur levier d'endettement, leur prise de risque, sans en assumer les conséquences dommageables quand elles surviennent. Ce n'est pas la légère surcharge systémique de

fonds propres imposée à ces établissements à la suite des accords de Bâle 3 (entre +1 et 2,5 % de fonds propres effectifs supplémentaires) qui peut réduire leur systémicité. Ne pas avoir cherché à limiter la contribution au risque systémique de ces grands groupes bancaires et la concentration qui va de pair est l'un des grands trous dans la raquette des réformes post-2008.

La leçon est loin d'avoir été tirée puisque les autorités monétaires pensent toujours pouvoir résoudre l'instabilité bancaire par des opérations qui, en réalité, élèvent celles à venir. Les dégâts à nettoyer demain n'en seront que plus gros. Toujours administrée sans débat démocratique, la pilule pourrait avoir de plus en plus de mal à passer... ».

2- Une crise de type « crise des subprimes » comme en 2007-2008.

En effet, la BCE pousse la France à adopter dès 2023 le système des prêts immobiliers à taux variables, alors que sa culture bancaire est celle de prêts essentiellement à taux fixes. Le plus curieux est que la BCE prétend pour faire disparaître le régime dérogatoire que les banques françaises ont obtenu jusqu'à la fin de cette année sous prétexte que les taux variables offriraient l'avantage d'être plus accessibles aux ménages possédant des revenus limités ! Certes, ce système peut sembler plus intéressant pour les banques car, en période de hausse des taux, elles y perdent avec des taux fixes mais elles y gagnent aussi quand les taux baissent ; elles n'ont jamais été mises en difficulté alors que les banques américaines l'ont été nettement. D'ailleurs, ce sont nos banques qui défendent le maintien du système des taux fixes.

Il faut souligner que les taux variables transfèrent le risque de taux aux emprunteurs et c'est cela qui peut se révéler dangereux pour la stabilité du système financier.

Remarque : cette question comme tant d'autres pose la question de la légitimité des institutions européennes. Il en est en effet ainsi non seulement pour la BCE mais aussi pour la Commission européenne. Cela fait douter de l'UE à la fois sur son fonctionnement et aussi sur son avenir. La crise énergétique met sérieusement à mal la solidarité européenne que l'on est pourtant en droit d'attendre : soulignons le comportement pour le moins non coopératif de l'Allemagne en la matière : pour protéger son industrie, comme elle paye l'énergie très cher, elle défend un mécanisme qui doit permettre de faire monter le prix de l'énergie chez ses partenaires et va subventionner 80% de la consommation en gaz de ses citoyens avec un plan de 200 Mds d'euros, ce qui est contraire à l'Acte unique. De plus, elle s'oppose à la généralisation à toute l'UE du dispositif dont profitent les pays de la péninsule ibérique qui leur permet de subventionner l'achat de gaz destiné à produire de l'électricité (avec pour conséquence l'existence de deux prix du gaz).

D'où l'installation d'une concurrence déloyale au point de mettre en péril la construction de l'Europe et l'existence de l'euro ! Surtout que l'Allemagne est parvenue à imposer à Bruxelles sa stratégie énergétique pour que soient privilégiées les énergies renouvelables, alors même que cette stratégie s'avère être pour elle un échec à cause de la fermeture des centrales pilotables alors que les énergies renouvelables sont intermittentes par définition. Pendant tout ce temps-là, la France a peu réagi et n'a pas vraiment défendu sa stratégie nucléaire ; pire que cela puisqu'elle l'a même affaiblie, et pour longtemps (Nous sommes actuellement dans une situation particulière car une bonne partie de notre parc nucléaire est momentanément indisponible en raison d'aléas, d'incidents génériques. Depuis 2008, l'autorité de sûreté nucléaire (ASN) a alerté sur la nécessité de disposer de réserves de capacités de production électrique pilotables pour faire face en cas d'aléas. Ces aléas n'ont pas été anticipés car les organismes chargés d'alerter sur les conséquences de certaines décisions, comme la fermeture de 13 GW en 10 ans, ce qui est énorme, de centrales fossiles et de Fessenheim, n'ont pas sonné l'alerte. La Direction Générale de l'Énergie et du Climat (DGEC) et RTE n'ont pas sonné l'alerte. Il y a là une très grande défaillance). Ce n'est qu'il y a quelques mois que la France s'est défendue mais elle n'est parvenue à Bruxelles qu'à faire admettre dans la taxonomie européenne l'énergie nucléaire comme énergie de transition jusqu'en 2045, et cela au même titre que le gaz, pourtant émetteur de 70 fois plus de CO2 ! Une lueur d'espoir est apparue récemment avec un amendement adopté dans le cadre du plan Repower Europe, pour un plan de 200 milliards d'aides à l'investissement. L'amendement élargit l'accès à ce plan à toutes les sources décarbonées et pas seulement « vertes ». Il est à noter que, étonnamment, les députés français du groupe Renew ont voté contre. Cela témoigne de divergences et d'ambiguïtés françaises dans le parti présidentiel

sur le sujet. Comment alors, dans ces conditions, imaginer que la France se lance dans un affrontement avec l'Allemagne sur le sujet !

3- Une crise de l'économie américaine (analysée par Jacques Attali)

Comme l'écrit Jacques Attali le 12/4/2023, sous le titre « une immense crise financière menace », « La situation mondiale ne tient aujourd'hui que par la force du dollar, lui-même légitimé par la puissance économique, militaire et politique des États-Unis, qui restent le premier refuge des capitaux du monde. Or ils sont aujourd'hui menacés par une très grave crise budgétaire, financière, climatique et politique.

La dette publique américaine atteint 120% du PIB, sans tenir compte des garanties données par l'administration fédérale aux divers systèmes de retraites des agents fédéraux ni du financement nécessaire des futures catastrophes climatiques. Or, depuis la mi-janvier 2023 le Trésor américain a atteint la limite de ce qu'il a le droit d'emprunter (\$31.4Tr) ; les salaires des fonctionnaires et de l'armée ne sont plus payés que par des expédients (que la Secrétaire au Trésor dit ne pas pouvoir prolonger au-delà de début juillet 2023). Les Républicains, qui contrôlent la Chambre des représentants, se préparent à proposer ce que la Maison Blanche dénonce déjà comme des « coupes dévastatrices qui affaibliraient la sécurité nationale tout en accablant les familles de travailleurs et de la classe moyenne ». Et le projet des Démocrates, qui vise à une réduction du déficit en 10 ans, par une hausse massive des impôts des plus riches, n'a pas plus de chance d'être adopté par le Congrès. Les Américains pourraient une fois de plus s'en tirer par une nouvelle hausse du plafond de la dette, dont personne ne veut. Et qui ne résoudrait rien. La dette privée n'est pas dans un meilleur état : elle atteint 16 900 milliards de dollars soit 2 750 milliards de plus qu'avant la crise du Covid-19 ; soit 58 000 dollars par adulte américain ; ou encore 89% du revenu disponible des ménages américains. Une bonne partie ne finance que des dépenses de consommation et l'achat de logements ; en particulier, la dette immobilière atteint 44% du revenu disponible des ménages américains, soit le plus haut niveau historique, supérieur à celui de 2007, quand elle a déclenché la crise précédente. Et les Américains les plus pauvres continuent d'emprunter, avec la garantie de la Federal Housing Administration, pour acheter des logements avec un apport personnel limité à 5% mais des mensualités pouvant aller jusqu'à 50% de leurs revenus ! Système intenable. 13% de ces emprunts sont déjà en défaut et ce ratio augmente tous les jours de plus, la remontée des taux va augmenter la pression sur ces emprunteurs pauvres, trompés par les prêteurs. À cela s'ajoute encore l'endettement des promoteurs immobiliers, qui atteint, lui aussi, des niveaux inédits. (...) À cela s'ajoute un climat révolutionnaire, où plus personne n'exclut une crise constitutionnelle, pouvant même conduire, selon certains, à la sécession de certains États.

Le reste du monde souffrirait terriblement d'une telle crise ; l'Europe, elle-même terriblement endettée, plongerait dans une récession, perdant des marchés d'exportation sans que sa demande intérieure ne puisse prendre le relais. De même pour la Chine. Seule la Russie, qui n'a plus rien à perdre, aurait à y gagner ; et elle va sans doute y contribuer par des cyberattaques, comme elle l'a sans doute fait il y a un mois quand les banques californiennes ont été attaquées.

On ne peut pas penser que la croissance actuelle suffira à avaler cette dette, comme ce fut le cas en 1950. (...)

Quelques trop rares experts murmurent maintenant qu'une grande crise financière se déclencherait, comme beaucoup d'autres avant elle, dans la deuxième quinzaine d'un mois d'août : comme en 1857, en 1971, en 1982 et en 1993. Mais de quelle année ? Peut-être août 2023.

Comment l'éviter ?

Il y a à cela quatre solutions : des économies radicales, dans le même mode de développement, (qui ne feront que créer de la misère et de la violence) ; une relance budgétaire et monétaire (qui ne fera que reporter l'échéance) ; la guerre (qui conduira au pire, avant peut-être d'ouvrir des opportunités pour les très rares survivants). Et enfin une réorientation radicale de l'économie mondiale vers un mode de développement nouveau, avec un tout autre rapport à la propriété des biens de consommation et du logement, réduisant à la fois l'endettement et l'empreinte climatique. Naturellement, rien n'est préparé pour le mettre en œuvre ; et, si on le fait peut-être un jour, ce ne sera vraisemblablement pas à la place de la catastrophe, encore parfaitement évitable, mais après qu'elle aura eu lieu ».

4- Une crise du système capitaliste (analysée par Olivier Passet)

Dans une vidéo sur Xerfi Canal, Olivier Passet fait une analyse magistrale de l'histoire du capitalisme et de son destin possible :

« Le capitalisme est hanté depuis ses origines par l'idée de son effondrement. Cette peur est d'abord d'ordre moral. Sa démesure, l'hubris humaine dont il témoigne est source d'ivresse autant que de peur. Le système s'étend, plus il grossit, plus il se complexifie, échappant à la compréhension et à la capacité de pilotage, plus il suscite une inquiétude sourde et une peur d'effondrement.

Et la succession rapprochée de crises majeures depuis 2008 a donné de la matière aux collapsologues :

- avec des failles financières qui se résolvent dans une fuite en avant dans la liquidité et la dette ;
- une rébellion des classes moyennes contre l'iniquité du système qui fragilisent la démocratie libérale ;
- une crise sanitaire mondiale, qui a révélé nos vulnérabilités stratégiques ;
- une crise énergétique et alimentaire induite par la guerre en Ukraine, source d'inflation ;
- et des dérèglements climatiques maintenant bien tangibles, qui virent en catastrophes sporadiques dans les différents coins de la planète.

Ces convulsions rapprochées sont-elles purement accidentelles, volant en escadrille, ou traduisent-elles un dérèglement plus profond du système ?

Chercher une cause unique à ces spasmes serait vain. Mais au moins pouvons-nous tenter de distinguer ce qui est symptôme et ce qui est cause structurelle dans cette succession d'accidents. Comme nous avons pu le faire lors des chocs pétroliers qui au-delà du symptôme de la stagflation renvoyaient :

- à une crise profonde du système, combinant un affaiblissement du leadership américain à la suite de la guerre du Vietnam ;
- à la désintégration du rôle pivot du dollar dans la stabilité monétaire internationale avec la chute de Breton Woods ;
- à l'épuisement du modèle de consommation d'après-guerre, rattrapé par la saturation des besoins ;
- à la crise du modèle congloméral et tous les dérèglements induits en matière de concurrence, d'efficacité, de flexibilité, d'innovation, etc.

Le capitalisme ne s'est alors régénéré qu'au prix d'un puissant mouvement de restructuration industrielle, d'un électrochoc concurrentiel mortel pour nombre d'entreprises et d'emplois, par l'élargissement des marchés et un approfondissement de la division internationale du travail à échelle mondiale, etc.

Or, à bien des égards, la période actuelle comporte tous ces éléments, transformant le capitalisme occidental en colosse aux pieds d'argile :

- Le leadership américain, pivot jusqu'ici de la stabilité occidentale, est de plus en plus débordé par la montée en puissance économique, militaire, culturelle, scientifique des géants de la zone indopacifique. L'ancrage au dollar résiste, les États-Unis ayant su conserver leur ascendant financier, mais il paraît en sursis.
- La course à la concentration est repartie de plus belle, encouragée par les grands fonds de gestion et d'investissement : le recentrage sur le cœur de métier qui avait permis dans un premier temps la fragmentation des conglomérats de l'après-guerre, et ré-instillé de la concurrence, s'est perverti, devenant un nouveau levier d'hyper-concentration : une concentration, qui depuis les premiers économistes classiques, jusqu'à Schumpeter, en passant bien sûr par Marx, a toujours fait figure d'ennemi mortel du système. Avec pour corollaire des rendements décroissants, un affaiblissement de l'innovation, une polarisation des rentes et de la richesse pénalisant la consommation, etc. Or, faisant écho à ce pessimisme théorique, partout la productivité marque le pas. Les inégalités de richesses sont à leur zénith ; et l'inflation est repartie, avec des géants de la cote, aux résultats financiers record, qui sont au cœur d'une boucle prix-profit inédite. Une dérive qui interroge sur le pouvoir de marché exorbitant des mastodontes du capitalisme contemporain.

Un modèle de production et de consommation en panne : du point de vue technologique, l'explosion digitale, aussi fascinante soit-elle, peine à se convertir en grand bond en avant en matière d'efficacité productive et de consommation. Si le numérique est bien invasif du point de vue des process, s'il favorise certaines formes de flexibilité et de nomadisme côté travail, il ne se concrétise pas en économies de moyens pour les entreprises, mais plutôt en contraintes nouvelles. Quant aux usages digitaux, toujours plus chronophages, ils doivent composer avec un temps de cerveau fini et d'autres usages avec lesquels ils

entrent en rivalité et qui limitent de plus en plus leurs possibilités d'expansion. Il est certes prématuré de parler d'épuisement de notre modèle de consommation. Sur ce dernier pèse néanmoins l'épée de Damoclès de la sobriété contrainte tant que l'efficacité énergétique ne répondra que partiellement au défi climatique. Alors certes, le capitalisme sait s'aménager du temps en exploitant de nouveaux champs de gratuité du point de vue des ressources. Ce fut le pétrole bon marché avant 1973 ; c'est aujourd'hui l'exploitation des données personnelles, ou c'était aussi jusqu'il y a peu l'argent gratuit. Sauf que ces artifices ne durent qu'un temps. Lorsqu'ils disparaissent, le système ne peut plus jouer la montre, et ses faiblesses jaillissent en plein jour. Alors certes aussi le capitalisme a toujours démontré sa capacité à surpasser ses contradictions et à les récupérer pour les transformer en atouts. À cela près que ces périodes de reconfiguration n'ont rien de lisse et qu'elles sont parsemées de convulsions sociales et militaires. À cela près enfin, que le système aujourd'hui est loin encore de disposer des innovations qui lui permettraient d'échapper à la sobriété ».

Notes :

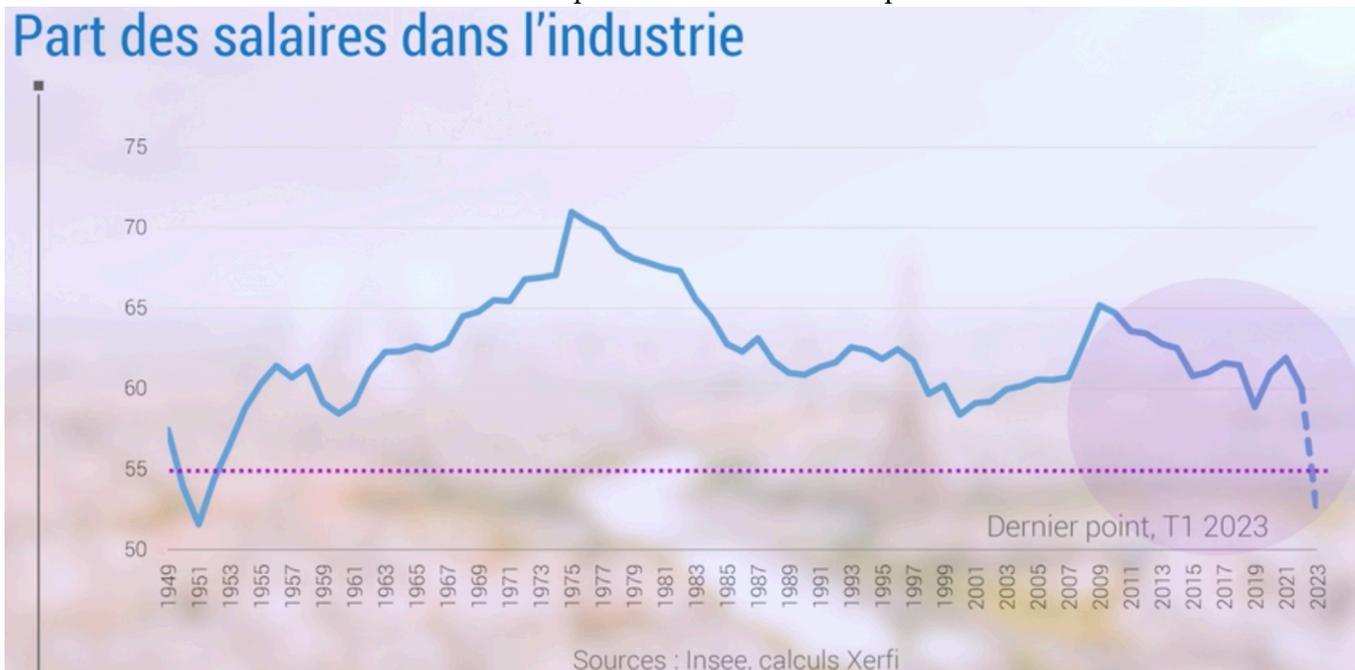
- 1) depuis tout spécialement la crise qu'il a connue en 2007-2008, le capitalisme financier impose

Un partage de la valeur ajoutée trop défavorable au travail.

C'est d'ailleurs si évident que l'on parle de plus en plus dans les sphères politiques et sociales du « partage de la valeur » et même d'une loi sur ce thème pour étendre les dispositifs d'intéressement et de participation.

• Olivier Passet démontre magistralement dans une analyse publiée le 3 juillet 2023 (sur Xerfi Canal) que depuis la crise le capital s'en sort gagnant.

Le ratio classique traditionnellement utilisé est le rapport entre le montant des salaires versés et la valeur ajoutée produite. Mais derrière ce rapport se cachent de nombreuses difficultés. O. Passet les passe en revue : l'équivalent salarial des travailleurs indépendants, les conventions utilisées pour appréhender l'évaluation de la valeur ajoutée, notamment dans le cas des administrations, des services immobiliers et des services financiers. Pour éviter toutes ces difficultés, O. Passet propose finalement de prendre en considération le seul secteur industriel. Et il parvient au schéma très parlant suivant :



• Le Flash Economie n°434 de Natixis va tout-à-fait dans le même sens en parlant même d'un « conflit de répartition » qui menace aujourd'hui, comme lors des années 1970, à la fois les États-Unis et la zone euro :

« Un conflit de répartition des revenus est une situation, observée à la fin des années 1970 et au début des années 1980, par exemple, où :

- les salariés ont un pouvoir de négociation important et obtiennent l'indexation des salaires sur l'inflation ; -
- les entreprises n'acceptent pas une réduction de leurs marges bénéficiaires.

Si un choc défavorable survient (hausse des prix des importations, ralentissement des gains de productivité, croissance faible), un conflit de répartition déclenche l'apparition d'une inflation très élevée, les salariés et les entreprises luttant pour que leurs revenus ne soient pas affectés négativement par le choc.

Regardant les évolutions récentes, on voit apparaître un conflit de répartition, aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro, à la suite du choc défavorable qui consiste en la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation et la stagnation de la productivité. Sans surprise, ce conflit de répartition fait apparaître une inflation hors énergie et alimentation très forte ».

• L'équipe des économistes de Natixis, menée par Patrick Artus, fait paraître peu de temps après un autre Flash Economie sur la même thématique (le n°445) mais de manière plus prospective ; en voici l'introduction :

« Quand on calcule la croissance potentielle des pays de l'OCDE, en prolongeant les tendances des gains de productivité et de la croissance de la population active, on parvient à une estimation très faible de la croissance potentielle, 0,75 % par an, et des gains de productivité, 0,6 % par an.

On peut regarder aussi l'évolution du partage des revenus dans les mêmes pays de l'OCDE : le salaire réel augmente en tendance depuis quelques années de 0,7 point par an de moins que la productivité du travail.

Quand on cumule ces deux observations, on conclut que la prolongation des tendances de la productivité, de la population active et du partage des revenus vont conduire à un recul tendanciel du niveau du salaire réel par tête (du pouvoir d'achat des salariés) et à une hausse extrêmement lente du pouvoir d'achat de l'ensemble des salaires.

Cette évolution sera difficile à accepter, si elle n'est pas compensée par une augmentation des politiques redistributives au profit des salariés à revenu faible.

2) Une question voisine et tout autant polémique mérite alors d'être posée :

Qui coûte le plus cher à l'État, les pauvres ou les rentiers ?

C'est également O. Passet qui tente de répondre à cette question dans une vidéo du 11 juin 2023, dont voici les principaux éléments :

« Si par rentier on entend la composante de la population disposant d'importants revenus issus de leur patrimoine, il ne fait pas de doute dans un système fiscal fortement redistributif comme celui de la France, que ces derniers contribuent bien davantage et bénéficient de transferts bien moindres que les plus pauvres. (...)

Coût budgétaire en 2022-2023



Le match est beaucoup plus ouvert lorsque l'on s'interroge sur la destination des fonds publics depuis la crise de 2008. Depuis cette date, l'endettement public a fait un bond de 47 points de PIB, pour maintenir à flot l'économie réelle contre les vents contraires d'une finance en faillite en 2008, d'une crise sanitaire paralysante et d'une crise énergétique et géopolitique. Ce faisant, l'État a évité la paupérisation du pays tout entier, diluant le coût de ces chocs sur plusieurs générations.

Mais cette interprétation est trop courte.

D'où vient ce zèle des gouvernements de tous bords à se convertir en keynésiens de l'extrême ? Le font-ils d'abord pour protéger les revenus courants des individus et limité la pauvreté d'une minorité, ou pour protéger nos économies d'un effondrement patrimonial ?

Les gouvernements vivent en fait sous deux menaces de poids inégal. Celui de la dégradation des revenus courants inhérents aux crises, avec des effets conjoncturels et sociaux circonscrits et celui d'un effondrement des prix d'actifs susceptibles d'emporter tout le système dans une déferlante financière incontrôlable, risquant de ruiner grands et petits épargnants et de paralyser tout le circuit de financement de l'économie. (...)

Derrière les 47 points de dette supplémentaire depuis 2007, seuls 4,1 sont imputables aux déficits des régimes sociaux stricto-sensu. Le reste relève des baisses d'impôt, notamment sur les entreprises et de l'empilement des dispositifs contra-cycliques financés à découverts. Prenant à sa charge une part croissante du revenu des ménages, l'État a limité la casse sociale, mais préservé aussi de la sorte les revenus du capital, la valeur des actifs et in fine les rentiers, ces derniers étant exposés à des risques de perte bien plus considérable que les plus pauvres. In fine depuis 15 ans, l'État dépense sans compter pour protéger les intérêts liés du travail et du capital, des pauvres et des riches, dans un capitalisme financiarisé où, si les premiers de cordée décrochent, ils embarquent dans leur chute la société dans son ensemble ».

b. La zone euro risque de supporter de plus en plus mal la fracture en deux de l'économie mondiale qui vient, entre Occident et Orient

• En effet, la guerre en Ukraine, nous place face à une nouvelle polarisation du monde, entre l'Occident développé, sous leadership américain, et l'Orient émergent qui conteste ce leadership.

À travers cette fracture, il y a la rivalité entre deux blocs d'intérêts.

D'un côté, pour simplifier, les économies de l'OCDE hors Turquie. De l'autre, la Chine, la Russie, l'Inde, le Moyen-Orient hors Israël.

Ces deux ensembles convergent maintenant en termes de niveau de production.

Mais cette partition, pour incertaine et contestable qu'elle soit du point de vue institutionnel et politique, permet d'appréhender à gros traits les forces et les enjeux qui animent une rivalité de plus en plus hostile. Nous avons affaire à deux blocs très asymétriques du point de vue démographique. Le bloc oriental

bénéficie d'un net avantage. En niveau aussi bien qu'en tendance : l'OCDE hors Turquie c'est moins de 1,3 milliard d'individus. L'Orient, c'est 3,4 milliards. Néanmoins, l'Orient affronte maintenant sa transition démographique. Sa population, Russie et Chine en tête, est en pleine décélération, et devrait stagner à partir de 2040. C'est maintenant sur la montée en gamme et les gains de productivité que repose la poursuite du processus de rattrapage, très loin d'être achevé. Ce constat explique pour beaucoup la configuration des régimes de croissance et leur conflictualité actuelle. Peur de la perte de leadership côté occidental. Peur d'un délitement culturel et politique, côté oriental.

L'opposition entre les deux pôles concerne en priorité le modèle de croissance.

Parce que limité démographiquement, l'Occident développe un modèle de croissance essentiellement intensif, reposant sur deux leviers majeurs : l'optimisation des facteurs de production (premier carburant de croissance) et l'hédonisme individualiste (carburant d'une consommation illimitée). Avec un modèle d'emploi qui exploite tous les ressorts de la division du travail, nationale et internationale, de la montée en compétences pour en accroître l'efficacité et qui mobilise intensément la population en âge de travailler, sans différence de genre. Et un modèle de consommation qui trouve son moteur dans la quête insatiable du bien-être individuel, et le renouvellement des besoins ou des désirs. Tout ce qui singularise l'individu, le différencie, fragmente la société en micro-communautés est toléré, y compris dans sa version woke contemporaine, que le marketing transforme en nouveau gisement de segmentation, de diversification des produits. Idem pour la religion, acceptée dans sa diversité, tant qu'elle n'entrave ni la mobilisation de la main-d'œuvre par une vision sexuée des tâches ou par des pratiques envahissantes, ni la quête hédoniste par trop d'interdits moraux. Face à une démographie stagnante, le système a besoin d'étendre sans cesse son emprise sur les facteurs de production étrangers, pour capter de la valeur. Son hyper-dominance monétaire et financière est de ce point de vue une arme décisive de puissance, lui permettant de contrôler l'affectation de l'épargne mondiale et notamment son recyclage à l'Ouest. Comme il a besoin d'exporter son hédonisme consumériste pour étendre ses marchés, rêvant d'un monde homogène sur ce plan, avec un avènement de classes moyennes clonées sur le modèle occidental.

D'où un double procès du reste du monde en impérialisme financier et culturel, largement fondé, qu'instrumentent la Russie ou la Chine aujourd'hui.

Par opposition, c'est un modèle de croissance extensif qui a longtemps prévalu en Orient. Surinvestissant dans les ressources primaires, les infrastructures, la construction et la production de biens pour répondre aux besoins premiers d'une population en fort développement. Système verticaux autoritaires, planifiés, volonté politique d'homogénéité culturelle, prima du collectif et priorité à l'épargne et l'investissement, sous-consommation. Si le bonheur en tant qu'individualisme était une idée neuve en Europe au XVIIIe siècle et a servi de tremplin au capitalisme, elle demeure à l'ébauche en Orient. Produisant d'ailleurs des modèles qui ne se bouclent pas sur la consommation, mais sur l'investissement intérieur et les exportations vers le glouton occidental.

L'équilibre mondial s'en trouve menacé.

Ces deux blocs sont parvenus à une cohabitation pacifique dans le cadre de la globalisation, tant que cette dernière laissait place à une complémentarité utile. L'Orient comme réservoir et producteurs de ressources fossiles ou minières et comme atelier bon marché de l'outsourcing occidental (externalisation). Devenant de la sorte un monstre carboné. L'Occident comme débouché de la production orientale, lui permettant de générer des excédents nécessaires à son accumulation primaire.

Or, c'est précisément cet équilibre qui est rattrapé par ses contradictions :

- L'Ouest est rattrapé par son archipélisation sociale et culturelle de plus en plus conflictuelle. Rattrapé aussi par l'impasse climatique qui le conduit à bouleverser ses dépendances à l'Orient. Relocalisations, circuits courts, désaccoutumance aux énergies fossiles et aux biens de consommation à forte empreinte carbone sont autant de coups portés à l'Orient carboné. La transition climatique est de fait une déclaration de guerre et une remise en cause quasi-existentielle pour l'Orient.
- L'Orient est quant à lui rattrapé par la vulnérabilité de son modèle extraverti et par la transition démographique, autrement dit l'essor de classes moyennes porteuses de nouvelles aspirations. Or, c'est par un recentrage sur sa consommation intérieure ou par une extension vers Afrique qu'il peut trouver un relai à la demande carbonée de l'Occident. Sauf, qu'introduire une place grandissante au consumérisme menace au premier plan l'ordre social et politico-religieux de ces pays.

Bref, Orient comme Occident sont menacés par un délitement social et politique intérieur et ne convergent plus en termes d'intérêts. Or, on le sait, c'est à ce moment de l'histoire que le risque de conflit est maximal, quand il devient le seul moyen de rebâtir la cohésion perdue. (Olivier Passet, 19/10/22).

• Le mercredi 16 novembre 2022, dans Les Echos, est paru un article important de l'économiste Dani Rodrik, « Ne laissons pas la géopolitique tuer l'économie mondiale » où il critique l'approche de l'administration Biden : « la conception de l'administration Biden, qui fait largement consensus dans les deux partis, selon laquelle la Chine représenterait une menace importante pour les États-Unis. Mais une menace pour quoi ? Biden fournit une réponse en ces termes, dans sa stratégie de sécurité nationale récemment publiée : “La République populaire de Chine est déterminée et de plus en plus en mesure de refaçonner l'ordre mondial, en direction d'un ordre qui fera pencher à son avantage la scène internationale“. La Chine constitue ainsi une menace non pas en ce qu'elle mettrait à mal les intérêts de sécurité fondamentaux des États-Unis, mais parce que **le pays entendra exercer une influence** sur les règles de la politique mondiale et l'ordre économique international à mesure qu'il s'enrichira et montera en puissance. Dans le même temps, “les États-Unis restent déterminés à gérer de manière responsable la compétition entre nos deux pays“, ce qui signifie en réalité que les États-Unis entendent demeurer la puissance incontestée dans le façonnement des règles mondiales en matière de technologie, de cybersécurité, de commerce et d'économie. En répondant de cette manière, l'administration Biden insiste sur la primauté états-unienne plutôt que d'admettre les réalités d'un monde post-unipolaire. (...) Les États-Unis ont ainsi franchi les limites. Les grandes puissances, comme tous les États, défendent leurs intérêts et leur sécurité nationale, prenant si nécessaire des contremesures face aux autres. Seulement voilà, un monde sûr, prospère et stable exige que ces réponses soient correctement calibrées. (...) Le problème de l'hypermondialisation réside en ce que nous avons laissé les grandes banques et sociétés internationales écrire les règles de l'économie mondiale. C'est une bonne chose que nous nous éloignons actuellement de cette approche, connaissant les dégâts qu'elle a infligés à notre tissu social. L'opportunité s'offre à nous de façonner une meilleure mondialisation. Les grandes puissances semblent malheureusement avoir choisi un chemin différent, encore plus redoutable. Elles confient désormais les clés de l'économie mondiale à leurs establishments de sécurité nationale, mettant ainsi en péril la paix et la prospérité du monde ».

c. Alors, dans une telle coupure entre Occident et Orient, quelle place pour l'Europe ?

Ma réponse est la même que celle que Dominique Seux a donnée dans sa chronique du jeudi 20 octobre dans Les Echos, : « L'Europe est sur un strapontin de l'Histoire ».

Cette obsession des États-Unis de garder leur leadership mondial coûte que coûte, notamment en faisant le maximum pour évincer la Russie de la scène internationale « grâce » (?) à la guerre en Ukraine et en faisant de la Chine son adversaire principal sinon unique, la partition que joue l'Europe dans le concert mondial s'en trouve réduite et l'Europe devient de fait un vassal des États-Unis dans de nombreux domaines. Pour expliquer l'effacement de l'Europe, Dominique Seux ajoute au rôle des États-Unis des facteurs internes : « Parce que les tensions sont fortes au sein de l'UE ; que beaucoup d'énergie est consacrée à les apaiser au lieu de se muscler pour les défis qui se présentent (simple question vertigineuse : quelle innovation technologique l'Europe a-t-elle apporté au monde depuis trente ans - hormis le vaccin à ARN messenger ?-) ; et que beaucoup de pays traversent des phases politiques délicates : l'Allemagne, on le voit, l'Italie (avec la droite dure de Giorgia Meloni) et la France (avec une majorité incertaine) ». J'ajoute personnellement les risques vitaux que court depuis déjà plusieurs années la monnaie européenne.

Il faut aussi souligner *le cas particulier de l'Allemagne* : on assiste aujourd'hui à un centrage de l'Allemagne sur ses intérêts strictement nationaux parce qu'elle traverse une période difficile : sa stratégie « mercantiliste » souffre beaucoup des circonstances actuelles qui handicapent en effet les pays très industriels, ceux qui utilisent beaucoup les énergies fossiles - dont les prix flambent - et qui ont une démographie défavorable, donc une demande intérieure relativement faible alors que la demande extérieure s'essouffle. Si l'Allemagne gardait malgré tout le leadership en Europe, surtout que la France voit corrélativement sa position relative se dégrader, la politique européenne se confondrait de plus en

plus avec la politique allemande. Et comme l'Allemagne reste malgré tout très dépendante des États-Unis, on en conclurait que l'Europe l'est aussi ; cela ne serait sans doute pas pour fâcher les responsables américains... Mais avec les difficultés qu'elle rencontre et sans doute pour un certain temps, l'Allemagne, et a fortiori la France perdent beaucoup de leur importance relative au sein du vieux continent : la guerre en Ukraine modifie en effet substantiellement l'équilibre géopolitique européen au grand profit de l'Europe centrale et orientale (PECO). La coupure entre l'Ouest et l'Est de l'UE prend aujourd'hui, une tout autre tournure.

- La loi américaine sur la réduction de l'inflation (Inflation Reduction Act – IRA), promulguée le 16 août 2022, prévoit, entre autres mesures, 369 milliards de dollars d'investissement dans la sécurité énergétique et la décarbonation.

Il définit à la fois une stratégie climatique et une stratégie pour l'investissement, l'emploi et la croissance. Il se fonde sur des normes réglementaires et sur des incitations à l'investissement. L'effort d'investissement est encouragé dans des domaines très ciblés, permettant l'accélération de la transition climatique, par des subventions et des crédits d'impôt, tant pour les consommateurs que pour les producteurs. Les incitations visent à limiter les coûts d'ajustement individuels et ont un objectif clair en matière d'emploi, via des contraintes en termes de contenu local. Elles permettent ainsi de projeter clairement l'évolution de l'investissement et de la demande dans les domaines ciblés (30% de crédits d'impôt, générant au moins 70% de l'investissement privé ou de la consommation supplémentaires).

Les puissantes aides publiques à l'industrie automobile avec des subventions et des réductions d'impôts (notamment une aide de 7 500 dollars pour l'achat d'un véhicule électrique), s'inscrivent dans une optique protectionniste, étant conditionnées par du contenu local (l'assemblage du véhicule aux États-Unis et des batteries contenant au moins 40% de minerais extraits localement). L'exception accordée au Mexique, et surtout au Canada s'inscrit dans la logique de création d'une chaîne de valeur nord-américaine s'affranchissant des matières premières chinoises.

Pour la naissante industrie verte européenne, qui pâtit déjà d'un surcoût de l'énergie, le risque est élevé de voir freiné le processus d'électrification de son économie et d'assister à la délocalisation outre-Atlantique des entreprises énergivores ou souhaitant bénéficier des subventions américaines.

Ainsi le « moonshot » évoqué et invoqué par la Présidente U. von der Leyen au lancement du Green Deal européen (EGD) au début de son mandat à la Commission (l'EGD devrait devenir « l'homme sur la lune de l'Europe » - métaphore entre l'EGD européen et la mission spatiale américaine des années 1960) , pourrait ne jamais décoller. En effet, si le Green Deal européen est également une stratégie climatique et une stratégie d'investissement et de croissance, il n'active pas les mêmes leviers. Il s'appuie plutôt sur la réglementation, la tarification du carbone et sur les investissements privés et publics. À l'exception des fonds publics fournis par l'ENGEU, l'approche de l'UE repose sur un paradigme fondé sur le marché, comptant sur le signal du prix du carbone pour organiser l'action des émetteurs (consommateurs et producteurs).

Jusqu'à présent, la réponse européenne pour rééquilibrer le terrain de jeu mondial a été l'assouplissement des règles de l'UE en matière d'aides d'État afin de faciliter le soutien public aux projets d'investissements verts. Toutefois, l'utilisation des exemptions aux règles relatives aux aides d'État comme substitut à une politique industrielle commune fausse la compétitivité et déséquilibre les conditions de concurrence au sein même de l'UE, entraînant une polarisation de l'investissement industriel. Les pays avec une marge de manœuvre budgétaire plus importante se sont largement appuyés sur ce levier.

Cette réponse est insuffisante et contreproductive. Si l'UE veut réaliser son « moonshot » et faire aboutir sa révolution verte, elle doit accompagner sa vision de changement par une révolution du rôle et des capacités de sa politique industrielle. Elle doit développer une véritable approche de politique industrielle avec des dépenses communes de l'UE ciblées sur des missions et des projets très spécifiques.

La politique industrielle ne consiste pas seulement à fixer les règles, à réglementer et, éventuellement, à remédier aux défaillances du marché ou à redistribuer les pertes. Il s'agit de façonner les trajectoires économiques, de prendre des risques à un stade précoce, de soutenir le développement de technologies de pointe et d'absorber les incertitudes. Il s'agit aussi de créer une demande initiale (marchés publics), pour attirer les acteurs privés, et de piloter le processus, d'organiser le changement de comportement de toutes les parties prenantes et d'organiser les chaînes de valeur.

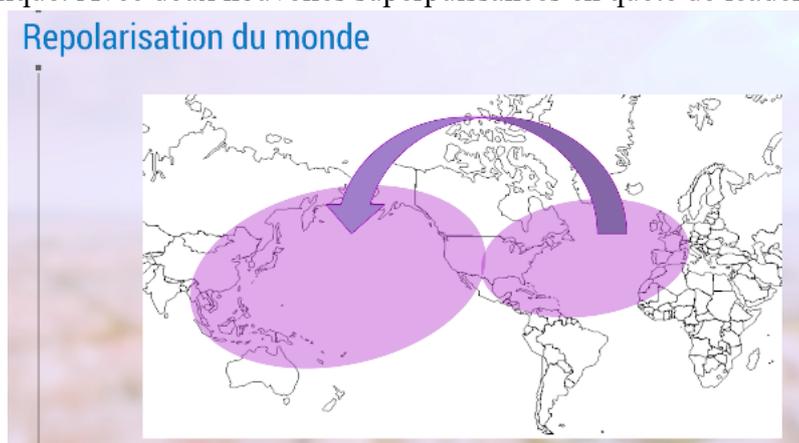
Dans la chronique publiée dans Les Echos du 7 février, le spécialiste Shahin Vallée considère que la réponse que donne l'Europe lors de son Conseil européen extraordinaire commet une grave erreur en autorisant un assouplissant les aides d'État parce que cela risque de transformer un défi transatlantique réel en une confrontation industrielle intra-européenne dont la France peut sortir perdante. « (...) Cet assouplissement créera une course aux subventions au sein de l'Europe qui alimentera de profondes distorsions du marché unique. C'est précisément parce que certains Européens comprennent ces risques qu'ils ont plaidé en parallèle pour la création d'un Fonds Européen pour la Souveraineté, afin d'éviter les distorsions de concurrence et de soutenir les pays les plus fragiles. Mais il devient chaque jour plus clair que ce Fonds Européen pour la souveraineté sera trop petit et arrivera trop tard, voire pas du tout. (...) Si l'on considère le montant des aides d'État actuellement à l'étude et leur répartition géographique, on sait déjà qui bénéficiera le plus de cette réponse. En effet, ce paquet contribuera grandement à alimenter les divergences de compétitivité intra-européennes. Concrètement, l'Allemagne, qui a plus de marges de manœuvre budgétaires et une base industrielle plus forte, renforcera son avance sur le reste de l'Europe, alimentant ainsi une polarisation et une agglomération encore plus grandes du capital et de la main d'œuvre hautement qualifiée, accélérant ainsi la désindustrialisation relative du reste du continent. C'est la raison pour laquelle des Etats membres comme l'Italie ou l'Espagne ont commencé à s'opposer à cette démarche en coulisse avec le soutien inhabituel de pays du nord de l'Europe plus attachés au marché unique (Danemark, Finlande, Irlande, Pays-Bas, Pologne et Suède). Mais ils n'ont pas été entendus. La France suit l'Allemagne avec l'idée naïve qu'elle dispose du même espace budgétaire et de la base industrielle nécessaires pour égaler le soutien allemand. Elle ne découvrira probablement que trop tard que sa réaction précipitée va en réalité affaiblir sa position relative en Europe, tout en ne garantissant même pas que l'UE puisse rivaliser avec les Etats-Unis. (...) ».

Au début de la deuxième quinzaine d'avril 2023, Olivier Passet propose sur Xerfi Canal une passionnante vidéo sur

la « **bascule du monde vers le Pacifique, ce n'est qu'un début** ».

En voici le contenu :

« C'est certainement la prophétie la plus consensuelle au plan géopolitique. L'équilibre économique, commercial, démographique, militaire, culturel est en train de basculer de la zone Atlantique, marquée par une concentration des richesses et des flux commerciaux entre l'Amérique du Nord et l'Europe vers la zone indopacifique. Avec deux nouvelles superpuissances en quête de leadership : la Chine et l'Inde.



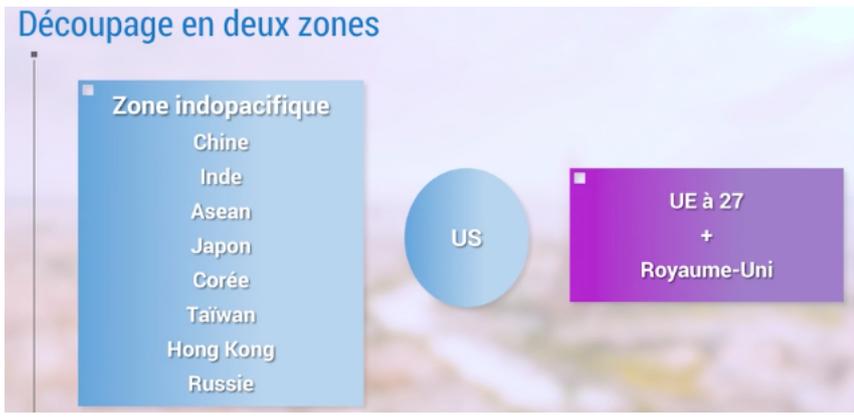
Ce pivotement du Monde semble se dérouler à une vitesse phénoménale, faisant perdre sa centralité à l'Europe et achevant de la marginaliser au plan économique.

Où en sommes-nous de cette grande bascule ?

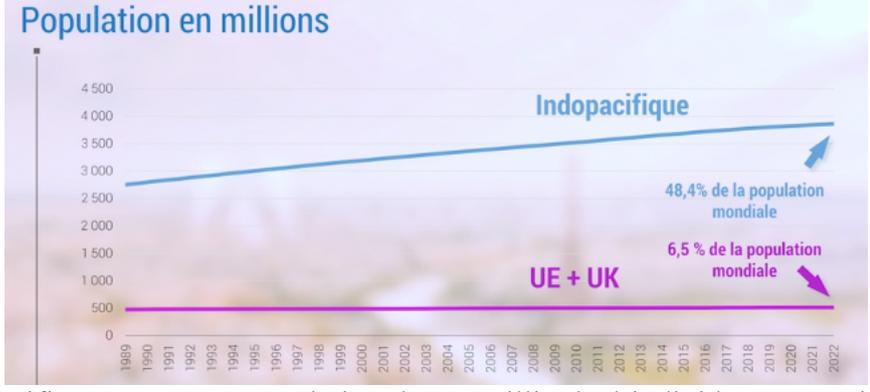
En dépit du ressenti, c'est un film dont nous ne n'avons vu à ce stade que les prémisses. Les vieux équilibres font de la résistance. Et la grande vague de marginalisation européenne n'est qu'à ses débuts.

Écarts de croissance

Pour en prendre la mesure, coupons le monde en deux zones :



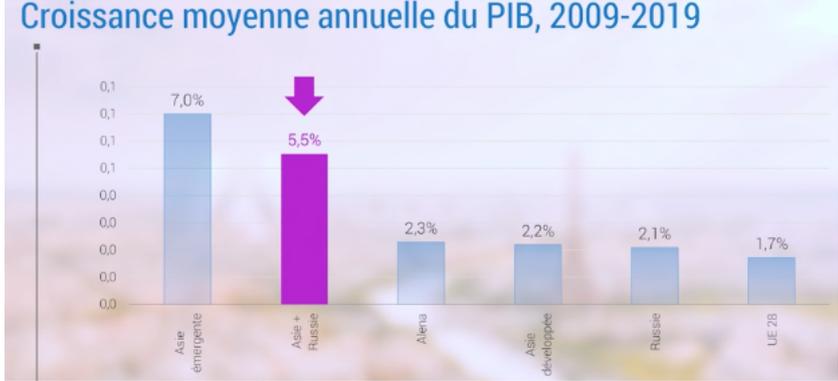
- D'un côté, les pays de la zone indopacifique qui bordent le Pacifique Nord à l'Ouest des États-Unis, soit notamment la Chine, l'Inde, les pays de l'Asean plus le Japon, la Corée, Taïwan, Hong Kong et la Russie.
 - De l'autre les pays de l'UE et le Royaume-Uni, à l'Est des États-Unis.
- La première évidence, c'est le *fossé démographique* qui sépare les deux zones.



Du côté indopacifique, c'est une population de 3,7 milliards d'individus à 3,9 milliards en y agrégeant la Russie, soit près de 50% de la population mondiale, avec deux mastodontes démographiques, Inde et Chine, qui à eux seuls concentrent les trois quarts de cette population.

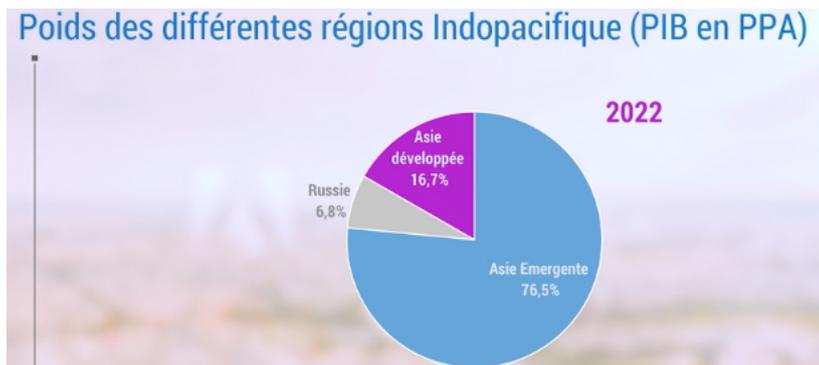
De l'autre, côté UE à 28, c'est 6,5 % de la population mondiale, soit, 515 millions d'individus en 2022. Un rapport proche de 1 à 7,5. Et même si la démographie asiatique ne joue plus avec la même force, programmée pour stagner, voire pour légèrement régresser à horizon 2050, l'écart continuera à se creuser en défaveur de la vieille Europe.

Mais ce sont les *écarts de croissance économique* qui constituent aujourd'hui le principal levier de bascule. Ils sont saisissants. Si l'on se concentre sur la décennie pré-covid, soit 2009-2019, les pays de la zone indopacifique, y compris la Russie, ont crû au rythme de 5,5%. Avec un moteur ultra-puissant de l'Asie en développement ou émergente qui a crû au rythme de 7%, tandis que l'Asie développée ou la Russie progressaient à des rythmes plus proches de 2%.



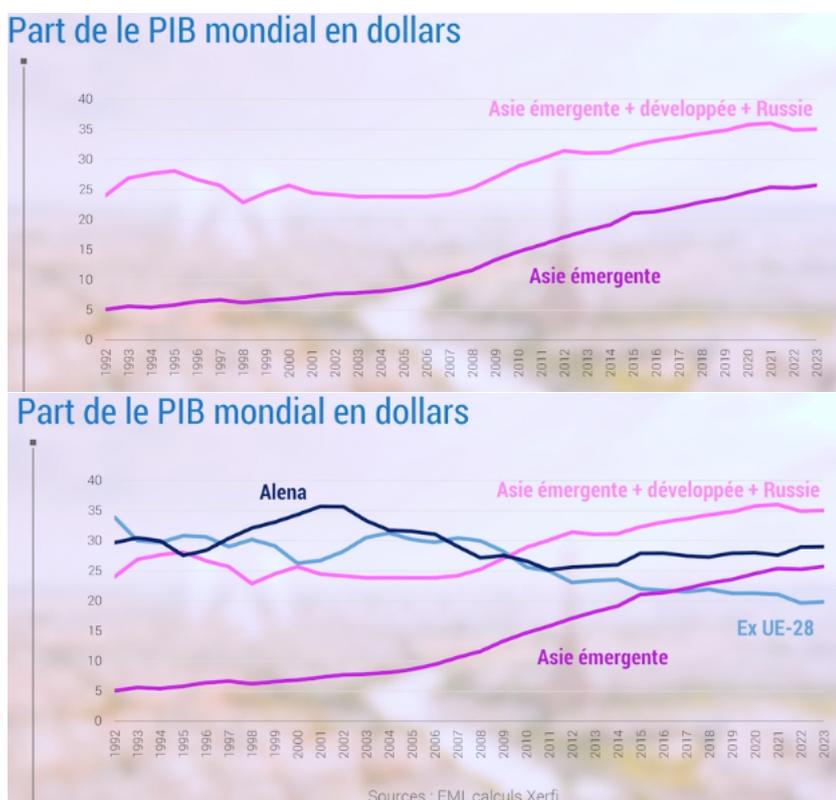
C'est ce moteur émergent qui embarque l'ensemble, puisque son PIB représente aujourd'hui plus des trois quarts du total de la zone indopacifique, contre moins de 17% pour l'Asie développée et moins de 7% pour la Russie. Une dynamique près de 3 fois supérieure à celle de l'UE ou de l'ALENA.

Résultat, les économies indopacifiques dominent déjà très largement en poids celles de l'Europe ou de l'ALENA.

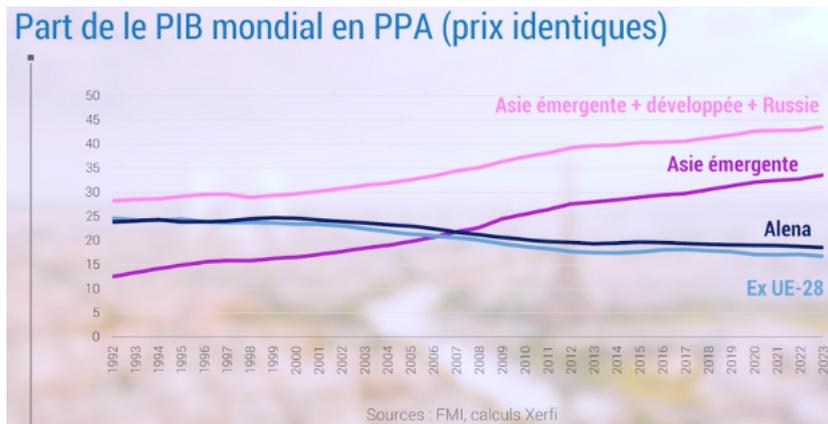


Nous ne sommes qu'au début de la bascule.

L'Asie émergente, en y incluant l'Inde, pèse déjà pour un quart du PIB mondial. Si l'on ajoute maintenant l'Asie développée, et la Russie, la zone indopacifique Nord concentre de l'ordre de 35% du PIB mondial en valeur, surclassant l'UE (qui ne pèse plus qu'un quart du PIB mondial) et l'ALENA (moins de 30%).



Avec des écarts de prix qui sous-pondèrent la véritable importance de la zone Pacifique en termes de volume. En adoptant un système de prix identique, ce que l'on appelle la PPA, l'Asie émergente et en développement, c'est déjà plus d'un tiers du PIB mondial en volume et, la zone indopacifique dans son ensemble, de l'ordre de 44%, écrasant toujours plus les économies occidentales, l'ex-UE à 28 comme les pays de l'ALENA représentant maintenant moins d'un cinquième des volumes produits à échelle mondiale.



Avec de surcroît un potentiel de rattrapage très loin d'être épuisé puisque le PIB par habitant de l'Asie émergente et en développement se situe encore qu'à peine plus d'un quart du niveau européen.



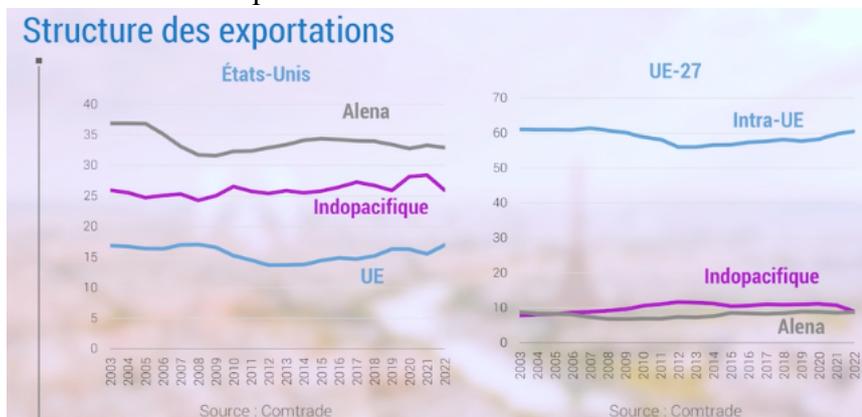
Autrement dit, nous ne sommes qu'au début de la bascule.

Encore une *forte interdépendance commerciale* entre l'Orient et l'Occident.

Face à ce profond basculement des masses économiques, la structure du commerce est certes affectée. *Mais à vrai dire, l'inertie des structures surprend.*

Les États-Unis, géant économique en position de pivot dans ce jeu de bascule est emblématique de cela. Certes, le poids des pays du Pacifique s'accroît très graduellement en tendance. Néanmoins, le mouvement est loin d'évincer la part du commerce avec l'Europe ou celle intra-ALENA, c'est-à-dire avec le Canada et le Mexique, qui demeure dominante. Idem lorsque l'on tourne son regard vers l'Union européenne.

La réorientation des échanges vers le Pacifique est là encore très graduelle, tandis que le commerce intra-UE et avec l'Amérique du Nord résiste très largement. Un statu quo en profond décalage avec le basculement des masses économiques.

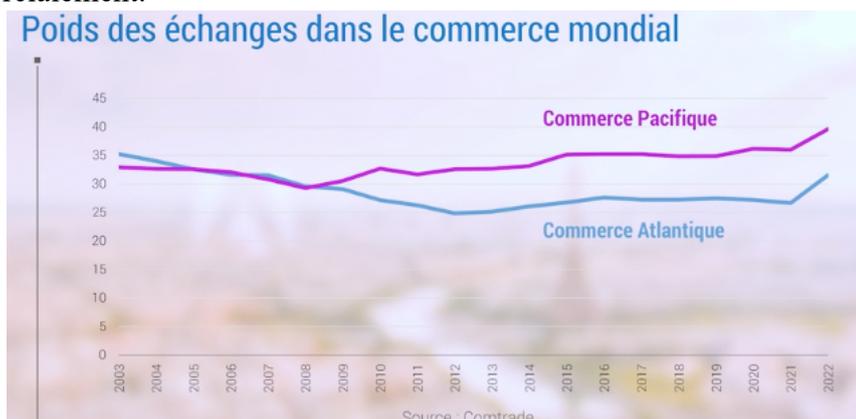


Et par effet de miroir, c'est la même inertie que l'on observe côté chinois.



La part du commerce régional ne progresse pas en tendance, soulignant les freins à l'intégration régionale et la profonde interdépendance commerciale qui demeure entre l'Orient et l'Occident, très loin d'un sentier de développement autonome.

Résultat : contrairement à l'intuition, lorsque l'on tente d'estimer le poids dans le commerce mondial des échanges commerciaux entre pays du Pacifique (en élargissant ici l'analyse à la plupart des pays côtiers appartenant à l'APEC, l'Association de coopération économique Asie-Pacifique, États-Unis, Canada, Australie, Chili et Pérou compris) et que l'on compare ces flux aux échanges commerciaux entre pays qui bordent l'Atlantique Nord — soit, l'Amérique du Nord, le Mexique, et l'UE—, le jeu est non seulement plus équilibré, mais surtout plus stable qu'attendu. Le commerce Atlantique fait de la résistance, positionné sur les biens à forte valeur ajoutée. Marginalisée économiquement, l'Europe ne l'est pas encore commercialement.



Mais les forces de rattrapage économique et d'intégration régionale jouent incontestablement contre elle. De la grande bascule du monde vers le Pacifique, elle n'a vécu jusqu'ici que le début du film ».

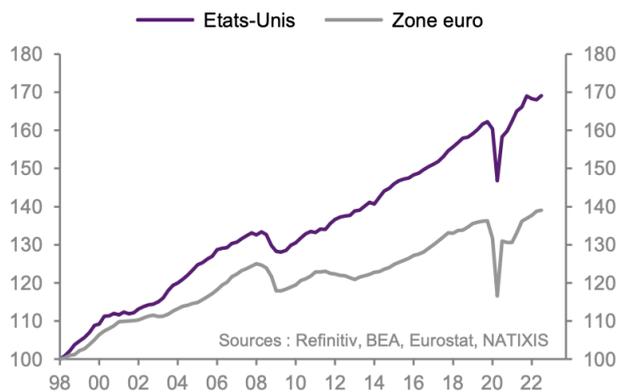
Dans un « Flash Economie » du 9 juin, Natixis étudie « quels sont les pays qui tirent l'économie mondiale dans la période récente » :

« Les pays qui tirent l'économie mondiale sont ceux dont les importations progressent plus vite que les exportations et ceux qui ont un déficit structurel de leur balance courante ou de leur balance commerciale. Regardant les situations des États-Unis, de l'Amérique latine, de l'Union européenne, de l'Inde, de la Chine, du Japon, de l'Afrique et des pays d'Asie autres que la Chine, le Japon et l'Inde, nous trouvons que les pays qui tirent l'économie mondiale aujourd'hui sont les États-Unis, l'Amérique latine, l'Inde, l'Afrique. Sont au contraire tirés par l'économie mondiale, l'Union européenne, la Chine, le Japon et les pays d'Asie autres que le Japon, la Chine et l'Inde ».

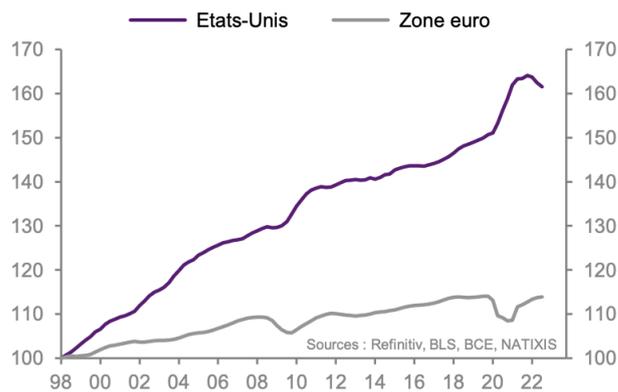
d. Face aux difficultés actuelles, la zone euro risque de décliner et même d'exploser !

- Le mercredi 23 novembre 2022, Natixis consacre son Flash Economie au « Déclin de la zone euro »,

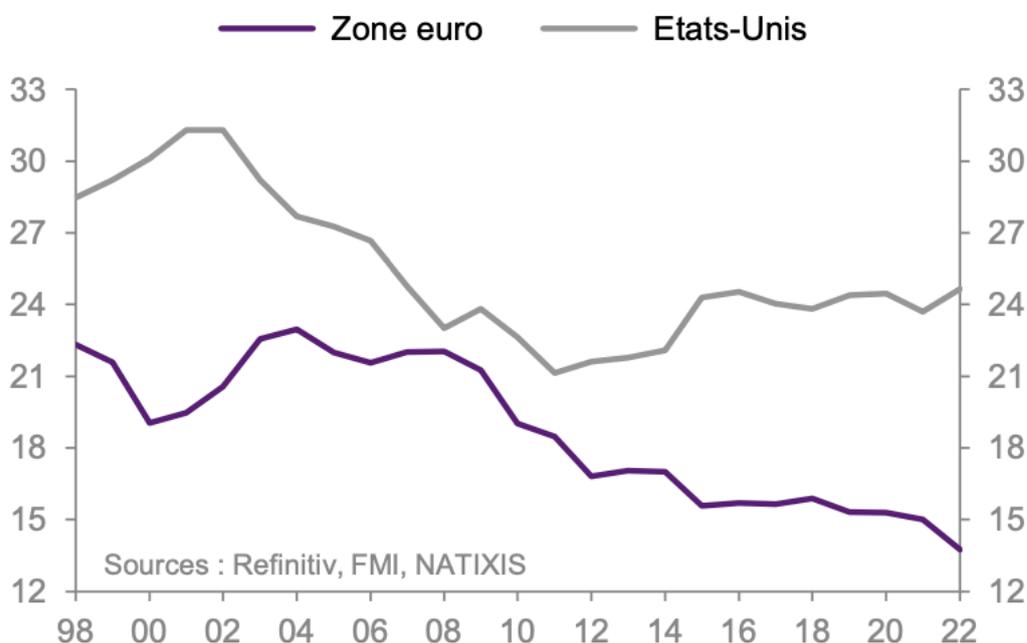
Graphique 1a
PIB volume (100 en 1998:1)



Graphique 1b
Productivité par tête (100 en 1998:1)



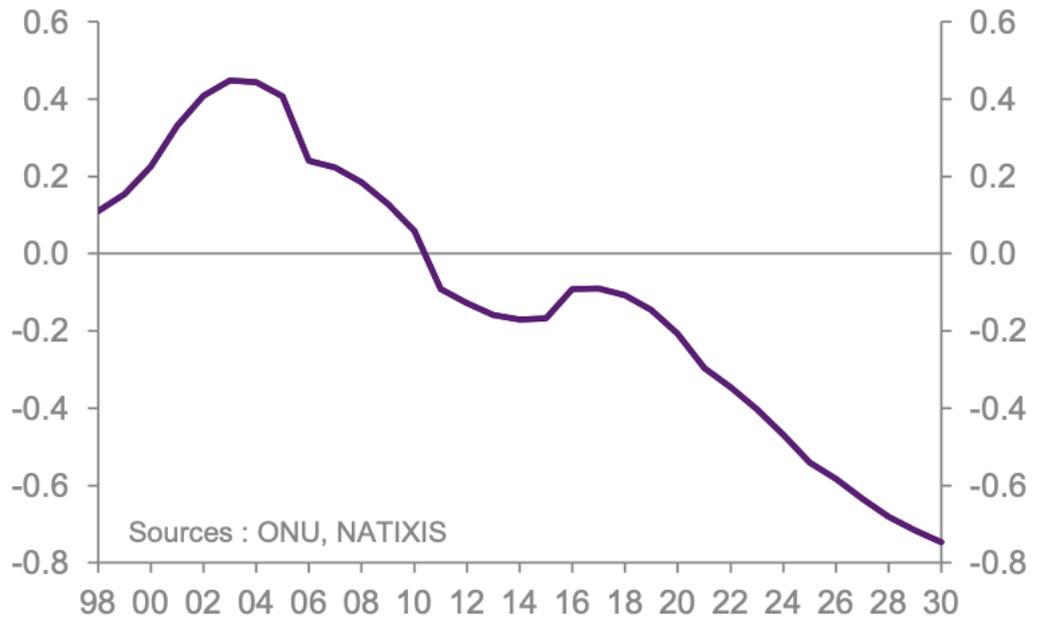
Graphique 6
PIB valeur (en \$, en % du PIB mondial)



Cela s'explique par cinq phénomènes :

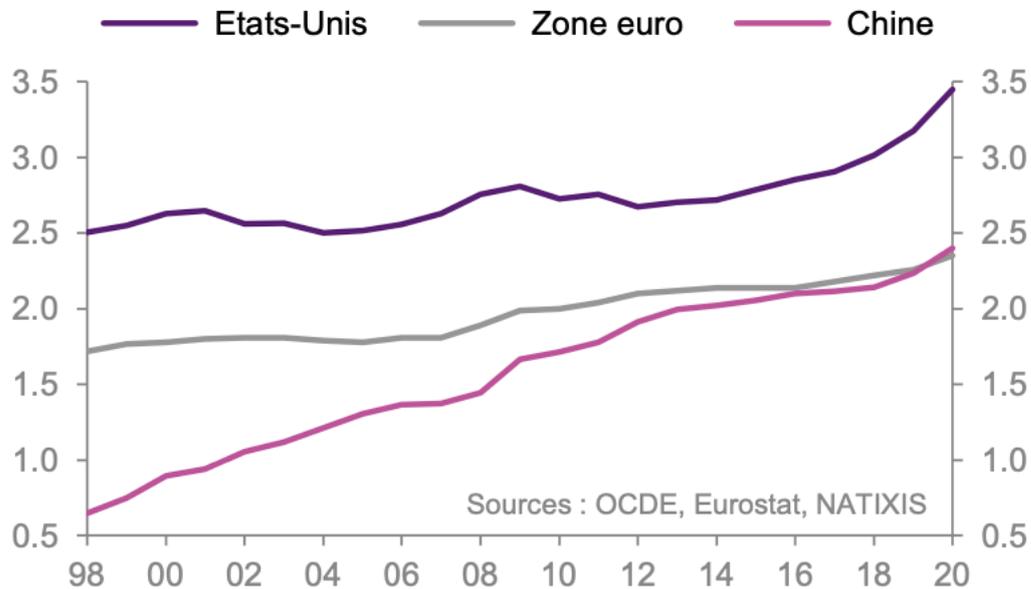
- déclin démographique ;

Graphique 2
Zone euro : population âgée de 15 à 64 ans
(en % par an)



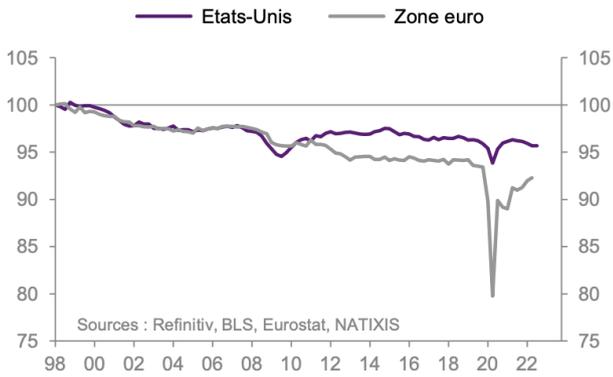
- insuffisance de l'effort de recherche et d'innovation ;

Graphique 3
Dépenses totales de R&D
(en % du PIB valeur)

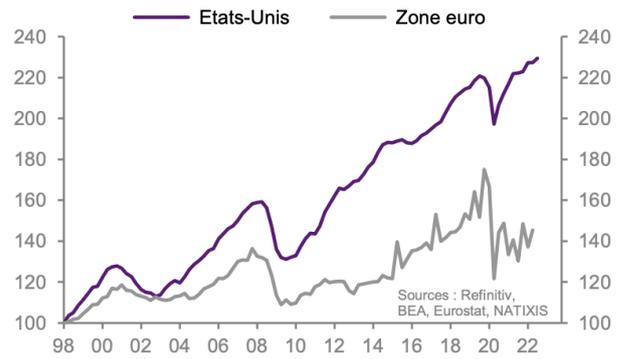


- recul de la durée du travail et disparition des gains de productivité par tête ;

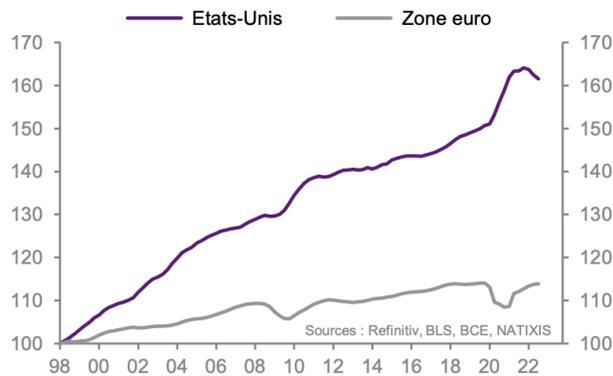
Graphique 4a
Durée du travail par salarié (100 en 1998:1)



Graphique 4b
Investissement total des entreprises (volume, 100 en 1998:1)

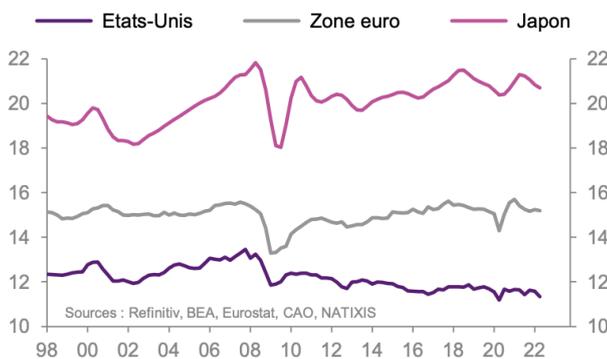


Graphique 4c
Productivité par tête (100 en 1998:1)

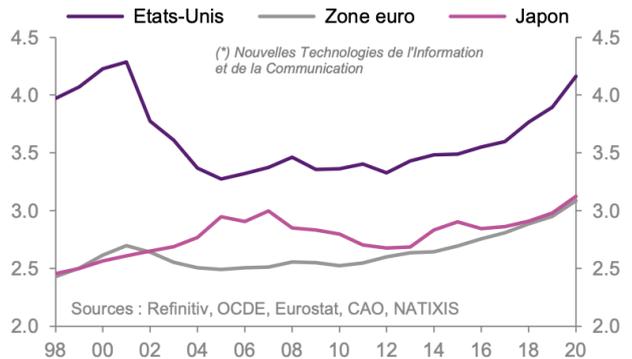


- déclin des compétences ;
- recul du poids de l'industrie et déclin technologique.

Graphique 5a
Valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière (volume, en % du PIB volume)



Graphique 5b
Emploi salarié dans le secteur des NTIC* (en % de l'emploi salarié total)

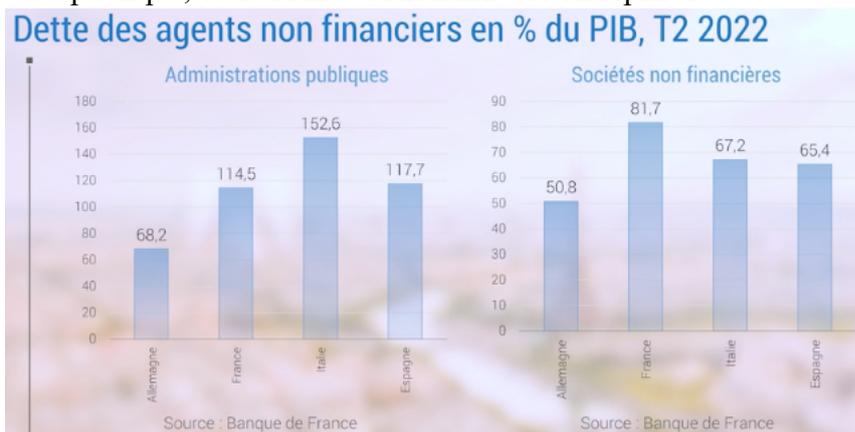


Le déclin global conduira à la contraction permanente du poids et de l'influence de la zone euro dans l'économie mondiale.

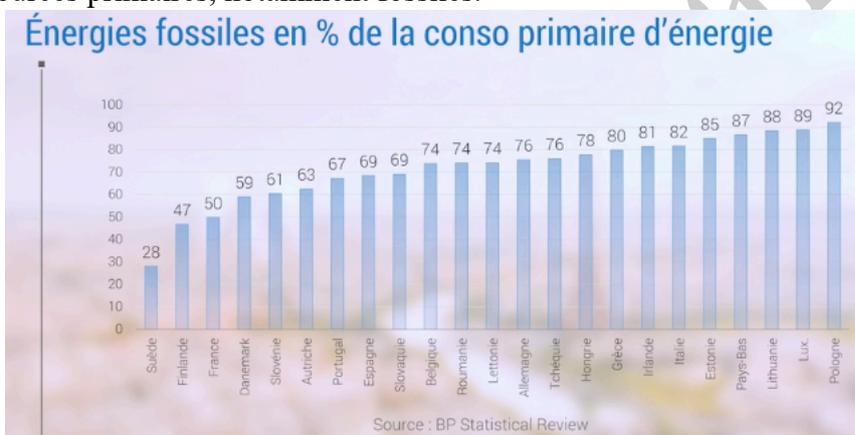
• Sur Xerfi, Olivier Passet a également fait récemment une vidéo particulièrement intéressante sur les risques d'explosion que risque la zone euro... :

« Certes, la ligne de fracture Nord-Sud, qui a polarisé l'attention depuis 2008 ne s'est pas rouverte de façon dramatique contrairement à ce que l'on pouvait craindre compte tenu de la violence des chocs et de l'inégale récupération des économies au plan financier et structurel. Les chocs successifs depuis 2020 n'ont pas creusé les écarts de coûts unitaires. Les divergences de déficits publics, ont été contenues, le Nord et notamment l'Allemagne, n'étant pas en reste en matière de soutien public à l'économie. Les spreads demeurent eux-mêmes contenus. La BCE ayant levé les plafonds de détention qui lui permettent d'acheter les titres des pays en difficulté. Il n'en reste pas moins que les écarts de niveau d'endettement

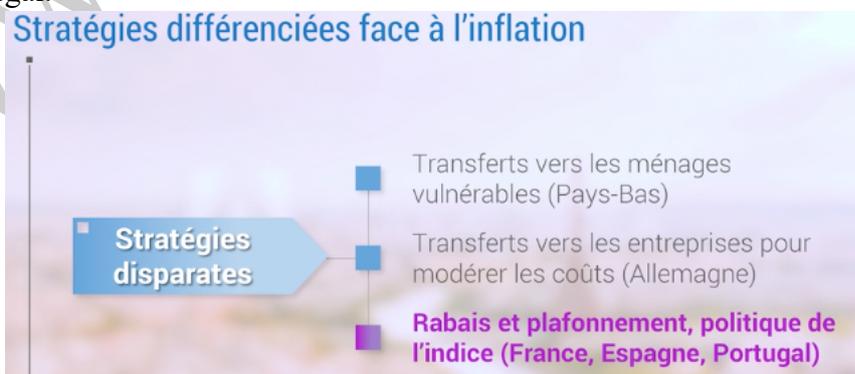
privés et publics sont à leur paroxysme, et qu'une remontée des taux place au premier rang du risque l'Italie, concernant la dette publique, ou la France concernant les entreprises.



La hausse des taux devient de la sorte un facteur extrêmement puissant de divergence Nord-Sud et de résurgence du risque systémique. La crise géopolitique catalyseur de la récession actuelle ouvre de surcroît une seconde ligne de fracture Est-Ouest. Elle constitue d'abord un choc fortement asymétrique pour la zone. Elle a mis en exergue la profonde divergence de nos mix énergétiques et de nos dépendances aux ressources primaires, notamment fossiles.



Elle a initié des stratégies publiques très disparates pour en contrebalancer l'impact sur les ménages et sur les entreprises. Certains pays favorisant les transferts à destination des populations les plus exposées, à l'instar des Pays-Bas qui ont laissé filer les indices. D'autres agissant massivement en amont pour modérer l'impact du choc sur les coûts des entreprises, à l'instar de l'Allemagne. D'autres pratiquant des rabais et des plafonnements sur les dépenses les plus sensibles (énergie et loyers notamment), qui modèrent l'inflation puisqu'ils sont intégrés dans la mesure de cette dernière, à l'instar de la France, de l'Espagne ou du Portugal.



Avec pour résultat le plus manifeste une divergence des taux d'inflation qui n'a pas d'équivalent depuis la création de la zone euro : une plus forte modération en France, en Espagne, deux des principaux concurrents de création de la zone euro : une plus forte modération en France, en Espagne, deux des principaux concurrents de l'Allemagne aux côtés de l'Italie, combinée à un emballement des prix particulièrement marqué à l'Est de la zone euro et de l'UE. A priori, cette divergence pourrait être

interprétée comme un facteur de rééquilibrage intra-européen. L'hégémonie industrielle allemande est doublement pénalisée : 1/ par une pression salariale plus forte en interne 2/ par la hausse des coûts importés de sa base de sous-traitance dans les pays d'Europe orientale. C'est toute la plateforme d'intégration industrielle allemande qui est aujourd'hui embarquée dans une spirale prix /salaire /coûts des intrants beaucoup plus virulente que dans le reste de l'Europe, créant une véritable menace sur son modèle de croissance extraverti.

La divergence des intérêts est à son comble, mettant en tension maximale le couple de raison Franco-allemand pivot de l'intégration européenne, comme à chaque fois que les lignes bougent à l'Est. La crise comporte une portée existentielle pour l'Allemagne. C'est tout le compromis élaboré depuis les années 2000 qui se fissure. Intégration orientale de sa plateforme industrielle, accès à faible coût aux ressources primaires de la Russie, réorientation de ses exportations vers les marchés émergents, sous-investissement en matière de défense, l'Allemagne s'en remettant au bouclier défensif américain et préférant le rôle de marchand d'arme que d'hégémon de la défense européenne. Et c'est sur ces choix vitaux qu'elle s'arcoute aujourd'hui. Report du conseil des ministres franco-allemand en octobre, réaffirmation de ses liens avec la Chine, double jeu en matière d'approvisionnement gaziers auprès de la Russie. Jusque dans sa gestion budgétaire non coopérative de la crise. Préférant laisser filer les prix de l'énergie au plan européen pour rationner son usage par les ménages et subventionner ses entreprises pour en annuler l'impact sur sa compétitivité au détriment de ses partenaires. Les désaccords franco-allemands énergétiques, commerciaux et militaires sont à leur comble. Et entre hausse des taux, écartèlement stratégique, résurgence du chacun pour soi, la zone euro est à nouveau soumise à des forces centrifuges qui l'expose plus que jamais à un risque d'explosion ».

e. Si les taux d'intérêt réels restent longtemps supérieurs à la croissance potentielle, c'est très mauvais pour l'économie.

Selon Natixis, « aux États-Unis et dans la zone euro, les taux d'intérêt réels vont devenir structurellement (à partir de 2024) supérieurs à la croissance potentielle :

- i. parce que l'investissement va devenir supérieur à l'épargne ;
- ii. parce que la volatilité des taux d'intérêt à long terme va augmenter ;
- iii. parce que les gains de productivité et la croissance potentielle sont devenus très faibles ;
- iv. parce que les politiques monétaires seront structurellement plus restrictives.

Le passage à des taux d'intérêt réels à long terme supérieurs à la croissance potentielle :

- v. va réduire l'investissement des entreprises et l'investissement en logements des ménages ;
- vi. va faire apparaître l'excès d'endettement, public et privé, donc la hausse des taux de défaut sur les crédits immobiliers en particulier, et ses risques de crise ;
- vii. va conduire à une correction à la baisse des prix des actifs et des taux d'endettement acceptables, avec à la clé un credit crunch possible ;
- viii. va forcer les gouvernements à réduire les déficits publics.

Ce passage empêchera la correction du sous-investissement des entreprises et en logements, empêchera les États de réaliser les dépenses publiques qui sont pourtant nécessaires. Et on peut se demander si la nécessité des investissements publics (pour la transition écologique et la restauration des services publics) n'entraînera pas un effet d'éviction à l'encontre des investissements privés).

Mais malheureusement, ce scénario est le plus probable.

Sa réalisation imposera aux États de définir des priorités pour les dépenses publiques, ou bien d'accroître la pression fiscale. Il imposera aux entreprises de réduire le rendement exigé de leurs fonds propres pour continuer à investir suffisamment ».

Le risque de « credit crunch » noté par Natixis a bel et bien lieu en ce moment et pour plusieurs mois encore. En effet, on constate de plus en plus à la fois un recul de la demande de crédit par les emprunteurs (les ménages pour leurs acquisitions de logements et les entreprises pour leurs investissements) et un recul de l'offre de crédit par les banques. Les conséquences d'un tel « credit crunch » sont évidemment

négligentes sur le niveau d'activité, avec un impact sur le marché du travail. Il va falloir attendre quelques mois après que les taux d'intérêt aient baissé pour espérer la fin du « credit crunch ».

f. La sobriété énergétique est-elle une bonne politique pour le système économique capitaliste ?

La sobriété est dans toutes les bouches. Les politiques et les institutions internationales s'en sont emparés. Mais en même temps qu'il s'est vulgarisé, nous assistons à un véritable brouillage du message.

Voici que la chasse au gaspi initiée par le gouvernement français le 6 octobre pour affronter les pénuries temporaires du conflit ukrainien est qualifiée de « plan de sobriété ». Voici que l'OCDE s'empare du terme pour évoquer tout ce qui vise à diminuer l'empreinte carbone de nos sociétés. Ce brouillage voile en fait la profondeur de la remise en cause de notre régime de croissance à laquelle engage la sobriété.

- Si la sobriété est juste une chasse au gaspi, essentiellement circonscrite au chauffage des bâtiments ou limitant les transports par le télétravail ou le covoiturage, pour préserver les usages industriels, son impact sur la croissance est très limité :

- 1 il s'agit essentiellement d'économiser des ressources fossiles que nous importons, avec donc un impact dérisoire sur le PIB ;

- 2 ces économies ciblées libèrent de surcroît du revenu disponible qui sera réaffecté à d'autres postes de consommation avec éventuellement un effet positif sur la croissance s'il s'agit de services ancrés sur le territoire.

- Si la sobriété englobe tous les investissements que les pays engagent pour diminuer leur empreinte carbone (isolation thermique, développement des énergies renouvelables ou nucléaires), là encore, elle ne pose pas de question existentielle au capitalisme. Le déclasserment naturel ou accéléré de technologies carbonées et le renouvellement du capital ancien par du capital nouveau s'inscrivent dans la marche même du capitalisme. On peut lui appliquer une lecture schumpetérienne de type destruction créatrice, qui est précisément ce qui a permis jusqu'à ce jour au système de sans cesse se régénérer et de se réinventer ; surmontant l'entropie liée aux rendements décroissants et aux excès de la concentration. La sobriété carbone apparaît même à certains égards comme une aubaine pour les entreprises, puisqu'elle ne cesse de démultiplier les nouveaux besoins : rajoutant une couche de coûts dans le bâtiment, d'expertise et de cahiers des charges coûteux dans les entreprises confrontées à la RSE, conduisant à relocaliser tout un pan de la production d'énergie que nous importons massivement jusqu'ici. Ou encore appelant à remplacer notre parc de machines et de voitures. On arrive alors assez aisément à démontrer dans ce cadre que la sobriété non seulement nous fait économiser des ressources, mais qu'elle nous permet en outre de développer de nouveaux débouchés. C'est tout le discours véhiculé par les tenants de la croissance verte. Et le capitalisme financiarisé, devient même le système le mieux à même d'organiser son @ sans drame.

- Sauf que le sens du mot est dévoyé. Car la sobriété, c'est à la fois beaucoup plus que la chasse anti-gaspi et beaucoup moins que ce qu'entend l'OCDE à travers la sobriété carbone. Jean-Marc Jancovici est très éclairant sur ce point. La sobriété, c'est abandonner délibérément et de façon organisée, des services, des flux physiques, des usages... Consommer ou s'équiper moins donc. Précisément, parce que le concept dont se différencie la sobriété, celui d'efficacité énergétique, ne fait pas le job ; l'efficacité énergétique étant toutes les solutions qui permettent de produire autant ou plus à moindres émissions, autrement dit avec moins d'énergie. Ainsi, investir dans l'isolation, c'est de l'efficacité, c'est pouvoir se chauffer autant à moindre consommation énergétique. Développer l'éolien, le solaire ou le nucléaire, c'est produire autant ou plus en substituant des technologies à d'autres, etc. On est sur le terrain de l'optimisation sur lesquels les économistes sont à l'aise. Et de la confiance dans le progrès technique et dans le pouvoir des signaux prix pour rationner le carbone.

Or, c'est cette double confiance que torpille le concept de sobriété :

- 1 Premièrement, le capitalisme ne dispose pas des ressorts internes pour préserver la biosphère : l'innovation non seulement n'évite pas tous les abus, mais parfois les aggrave, à l'instar du digital, ou anime l'appétit consumériste à grand renfort de marketing.

- 2 Deuxièmement, contrairement à ce que revendique la science économique, il ne s'agit pas seulement d'économiser ou de réallouer les moyens pour préserver le climat, mais aussi de rationner les fins, déplaçant la contrainte de rareté sur les usages humains. Cette idée torpille le fondement même du calcul

économique, dont la vocation est d'optimiser les process pour satisfaire des fins sans cesse renouvelées et augmentées. Économiser les facteurs, nous savons le faire. C'est le but même du calcul économique. Limiter les fins, non. Et dans un capitalisme financiarisé, où tout le métabolisme du financement repose sur les promesses de création de valeur, de plus-values incessantes, la sobriété pose une vraie question existentielle.

On aimerait que la sobriété ne soit qu'une chasse au gaspi assez indolore et l'aiguillon d'une créativité porteuse d'emplois et de croissance. Mais, vraisemblablement, c'est plus que cela. C'est ce que nous devons accomplir par moins de croissance si l'efficacité n'est pas au rendez-vous. Et c'est la dose qui en fera un poison ou non pour le capitalisme. (O. Passet 17/10/22)

Notons que pour France Industrie la flambée de l'électricité et du gaz pourrait entraîner une chute de 10% de la production industrielle au 4^{ème} trimestre 2022. Et les experts d'Allianz Trade estiment qu'« une réduction volontaire de 10% de la consommation d'énergie des ménages et des entreprises retirerait 1,1 point de PIB en France ».

Remarque sur le lien télétravail-productivité : dans l'introduction d'un article paru le 25 janvier 2023 dans « Economie et statistique » on lit : « nous exploitons les résultats d'une enquête de la Banque de France auprès des entreprises françaises sur leur recours au télétravail en 2019 et pendant le premier confinement du printemps 2020. À l'aide d'informations détaillées sur leur bilan et comptes de résultats, nous montrons que celles ayant eu davantage recours au télétravail en 2019 sont en moyenne plus productives et ont globalement mieux résisté à la crise. Elles sont également plus grandes et relativement moins capitalisées, même si les immobilisations en matériels informatiques et en capital incorporel y sont plus élevées que dans les autres entreprises. Les estimations permettent d'évaluer qu'une augmentation globale importante du recours au télétravail à long terme pourrait améliorer la productivité d'environ 10 %. Les résultats montrent aussi des effets non linéaires du télétravail sur la productivité. Les entreprises qui avaient déjà recours au télétravail en 2019 souhaitent plus souvent que les autres l'amplifier dans le futur, et celles qui envisagent de l'amplifier dans le futur envisagent plus souvent que les autres une augmentation de leurs investissements informatiques mais aussi un déménagement ».

Remarquons que selon une enquête de l'Institut Ifo et de Econpol Europe faite dans 34 pays sur le télétravail, il apparaît que ce sont les pays anglo-saxons qui sont à la pointe du télétravail (1,7 jour en moyenne de télétravail par semaine au Canada et 1,5 aux États-Unis au R.U. et aux E.U) et que les pays asiatiques sont à l'autre extrémité du spectre (0,5 Jour au Japon, 0,4 en Corée du Sud). La France se situe plutôt du côté des pays réfractaires, avec une moyenne de 0,6 jour de télétravail par semaine ; mais les Français plébiscitent le travail hybride, alors que les employeurs de prononcent contre la généralisation du télétravail.

2^{ème} Partie : Je suis pessimiste sur la capacité d'analyse actuelle de la science économique

A- Les économistes ont de la peine à expliquer ce qui se passe.

1) « Le krach de la pensée économique » par Laura Raim

Voir l'article de Laura Raim dans la Revue du Crieur, 2015/2 n°2

<https://www.cairn.info/revue-du-crieur-2015-2-page-64.htm>

2) Douze points montrent tout particulièrement en quoi les faits économiques sont autant de défis aux théories de la science économique actuelle :

a- La première anomalie c'est le découplage inédit de la croissance et de l'emploi.

Scruter l'économie française en 2022, c'est scruter une économie évoluant très en dessous de ses capacités (de son potentiel comme on dit). Deux ans et demi, après le Covid, le PIB français se situe à peine 0,9% au-dessus de ses niveaux de fin 2019. Un quasi-surplace qui n'a pas d'équivalent historique et place le PIB très en dessous de sa trajectoire tendancielle pré-covid, considérée déjà comme anémique. Ce que confirme l'OCDE, qui considère le PIB français comme étant encore inférieur de 2% à son potentiel. Ou ce que nous restituent aussi les enquêtes banque de France, sur le périmètre de l'industrie, avec des taux d'utilisation des capacités toujours très inférieurs à leur moyenne historique. Les immobilisations et l'emploi ont résisté dans un premier temps, ce qui aurait dû générer logiquement une situation de sureffectif, défavorable à une reprise de l'emploi ou de l'investissement par la suite. Or ce n'est pas du tout ce que l'on observe. L'emploi est reparti dès la fin 2020, a dépassé ses niveaux d'avant crise dès début 2021 en dépit des rechutes sanitaires, et surplombe désormais de plus de 800 000 ses niveaux pré-covid. Les difficultés de recrutement sont à leurs zéniths. Les intentions d'embauche demeurent positivement orientées jusqu'en août, surtout dans l'industrie, en dépit d'un coup de froid cet été. Et in fine nous parvenons à ce grand paradoxe : sur 3 ans l'économie a connu sa pire performance de croissance de l'après-guerre, alors que les créations d'emplois sur la même période sont à un quasi-record historique, à plus d'un million, niveau qui n'a été dépassé que lors de l'euphorie de la bulle internet au tournant des années 90-2000.

Remarque : cette anomalie est-elle sur le point de disparaître ? On lit le 27 mars 2023 dans le blog de Bruno Coquet, à l'INSEE : « Depuis un an, la croissance économique ralentit et le dynamisme du marché du travail s'atténue. Les créations d'emplois ont continué de progresser vivement en 2022, mais la phase de très forte croissance que nous venons de vivre, entamée en 2015 et à peine mise entre parenthèses durant la crise sanitaire, est en voie de s'achever. Ainsi, depuis le deuxième trimestre 2021 les créations d'emplois sont de moins en moins nombreuses d'un trimestre à l'autre, si bien qu'au dernier trimestre 2022 ce sont seulement 44 000 emplois salariés qui ont été créés, la moins bonne performance depuis fin 2018 si l'on exclut les trois trimestres de confinement.

Lorsqu'un ralentissement des embauches prend forme, ce sont d'abord les groupes les plus à risque sur le marché du travail qui sont affectés, ce qui entraîne généralement un renforcement contracyclique des politiques de l'emploi, afin de contenir la hausse du chômage.

Or, de manière tout à fait inédite, le nombre de bénéficiaires d'un dispositif de politique de l'emploi (sans compter l'activité partielle) n'a jamais été aussi élevé qu'en 2021, alors même que le marché du travail affichait un dynamisme et un niveau inconnus depuis fort longtemps. Après le repli enregistré en 2022, les emplois aidés restent malgré tout à un niveau historiquement très élevé, 5,9% de l'emploi total en 2022 après 7,8% en 2021 soit 1,78 million de bénéficiaires. Un décompte plus large des dispositifs peut même amener le nombre de bénéficiaires à 2,36 millions en 2022, soit 7,9% de l'emploi total après 10,0%

en 2021. (...) Le maintien de subventions à l'emploi bien au-delà de ce que nécessitait la lutte contre les effets de la crise sanitaire a soutenu le rythme des créations d'emplois et contribué à la baisse du taux de chômage, des jeunes en particulier. Ces résultats grisants ont-ils conduit à l'imprévoyance ?

Le marché du travail est en train de ralentir. La Banque de France prévoit une hausse du taux de chômage à 7,5% fin 2023 et même 8,1% en 2024. C'est dans ces phases du cycle que la politique de l'emploi est généralement actionnée, prioritairement pour préserver l'accès à l'emploi des populations les plus à risque de chômage. Mais l'heure n'est plus à l'expansion budgétaire débridée, et partant d'un stock d'emplois aidés et de dépenses encore à très haut niveau, il sera certainement difficile d'accélérer la politique de l'emploi. *De facto*, le budget 2023 qui prévoit au mieux un maintien des crédits alloués aux différents dispositifs, pourrait entraîner un repli des entrées en contrats aidés, et même une baisse pour l'apprentissage. (...) ».

b- Deuxième anomalie : découplage aussi entre endettement et croissance.

Le Flash Economie n°442 de Natixis fait l'analyse suivante de ce découplage :

« De 2007 à 2022, le taux d'endettement public a progressé de 66 % du PIB à 118% du PIB aux États-Unis et de 66% du PIB à 97% du PIB dans la zone euro. Sur la même période (fin 2007 à fin 2022), le taux d'endettement des entreprises non financières a augmenté de 40 % du PIB à 48 % du PIB aux États-Unis, de 84% du PIB à 103% du PIB dans la zone euro ; enfin, aujourd'hui de la fin de 2007 à la fin de 2022, le taux d'endettement des ménages est passé de 93 % du PIB à 73% du PIB aux États-Unis, de 51% du PIB à 55% du PIB dans la zone euro.

Quand on regarde la croissance de l'économie, entre 2002 et 2007, elle était de 2,8 % par an en moyenne aux États-Unis, de 2,0 % par an en moyenne dans la zone euro ; de 2008 à 2022, elle était de 2,1 % par an en moyenne aux États-Unis, de 1,2 % par an en moyenne dans la zone euro.

Pourquoi y a-t-il un ralentissement de la croissance alors que les taux d'endettement ont beaucoup augmenté ?

Les explications les plus vraisemblables sont :

- la survenue de crises répétitives (subprimes, zone euro, Covid), qui ont forcé les États à utiliser des politiques budgétaires stimulantes ; on peut relier la crise des subprimes à la hausse de l'endettement des ménages de 2002 à 2007, la crise de la zone euro à l'arrêt de la circulation des capitaux après la crise des subprimes entre les pays de la zone euro ;
- le fait que l'endettement des entreprises n'a pas financé une hausse de leur taux d'investissement, au contraire, celui-ci est plus bas après 2008 qu'avant ; l'endettement des entreprises a financé des rachats d'actions, des acquisitions ;
- le fait que l'endettement des ménages n'a pas financé une hausse des investissements en logements (au contraire, ceux-ci sont nettement plus bas après 2008 qu'avant), mais a continué à financer la hausse des prix de l'immobilier.

Ce sont donc les crises de tous types et le fait que l'endettement ne finance plus une hausse des investissements des ménages ou des entreprises, mais finance la hausse des prix des actifs, qui aboutissent à la situation où l'endettement en hausse cohabite avec une croissance réelle en baisse ».

c- Troisième anomalie : après deux chocs contraires majeurs, les agents privés conservent une situation d'aisance financière qui défie les pronostics.

Rappelons-nous nos raisonnements implacables au moment du premier confinement. Effondrement de la rentabilité, mur des faillites etc. L'avenir des entreprises était noir, et dans leur sillage, celui des ménages. Et pour aggraver le tableau, les entreprises doivent absorber depuis fin 2021 le double choc de la surchauffe des matières premières et des salaires. Or, les résultats d'exploitation, l'autofinancement des entreprises se maintiennent à haut niveau, en dépit du reflux des aides. Une aisance que confirment les données bancaires les plus récentes sur le niveau de cash des agents privés : le niveau d'épargne financière, notamment la composante la plus liquide, demeure à des niveaux atypiquement élevés. Le

résultat recouvre bien sûr de fortes disparités au plan individuel, mais il n'en bouscule pas moins nos représentations standards.

d- Quatrième anomalie, alors que l'inflation s'infiltré de plus en plus profondément dans l'économie, que les taux d'intérêt remontent, que la récession mondiale paraît inévitable, les Bourses vacillent mais résistent encore sur leur niveau d'avant Covid, ou même au-dessus dans le cas américain.

Elles évitent la grande culbute maintenant que la maison flambe, alors même qu'avant Covid, planait déjà la crainte d'un Big One, qu'une simple étincelle était supposée déclencher. Derrière cette étonnante résistance, une autre anomalie majeure. Des taux d'intérêt dont le niveau défie ce que nous croyions savoir sur leur mode de formation. Jusque dans les années 2000, la règle de Taylor fournissait un repère sommaire du niveau de taux à court terme équilibrant le marché. Une règle qui disait en substance qu'un taux court intègre à minima l'inflation courante pour protéger les épargnants, plus une prime sanctionnant le fait que l'inflation s'écarte de sa cible et que l'activité s'éloigne de son sentier soutenable non inflationniste. Si l'on appliquait cette règle aujourd'hui, les taux courts devraient voisiner 14% aux États-Unis et 12% en Europe. Une estimation qui permet de prendre la mesure de l'anomalie actuelle, et du caractère dérisoire des petites remontées de taux initiées par les banques centrales à ce jour. Le psychodrame qui entoure le durcissement actuel voile mal le fait que la finance n'a plus aucun encrepage monétaire.

Bref, l'économie contemporaine, mettant en échec nos représentations standards dominées par le paradigme de l'équilibre, qui ont la vie dure, emboîte les déséquilibres, des déséquilibres qui eux aussi ont la vie dure. Et plus que jamais nos outils d'analyse, nous poussent à la faute d'interprétation et à la production de fake news, attendant une mise à jour sans cesse reportée.

e- Cinquième anomalie : le prix de l'énergie a perdu son caractère cyclique.

Dans le passé, un ralentissement cyclique mondial faisait reculer le prix de l'énergie (du pétrole, du gaz naturel), et ce caractère cyclique du prix de l'énergie était stabilisant pour les pays importateurs d'énergie (de pétrole et de gaz naturel).

Aujourd'hui :

- le prix du gaz naturel reste élevé même quand l'activité est faible, avec l'arrêt des exportations de gaz naturel russe vers l'Europe et la compensation de cet arrêt par des achats de gaz naturel de l'Europe auprès d'autres fournisseurs ;
- le prix du pétrole reste élevé même quand la demande mondiale de pétrole s'affaiblit, puisque les pays de l'OPEP ont compris qu'il fallait réguler la production de pétrole pour en maintenir un prix élevé même lorsque la demande de pétrole s'affaiblissait.

On ne peut donc plus aujourd'hui compter sur un ralentissement de la croissance pour réduire l'inflation par le recul du prix de l'énergie ; ce mécanisme stabilisant est perdu.

Notons que la hausse du prix des énergies fossiles a deux effets contradictoires sur la question même du climat puisque d'un côté elle encourage la transition énergétique en même temps que de l'autre elle incite les compagnies pétrolières et gazières à continuer à investir dans les énergies fossiles.

f- Spécialement en France, il y a une conjonction curieuse entre une évolution a priori favorable, l'augmentation de l'emploi (taux de chômage en baisse et taux d'emploi en hausse) et une évolution défavorable, celle du déficit du commerce extérieur ; c'est ce que l'on appelle parfois la maladie hollandaise.

Cette maladie traduit une mauvaise déformation de la structure de l'économie de l'industrie vers les services, surtout peu sophistiqués. La France connaît en effet une poursuite de la contraction de la production industrielle et du recul de l'emploi industriel dans l'emploi total, avec corrélativement le développement des services aux personnes et du tourisme. Comme le poids de l'industrie recule, le commerce extérieur se détériore et que cela se fait au profit des services, d'une part le capital se déplace de l'industrie vers les services, d'où le recul des investissements des entreprises, et d'autre part la qualité des emplois se dégrade et les gains de productivité reculent.

Remarque importante : pourquoi le chômage diminue alors que la croissance reste faible

Il peut sembler étonnant que le chômage continue à baisser alors que la croissance reste faible. L'explication principale semble être la suivante : la baisse du taux de chômage est essentiellement celle du taux de chômage des moins qualifiés ; or, les moins qualifiés sont ceux qui ont la plus faible productivité. Cela s'explique essentiellement par le remplacement de l'industrie par les services. Par conséquent, le retour à l'emploi des peu et moins qualifiés fait certes baisser le taux global de chômage mais n'augmente pas pour autant significativement le niveau d'activité macroéconomique puisqu'ils ont une faible productivité.

Quatre remarques dans la remarque :

1-Un argument amène à nuancer cette explication : la baisse du taux de chômage cause aux entreprises des problèmes de recrutement qui les poussent à faire des progrès de productivité pour répondre à la demande.

2-Comme le ralentissement de la productivité aux États-Unis et dans la zone euro depuis 2018 s'accompagne d'une croissance soutenue de l'emploi, spécialement de l'emploi peu qualifié, et d'un affaiblissement de l'investissement, ce ralentissement signifie une substitution de l'emploi peu qualifié au capital productif ; ce qui risque d'enclencher un cercle vicieux défavorable à l'activité, en quantité et en qualité.

3-Une étude de Natixis (Flash Economie n°294 du 19/5/2023) montre que « si le recul observé, depuis les années 1990, des gains de productivité dans les pays de la zone euro a l'effet de conduire les entreprises à une croissance plus rapide de l'emploi, ce recul est moins grave que si l'effet positif sur l'emploi est faible ou inexistant et si le recul des gains de productivité a provoqué essentiellement un recul de la croissance du PIB.

Nous avons observé que le recul des gains de productivité a essentiellement pour effet de faire reculer la croissance du PIB en Allemagne, en France, en Italie, dans l'ensemble de la zone euro, et n'a pas pour effet de stimuler l'emploi.

Le cas de l'Espagne est particulier ; en raison de l'importance de la bulle immobilière, associée à un recul de la productivité, dans les années 2000-2008, et de l'explosion de cette bulle immobilière en 2008, le recul des gains de productivité est associé en Espagne à une forte progression de l'emploi et du PIB.

4-Une autre étude de Natixis (Flash Economie n°488) présente un grand intérêt parce qu'elle met l'accent sur la composante structurelle du chômage. Si la baisse des gains de productivité est un facteur qui explique que le chômage - global - continue à baisser malgré une croissance très molle, cette étude montre que, par contre, le chômage structurel croît à cause de cette baisse des gains de productivité : « le recul des gains de productivité a provoqué une hausse du taux de chômage structurel de 3,8 points aux États-Unis et de 2,4 points dans la zone euro ».

Non seulement cette donnée relativise le satisfecit sur l'évolution du chômage mais aussi fait deviner les difficultés que l'on va rencontrer pour s'attaquer au « noyau dur » du chômage.

g- Il y a avec la crise actuelle inversion des rôles traditionnels entre politique monétaire et politique budgétaire.

La BCE est confrontée à une certaine impuissance face à l'inflation actuelle, essentiellement parce que celle-ci a des sources exogènes et qu'une forte élévation de ses taux mettrait très à mal la solvabilité budgétaire des États qui sont dans leur large majorité très endettés. Alors, ceux-ci, au risque d'aggraver la situation de leurs finances publiques et de soutenir excessivement la demande, sont contraints d'utiliser leur politique budgétaire pour lutter, certes non pas contre l'inflation elle-même mais contre ses effets délétères sur les ménages et sur les entreprises : c'est environ 500 milliards d'euros, soit 3% du PIB qui ont été mis jusqu'à maintenant dans ce que l'on appelle les « boucliers ». Cela ne fait que placer les Banques centrales dans une position encore plus intenable puisque ces mesures encouragent la hausse des prix.

Notons que le problème posé aux banques centrales et aux responsables des finances publiques peut être énoncé de la manière suivante :

Face à l'inflation, les banques centrales ont le choix entre deux attitudes : ou elles décident de s'attaquer farouchement à l'inflation, donc en élevant substantiellement leurs taux directeurs, mais cela forcerait les

États à s'attaquer de leur côté à leurs déficits, avec pour conséquence une baisse de l'activité, ou elles décident d'accepter que l'inflation soit plus élevée et maintiennent donc des taux bas mais au risque de voir le prix des actifs monter dangereusement et s'éroder la valeur de l'épargne en particulier des plus modestes (cette option est facteur d'inégalités patrimoniales puisque les plus aisés verraient augmenter la valeur de leur patrimoine en actions et immobilier tandis que les plus modestes verraient au contraire se réduire la valeur de leur par la baisse des cours des obligations qui occupent souvent une part relativement importante de leur épargne).

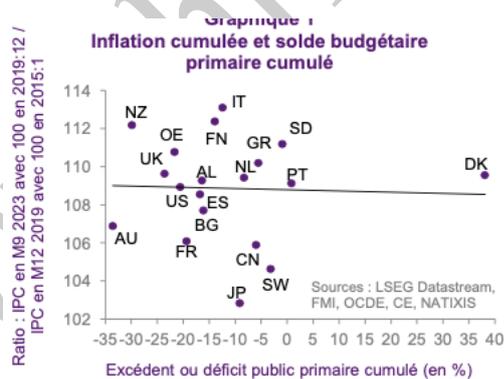
On comprend qu'aucune de ces deux options ne soit vraiment satisfaisante mais que la meilleure solution est sans doute de choisir la seconde à condition que les pouvoirs publics mènent une politique budgétaire active en privilégiant des mesures redistributives, avec aussi une fiscalité qui régularise le prix des actifs. Cette inversion des rôles entre PM et PB résulte de choix politiques plus ou moins subis et non pas de raisonnements économiques. Il n'y a que les tenants de la « théorie monétaire moderne » qui ont défendu une telle inversion mais ils le font en réalité d'une tout autre façon puisqu'ils défendent l'idée que la PM doit financer la croissance et le plein emploi et que la PB doit non pas augmenter les dépenses publiques mais au contraire réduire les impôts pour faire baisser la demande.

h- La politique budgétaire expansionniste n'est pas fondamentalement une cause d'inflation.

Pour faire face à la crise du Covid et maintenant aux conséquences de la guerre en Ukraine, les États ont mis en place des politiques budgétaires très expansives. On aurait pu penser que cela ait pour conséquence une élévation du taux d'épargne dans l'optique d'augmenter la demande par la suite, d'où l'inflation constatée par la suite. Mais ce n'est pas ce qui s'est passé : la demande privée ne s'est pas emballée et, de plus, l'origine principale de l'inflation est la hausse des prix de l'énergie.

i- La « théorie fiscale du niveau des prix » n'est pas actuellement vérifiée.

Selon cette théorie, quand la soutenabilité de la dette publique est mise en cause, la hausse du niveau des prix doit permettre de réduire le montant réel de la dette publique de façon à ce qu'elle devienne soutenable, c'est-à-dire au niveau des excédents budgétaires primaires actualisés. Alors, certes, il y a bien un sursaut de l'inflation entre 2020 et 2023, mais il n'y a pas corrélation entre le déficit budgétaire observé dans cette période et le supplément d'inflation :



j- Contrairement à la doxa économique, la régulation contracyclique est actuellement assurée non pas par la politique budgétaire mais par la politique monétaire.

En effet, la politique budgétaire doit rester constamment expansionniste puisqu'apparaissent de nouveaux besoins structurels de dépenses publiques ; ce qui « oblige » la politique monétaire de s'y substituer dans ce rôle. Seulement, on rencontre un grave problème puisque ce policy mix trouve ses limites dans l'obligation qu'ont les banques centrales de lutter contre l'inflation en élevant leurs taux, ce qui peut déboucher sur une nouvelle crise des dettes souveraines (2022 est la pire année depuis la 2^{ème} guerre mondiale pour les marchés de la dette et les taux à 10 ans franchissent des seuils de plus en plus élevés). Par-dessus le marché, les Bourses mondiales accusent le coup (Wall Street connaît son 5^{ème} pire début d'année depuis 1928 et le marché des changes s'en trouve bouleversé (le dollar ne cesse de monter, l'euro

atteint son plus bas niveau depuis 20 ans et le yen est tellement faible que la banque centrale japonaise intervient sur le marché des changes pour la 1^{ère} fois depuis 24 ans).

Le risque serait bien d'opter pour le mix japonais avec des PB et PM toutes les deux expansives mais avec le risque d'une forte instabilité financière (crise des dettes et aussi crise financière par éclatement des bulles spéculatives).

Mais,

De toute façon, cette politique économique du Japon « nécessiterait un ajustement très important de l'organisation de la politique économique de la zone euro pour pouvoir y être menée : disparition de l'indexation des salaires aux prix, politique budgétaire légèrement restrictive dans les périodes d'inflation, politique macroprudentielle très active pour éviter les déséquilibres financiers dans les périodes d'inflation où les taux d'intérêt réels sont négatifs, indifférence vis-à-vis du taux de change.

Il faudrait de plus que les chocs inflationnistes soient transitoires et non durables.

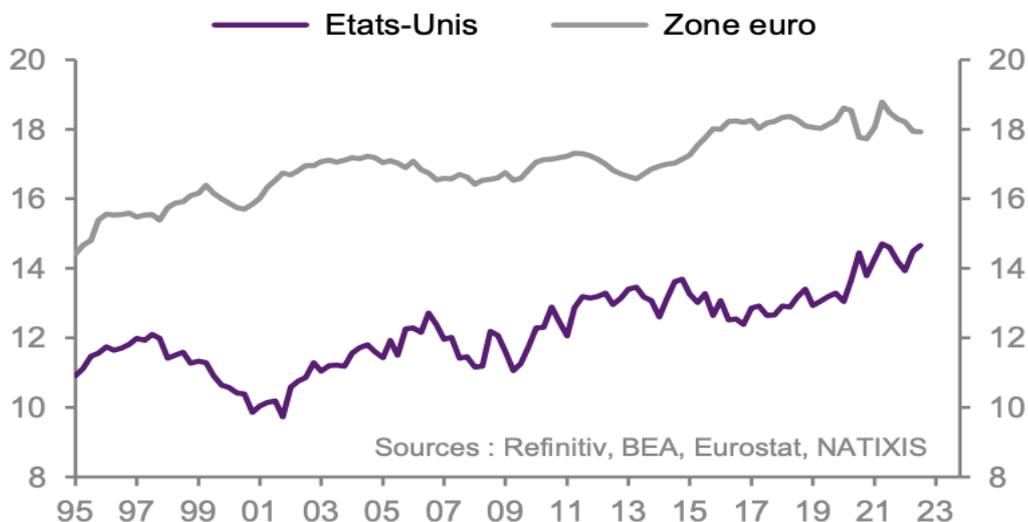
Ces évolutions institutionnelles de la zone euro sont très peu probables, en particulier le recul de l'indexation des salaires aux prix et une politique budgétaire ne compensant pas tout le recul du pouvoir d'achat dans les périodes d'inflation.

De toute façon, l'Europe est depuis longtemps concrètement amenée à suivre et à subir la politique économique américaine avec PM et PB toutes deux restrictives...

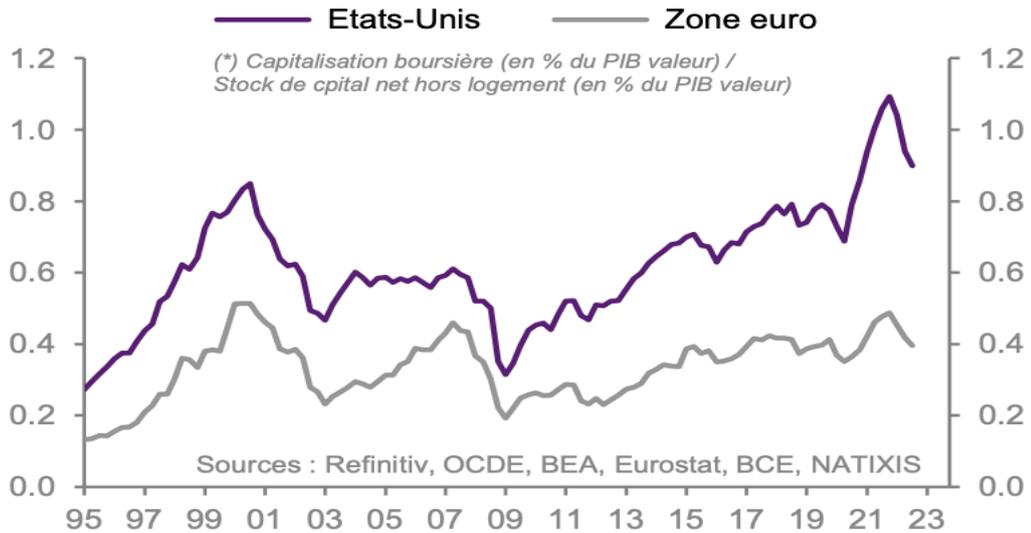
k- Autre anomalie : bien qu'il y ait hausse du taux de profit des entreprises et augmentation du Q du Tobin, on constate un net recul du taux d'investissement net.

Rappelons que le Q de Tobin est le rapport entre la valeur boursière d'une entreprise et la valeur de remplacement de son capital fixe (bâtiments, équipements, etc.) : si Q est >1, le marché anticipe une profitabilité de ses investissements au-delà du coût et l'entreprise a donc intérêt à investir. C'est pourquoi, en principe, l'investissement croît avec Q.

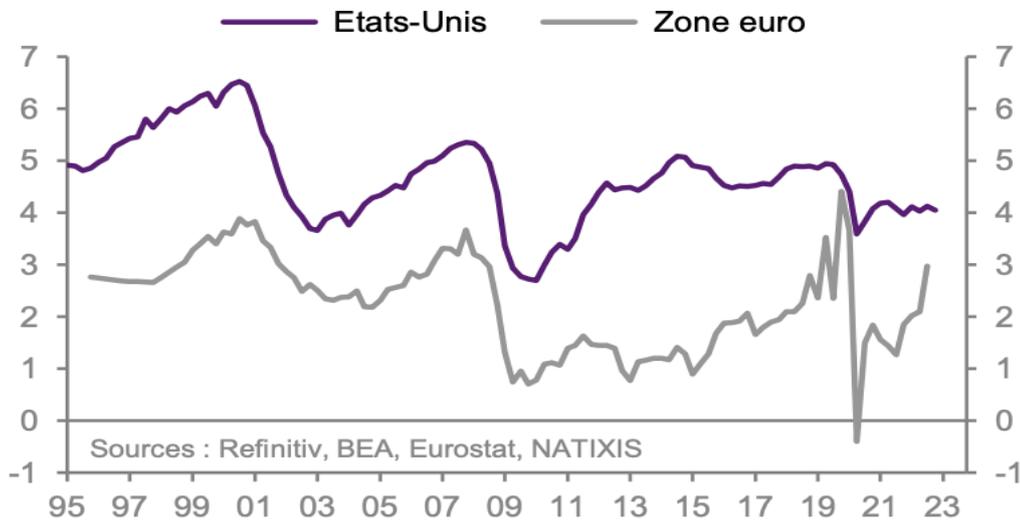
Profits après taxes et intérêts, avant dividendes (en % du PIB valeur)



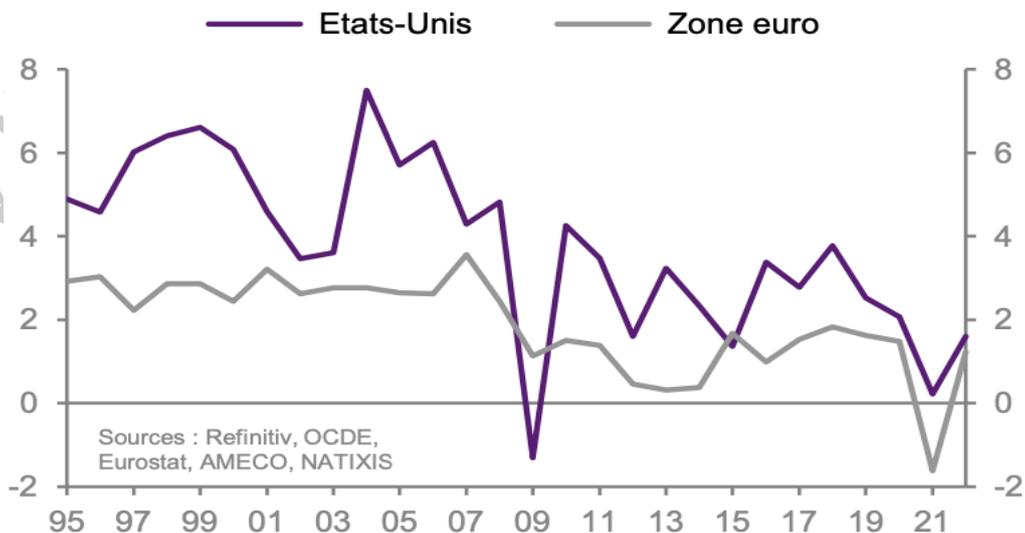
Q de Tobin*



Investissement net total des entreprises (valeur, en % du PIB valeur)



Stock de capital net volume hors logement (en % par an)

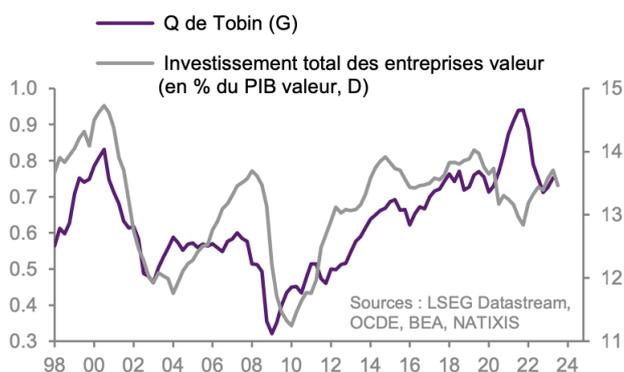


Peut-on expliquer cette anomalie ?

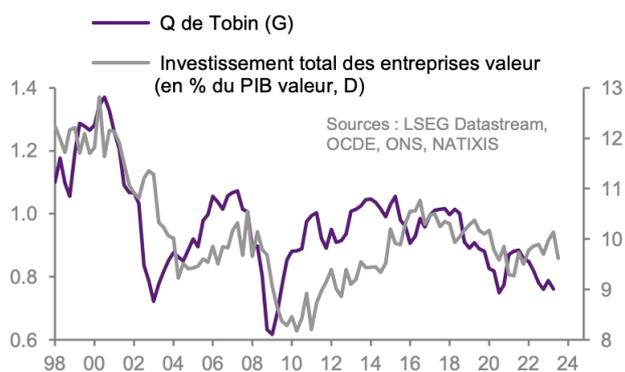
Cette anomalie s'explique par le fait que les entreprises se servent de leur profitabilité pour faire autre chose que d'investir : premièrement, elles rachètent de leurs propres actions, ce qui est favorable pour leurs actionnaires à plusieurs titres. Cela leur fournit de la trésorerie, leur apporte un plus grand pourcentage du capital de l'entreprise, fait progresser le cours de l'action et le bénéfice par action. Deuxièmement, les entreprises achètent aussi des biens immobiliers et troisièmement, elles réalisent des fusions et acquisitions d'entreprises : elles préfèrent donc pratiquer de la croissance externe plutôt que de la croissance interne.

Remarque : l'anomalie notée ci-dessus se constate effectivement quand on met en relation le Q de Tobin et l'évolution de l'investissement net, mais elle n'existe plus quand le lien est fait entre le Q de Tobin et l'investissement total :

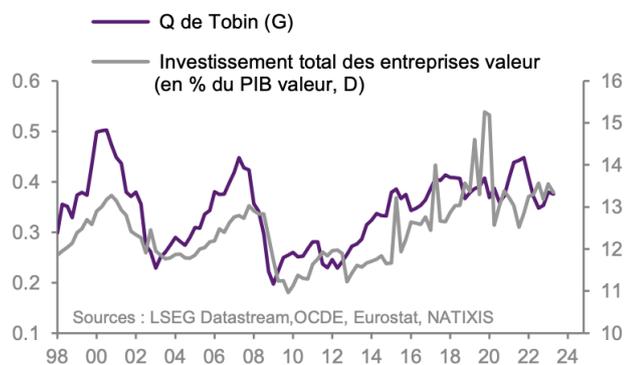
Graphique 1a
Etats-Unis : Q de Tobin et investissement total des entreprises



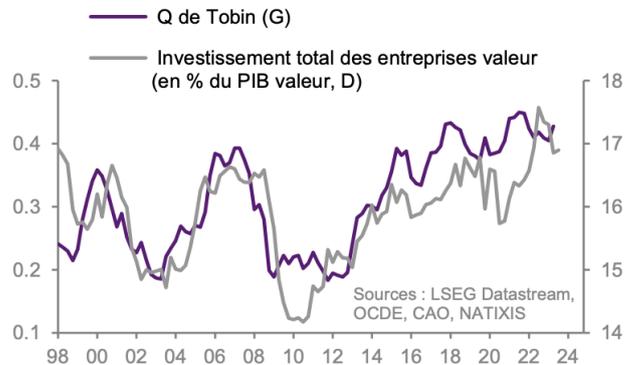
Graphique 1b
Royaume-Uni : Q de Tobin et investissement total des entreprises



Graphique 1c
Zone euro : Q de Tobin et investissement total des entreprises



Graphique 1d
Japon : Q de Tobin et investissement total des entreprises



I- Le principe d'équivalence ricardienne n'est pas observé partout

Selon ce principe, quand les dépenses publiques et la dette publique augmentent, il y a équivalence entre le financement par les impôts et le financement par l'endettement, parce que ce dernier est anticipé comme l'annonce d'impôts futurs, ce qui amène les agents privés à augmenter leur épargne.

Ce mécanisme fonctionne effectivement aux États-Unis, au Japon et dans la plupart des pays de la zone euro (y compris la France) mais pas en Allemagne. En Espagne et en Italie, ce ne sont pas les ménages qui épargnent davantage mais les entreprises.

m- La Courbe de Phillips existe-t-elle encore ?

Selon l'article publié dans Les Echos du 31 mars 2023 par le grand économiste américain Larry Summers et par Alex Domash (de la Harvard Kennedy Scholl), la situation économique actuelle des États-Unis (très faible taux de chômage et réduction de la croissance des salaires) pourrait laisser penser que la

Courbe de Phillips a disparu, puisque selon la théorie qu'explique cette courbe, le resserrement constaté des conditions sur le marché du travail aurait dû accélérer la hausse des salaires.

Rappelons que la courbe de Phillips exprime le relation décroissante et non linéaire entre chômage et taux de croissance des salaires dans sa version initiale de 1958 et la relation décroissante entre chômage et inflation dans ses extensions (bien sûr les épisodes de stagflation, comme celui du milieu des années 1960 et années 1970, infirment la loi de Phillips).

Ce débat revêt une importance cruciale, qui dépasse les seules joutes entre économistes, puisqu'il s'agit de déterminer si la Réserve fédérale doit resserrer encore davantage la politique monétaire en 2023 pour ramener l'inflation à sa cible de 2 %. L'analyse standard de la courbe de Phillips suggère qu'un resserrement supplémentaire est nécessaire. Mais si le modèle est erroné et que l'inflation salariale diminue d'elle-même, la Réserve fédérale pourrait ne pas avoir à resserrer sa politique. Nos recherches académiques suggèrent que la courbe de Phillips reste un outil utile, puisque le ralentissement de l'inflation des salaires au cours des derniers trimestres est un retour à la normale après une hausse des rémunérations anormalement élevée en 2021 et 2022. L'inflation en 2022 était de 5,1 % pour l'ensemble des salariés et de 5,3 % pour les travailleurs productifs et non cadres. Ces chiffres sont nettement supérieurs aux prédictions de notre modèle. L'écart entre les prévisions du modèle et l'inflation observée est dû à des effets ponctuels, tels que des **problèmes sur les chaînes d'approvisionnement** et des chocs de réallocation, qui ont entraîné une inflation salariale temporaire supérieure à ce qui aurait été prévu.

En somme, les lacunes de la courbe de Phillips viennent de sa difficulté à prédire la très forte croissance des salaires en 2022, et non de son incapacité à tenir compte du ralentissement de l'inflation des salaires au cours des derniers mois. Qu'est-ce que cela signifie pour l'inflation américaine cette année et la nécessité, ou non, d'un nouveau resserrement monétaire ? Au cours des derniers mois, la croissance des salaires a montré des signes de ralentissement par rapport à la fin de 2021 et au début de 2022, ce qui a conduit certains experts à suggérer qu'il est possible d'obtenir une nouvelle désinflation avec moins de capacités inutilisées sur le marché du travail que ne l'indiquent les modèles traditionnels. Notre recherche nous incite au contraire à penser que le ralentissement de la croissance des salaires observé au quatrième trimestre de 2022 n'est pas une tendance qui se poursuivra. En se concentrant sur les niveaux de salaires, plutôt que sur l'inflation salariale, il est normal de s'attendre à un certain ralentissement de l'inflation salariale, car les salaires aux Etats-Unis sont aujourd'hui d'environ 2,5 % supérieurs à ce qui aurait été prévu compte tenu de la flexibilité accrue du marché du travail au cours des dernières années. En d'autres termes, le ralentissement de la croissance des salaires est en réalité un retour de l'inflation salariale au rythme qu'un modèle standard de la courbe de Phillips prédirait. (...) Au cours de l'année à venir, notre modèle prévoit une hausse des salaires supérieure à 4 %. Sans augmentation de la productivité ou compression des marges, il est peu probable que des niveaux aussi élevés de croissance des salaires soient compatibles avec une cible d'inflation de 2 %, ce qui nous donne à penser qu'un assouplissement supplémentaire du marché du travail est probablement nécessaire au cours de la prochaine année.

Ce thème de la courbe de Phillips reste bien présent dans les analyses faites au cours de cette année 2023. Ainsi, le 3 juillet Natixis fait paraître un Flash Economie (n°393) pour expliquer pourquoi « Le “soft landing” n'existe pas surtout en l'absence de gains de productivité ». On sait en effet qu'il y a reculé depuis un certain temps de la productivité du travail dans la zone euro et aux États-Unis, ce qui explique non seulement qu'il y a toujours des créations d'emplois alors que la croissance économique est faible mais aussi que les coûts salariaux unitaires connaissent des hausses rapides. Or cela favorise un taux d'inflation en augmentation. Pour que ce taux diminue, il faut au contraire que la progression des salaires diminue pour le moins, et pour cela, il faudrait que le taux de chômage augmente. Pour que le taux d'inflation revienne à 2%, l'équipe de Natixis estime que le taux de chômage devrait monter s'élever de 8,6 points dans la zone euro (de 6,3 points aux États-Unis). Il est bien certain qu'avec de tels chiffres, un « soft landing » n'est pas possible. Et surtout, cela montre à nouveau qu'une augmentation de la productivité est une nécessité absolue.

Remarque : dans un Flash Economie de décembre 2023 (n°724), les experts de Natixis se posent la question : « quel est le lien entre l'inflation et le taux de chômage ? » :

« Nous nous demandons quelle remontée du taux de chômage serait nécessaire pour faire reculer jusqu'à 2% l'inflation et l'inflation sous-jacente. Nous voyons que la désinflation qui est aujourd'hui observée ne peut pas être causée par la remontée du chômage. Elle a donc d'autres causes :

- aux États-Unis, le recul des prix de l'énergie et de l'alimentation, les gains de productivité ;
- dans la zone euro, le recul de l'inflation est lié à celui de la baisse des prix de l'énergie et des aliments non transformés et au recul, à partir du 3^{ème} trimestre 2023, des marges bénéficiaires des entreprises.
- la baisse des prix des importations explique une baisse de 0,6 point de l'inflation sur un an au 3^e trimestre 2023 aux États-Unis et de 1,9 point de l'inflation sur un an au 3^e trimestre 2023 dans la zone euro.

n- L'inversion des courbes de taux n'annonce pas forcément une récession.

Pour de nombreux analystes et investisseurs, l'inversion des courbes de taux est annonciatrice d'une récession ; ce qui explique que la forte inversion actuelle leur fait anticiper une récession. Mais cela n'est plus le cas depuis le début des années 2000. Il faut donc cesser de faire de l'inversion des courbes de taux un indicateur avancé de l'évolution conjoncturelle.

o- Les innovations n'entraînent pas forcément des gains de productivité

Dans un article de juillet 1987, Robert Solow (prix Nobel d'économie la même année) s'étonne de « voir des ordinateurs partout, sans f dans les chiffres de la productivité », ce qui en effet était contraire à l'idée de base selon laquelle une innovation technique doit logiquement conduire à des gains de productivité, selon laquelle le progrès technique doit normalement se traduire par des progrès de la productivité du travail. Mais il démontrait que la révolution informatique infirmait cette sorte de loi économique : d'où le nom de « paradoxe de Solow » donné à sa démonstration. Ce paradoxe de la productivité s'est répété à propos d'internet. Et il y a beaucoup de chances qu'il se répète à propos de l'Intelligence artificielle (IA).

p- « Les nouveaux concepts flous des économistes ».

Dans Les Echos du 10 mars 2023, l'éditorialiste Éric Le Boucher signe un article avec ce titre. Voici ce qu'il dit à propos de 4 concepts qu'il choisit à dessein pour montrer à quel point certains concepts économiques peuvent manquer de pertinence.

« Les banques centrales se calent, expliquent-elles, sur un taux d'intérêt "neutre", ou "naturel", qui correspond à la position N dans une boîte de vitesses automobile : ni la marche avant ni la marche arrière ne sont enclenchées. Ce taux serait autour de 1 % dans la zone euro et de 3 % aux États-Unis. En théorie, ce taux est celui de l'équilibre entre épargne et investissement. Mais comme le relève Patrick Artus, ce taux ne sert à rien car l'équilibre aujourd'hui ne se fait plus par les taux d'intérêt mais par l'ajustement de la balance courante (Flash Economie, 15 décembre 2022). Surtout, ce sont les banques centrales qui dirigent l'ensemble de la courbe des taux et que donc le taux neutre est lui aussi fixé par elles. Tautologie : la banque se cale sur un taux qu'elle fabrique elle-même.

L'inflation "sous-jacente" est elle aussi rigolote. Elle a servi il y a deux ans à la grande majorité des économistes pour affirmer que le retour de la hausse des prix n'était dû qu'à l'énergie et aux manques de puces électroniques et qu'elle était en conséquence "provisoire". Si l'on sort ces matières exceptionnellement en feu, le reste, les prix "sous-jacents", sont calmes. Comme l'inflation persistait, les économistes américains ont sorti de l'indice d'autres "exceptions", comme le prix des voitures d'occasion. Mais tautologie ici aussi, souligne Paul Krugman dans le "New York Times" (3 mars) : si on sort ce qui bouge, reste par construction ce qui ne bouge pas. Comme, de surcroît, l'agence statistique américaine modifie ses façons de compter, les indices passés sont eux-mêmes révisés, ce qui met à terre toutes les prévisions. D'où les bévues à répétition des économistes sur le retour de l'inflation : ils ne l'ont pas vu venir, ils ne comprennent pas pourquoi elle s'entête à persister.

La croissance "potentielle" est également un concept peu solide mais qui sert beaucoup à la Commission de Bruxelles pour "noter" les plans budgétaires des États membres. D'où un débat sans fin entre Paris et Bruxelles pour savoir ce qu'on met dedans. Idem pour les fameuses "réformes structurelles", mantra du

FMI comme de l'Europe. De quoi parle-t-on ? De celles qui améliorent la croissance "potentielle". Le serpent du flou se mange la queue. Le retour de l'inflation a engendré une sœur des deux précédentes : les dépenses "anti-inflationnistes". Ce sont celles qui font du bien au futur économique, qui ne creusent que "provisoirement" (encore !) la dette et qu'il faut sortir des critères de Maastricht. Le débat, on l'aura compris, est celui du keynésianisme : faut-il investir plus dans l'écologie ou la technologie pour augmenter la croissance "potentielle" future, laquelle permettra de rembourser les dettes ou est-ce une promesse de rigolo ?

Le protectionnisme "intelligent" est le concept adoré par les populistes car il promet la lune : relocaliser les emplois mais sans que les prix des produits n'augmentent. Supprimer la mondialisation sans coût inflationniste. Vaste blague ».

q- « Cette "Science" économique qui perd le contact avec les enjeux réels »

Olivier Passet (Xerfi Canal, 18 janvier 2024) :

« Plus que jamais l'économie souffre de son repli disciplinaire sur elle-même. La critique n'est pas nouvelle, pour ne pas dire qu'elle est banale. Karl Polanyi pointait déjà en 1944, dans son célèbre ouvrage « La Grande Transformation », la tendance de l'économie de marché autorégulée à se concevoir comme un corpus autonome, soumettant toute la société à sa loi.... En s'emparant de sujets de plus petite échelle, d'ordre micro-économique, en s'intéressant davantage à l'hétérogénéité des comportements, en donnant la part belle aux expériences naturelles, la science économique peut donner le sentiment d'avoir modéré sa prétention hégémonique sur les autres disciplines. Mais à négliger le dialogue avec ces dernières, elle fait du surplace sur au moins deux enjeux décisifs : celui de la transformation climatique et sur la question liée de la place à accorder aux objectifs de croissance et de productivité.

L'absence d'interdisciplinarité pour analyser la transition climatique

L'enjeu de la transition climatique est par excellence un champ sur lequel le dialogue interdisciplinaire devrait être considéré comme incontournable. Au lieu de cela, nombre d'économistes préfèrent laisser croire que le problème est morcelable et peut entièrement se résoudre via les instruments propres à leur discipline, autrement dit des taxes, des permis négociés sur un marché, et des subventions. Chacun dans son champ fait ce qu'il a à faire : aux ingénieurs les questions d'ingénieur, aux climatologues, les questions de climat, aux sociologues les questions de société, etc... Quel est le résultat de cette prétention à tenir les manettes du pilotage tout en faisant l'impasse sur les autres domaines de connaissance ? Une résistance sociale qui, à force d'être traitée comme le mur de l'ignorance, ne fait que s'exacerber et un marécage cognitif qui, plutôt que de bâtir un consensus propre à l'action efficace, instaure le doute permanent affaiblissant la légitimité des politiques climatiques. Comment croire au pilotage du processus, quand les ingénieurs pointent la non soutenabilité du tout électrique du point de vue des ressources nécessaires, quand le coût, l'impact écologique ou les besoins de recyclage attenants aux énergies alternatives et aux systèmes de stockage demeurent encore débattus, quand l'innovation, bien plus qu'elle ne résout l'équation climatique, produit un nouveau monstre énergivore à travers la course digitale, etc... Résultat, l'économie dans son abstraction nous dit d'aller dans une direction, tout en restant brumeuse sur les techniques, les rapports de production ou la société qui en découle.

Jamais le lien entre innovation / productivité / croissance n'a été aussi distendu

En s'en remettant avec une confiance aveugle à l'innovation, en continuant à placer la croissance et la productivité au cœur de ses objectifs, comme si de rien n'était, l'économie, dans sa version orthodoxe du moins, dévoile l'autre impensé ou plutôt l'autre non repensé de la discipline. Robert Solow connaissait la force d'attraction intellectuelle de son modèle de croissance équilibré. Mais ayant mis en valeur le fait que l'essentiel de la croissance était imputable au résidu qui porte son nom, il était conscient aussi que le progrès technique demeurerait la part mystérieuse et difficilement manipulable des économies. Sur cette part, il se contentait de faire des hypothèses, suggérant que l'investissement nouveau était un des vecteurs de propagation les plus efficaces du progrès technique, ralliant aussi, sans confiance excessive, les propositions de Romer et Lucas sur le fait qu'une partie du progrès technique pouvait être endogénéisée, via plus d'éducation, plus de R&D, etc. Mais s'il avait pointé en 1987 le paradoxe de la productivité, le faible impact visible des ordinateurs sur la croissance et la productivité c'était aussi pour souligner le

temps de latence et toutes les incertitudes qui entourent le lien entre innovation et croissance, pleinement conscient de tous les aspects sociétaux et institutionnels, non quantifiables qui agissent sur ce lien. Or jamais, ce lien entre innovation / productivité / croissance n'a été aussi distendu. Et jamais, l'objectif même de croissance n'a été autant contesté. En s'emparant de la question écologique sans sortir de leur discipline, nombre d'économistes s'en remettent à un effet magique, celui de l'innovation, quand l'urgence ne laisse plus place aux jeux de hasard. Esquivant la question du comment (selon quelles techniques, quelles filières, quel rythme, quel aménagement du territoire, etc.), ils deviennent coresponsables de la grande procrastination climatique. S'ouvrir, travailler le doute, affronter efficacement les défis contemporains. La science économique ne progressera pas sans sortir de son silo méthodologique ».

Note : La veille, le mercredi 17 janvier, à Davos, la Présidente de la BCE Christine Lagarde a elle-même attaqué de manière virulente les économistes en parlant de « clique tribale » qui ont une « foi aveugle » dans des modèles qui n'ont souvent qu'un lointain rapport avec la réalité.

B- Alors, que nous apprennent malgré tout les faits ?

1) Les faits se caractérisent par un net basculement économique.

Les économies des pays de l'OCDE ont montré dans la période récente leur capacité à basculer brutalement d'un régime d'abondance (et donc d'absence d'inflation) à un régime de rareté (et d'inflation).

En 2019, les pays de l'OCDE montraient une économie d'abondance : malgré la forte activité et le taux de chômage bas, l'inflation restait faible parce que l'offre de biens, celle de matières premières et celle de travail avaient suivi la demande.

En 2021-2022, 2 ans après, l'inflation devient très forte, avec l'insuffisance de l'offre de matières premières (énergie, métaux et matières premières agricoles, transport maritime et semi-conducteurs), déclenchée par la déformation de la structure de la demande des services vers les biens, qui déclenche une hausse de la demande de ces matières premières nécessaires à la fabrication des biens, puis renforcée par la guerre en Ukraine.

On voit donc qu'en deux ans, l'économie des pays de l'OCDE peut passer d'une économie d'abondance sans inflation à une économie de rareté et inflationniste.

Le rapport produit cette année par la Banque mondiale, « Falling Long-Term Growth Prospects » (<https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/4e93ba6a-dbe4-4907-9c76-4caa4f004db7/content>) laisse peu d'espoir sur la croissance que l'on va avoir dans les prochaines années. C'est clair dès son introduction :

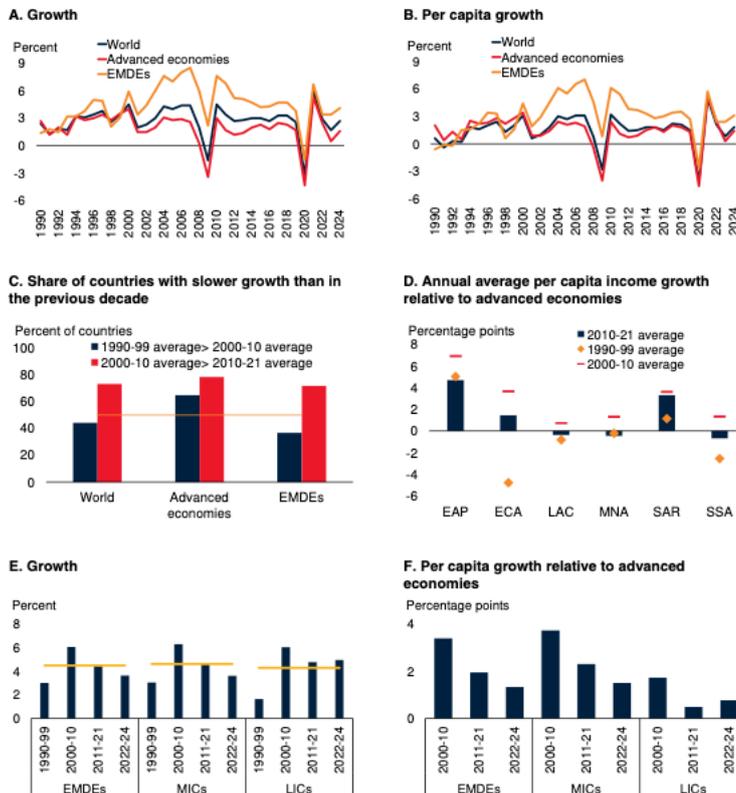
« Partout dans le monde, un ralentissement structurel de la croissance est en cours : selon les tendances actuelles, le taux de croissance potentiel mondial - le taux maximal auquel une économie peut croître sans déclencher d'inflation - devrait tomber à son plus bas niveau en trois décennies pendant le reste des années 2020. Presque toutes les forces qui ont propulsé la croissance et la prospérité depuis le début des années 1990 se sont affaiblies, et pas seulement à cause d'une série de chocs sur l'économie mondiale au cours des trois dernières années. Les taux de croissance de l'investissement et de la productivité totale des facteurs sont en baisse. La main-d'œuvre mondiale vieillit et augmente plus lentement. La croissance du commerce international est beaucoup plus faible aujourd'hui qu'elle ne l'était au début des années 2000. Le ralentissement pourrait être encore plus prononcé si des crises financières éclataient dans les grandes économies et se propageaient à d'autres pays, car ce type d'épisodes entraîne souvent des dommages durables à la croissance potentielle. Une baisse persistante et généralisée des perspectives de croissance à long terme met en péril la capacité des économies de marché émergentes et en développement (EMDE) à lutter contre la pauvreté, à lutter contre le changement climatique et à atteindre d'autres objectifs de développement clés. Ces défis appellent une réponse politique ambitieuse aux niveaux national et mondial. Le ralentissement peut être inversé d'ici la fin des années 2020, si tous les pays reproduisent certains de leurs meilleurs efforts politiques des dernières décennies et les accompagnent d'une importante poussée d'investissement fondée sur des cadres macroéconomiques solides. Stimuler le capital humain et la participation de la main-d'œuvre et réaliser des investissements judicieux liés au climat

peuvent également faire une différence mesurable dans l'amélioration des perspectives de croissance. Des actions politiques audacieuses au niveau national devront être soutenues par une coopération transfrontalière accrue et un financement substantiel de la communauté mondiale ».

Le rapport est complet et dense. Peu après l'introduction, on trouve les schémas suivants, très instructifs :

FIGURE 0.1 Growth

Growth has slowed sharply—in aggregate and per capita terms and in the majority of countries—from its elevated rates in the early 2000s. The pace of per capita income convergence toward advanced economies has slowed in all EMDE regions.



Source: World Bank.
Note: EMDEs = emerging market and developing economies.
A.B. Projections for 2023-24. GDP-weighted averages (at 2010-19 average exchange rates and prices).
C. Yellow horizontal line indicates 50 percent.
D. EAP = East Asia and Pacific; ECA = Europe and Central Asia; LAC = Latin America and the Caribbean; MNA = Middle East and North Africa; SAR = South Asia; SSA = Sub-Saharan Africa.
E.F. MICs = Middle-income countries; LICs = low-income countries. GDP-weighted averages (at 2010-19 average exchange rates and prices). Unbalanced sample of up to 105 MICs and 26 LICs. Projections for 2022-24 from the World Bank's January 2023 *Global Economic Prospects* report.

2) Quelles conséquences a ce basculement ?

Dans le régime d'abondance sans inflation, la politique monétaire peut être expansionniste, les taux d'intérêt peuvent être bas et, en conséquence :

- les taux d'endettement optimaux peuvent être élevés ; cela s'est vu pour l'endettement privé de 2003 à 2008 et pour l'endettement public de 2010 à 2019 ;
- la valorisation des actifs est élevée, reflet des taux d'intérêt bas.

Puis, brutalement, l'économie bascule dans le régime de rareté et d'inflation élevée : cela fait monter les taux d'intérêt, fait baisser les taux d'endettement optimaux et la valorisation des différents actifs.

Mais le passage de taux d'endettement optimaux élevés à des taux d'endettement optimaux bas et d'une valorisation élevée à une valorisation basse des actifs est très dangereux : il impose un désendettement des agents économiques privés et des États, il conduit à des pertes en capital importantes pour les détenteurs d'actifs (actions, immobilier, entreprises...). On ne voit que le début aujourd'hui de l'effet sur les prix d'actifs du changement de régime.

Alors, faudrait-il planifier l'évolution des prix des matières premières ?

Car, si l'évolution des prix des matières premières (énergie, produits industriels, produits agricoles, transports, semi-conducteurs...) pouvait être planifiée, prévue à l'avance, il n'y aurait plus de changement de régime conduisant à un changement majeur du niveau d'inflation. Il n'y aurait plus alors de

modification brutale des niveaux optimaux d'endettement, des valorisations des actifs, donc de la solvabilité des agents économiques, l'économie ne pourrait plus passer d'un régime sans inflation à un régime d'inflation, étant en permanence dans un régime intermédiaire.

Mais cette planification des prix, donc des productions qui satisfont convenablement les demandes, des produits de base (matières premières, capacité de transport, semi-conducteurs), s'est toujours révélée impossible à réaliser.

Les producteurs et les acheteurs de matières premières (au sens large) ne se coordonnent pas. Les producteurs changent de stratégie : tantôt désirant obtenir un prix stable pour empêcher le recul de la demande ou l'apparition d'un produit substituable à la matière première de départ ; tantôt désirant exploiter leur situation de monopole et obtenir des marges élevées. Les conflits géopolitiques modifient les stratégies des pays. La structure de la demande évolue de manière brutale et qu'il n'est pas possible d'anticiper.

Il faut probablement se résigner à continuer à observer ces changements brutaux de régime pour la détermination des prix des matières premières, de l'inflation, des taux d'intérêt.

3) Les risques des taux d'intérêt élevés

a- Jusqu'où vont monter les taux d'intérêt ?

« Nous nous demandons à quel niveau de taux d'intérêt (pour le taux repo sur l'euro) la BCE va monter les taux de la zone euro. Cela dépend de la vitesse de baisse de l'inflation sous-jacente : la BCE ne peut probablement pas accepter une inflation sous-jacente de la zone euro supérieure à 2 % à la fin de 2024. On peut inférer de la lecture des dernières prévisions de la BCE qu'elle anticipe une inflation hors énergie et alimentation de 2,6 % à la fin de 2024 (interpolation entre 2,8 % prévus par la BCE en 2024 et 2,4 % prévus en 2025). Notons aussi que cette prévision d'inflation est basée sur des anticipations très optimistes des gains de productivité.

Il faudrait donc que la BCE réduise l'inflation sous-jacente de la fin de 2024 de 60 points de base. Nos estimations économétriques conduisent alors à anticiper une hausse de 240 points de base par rapport au niveau présent du taux repo c'est-à-dire un taux repo stabilisé à 4,9 %. Concluons qu'il faut au moins que la BCE augmente son taux directeur de 200 points de base (à 4,5 % à la fin du 1^{er} semestre 2023) pour ramener l'inflation proche de l'objectif d'inflation à la fin de 2024, avec un délai d'action estimé de la politique monétaire sur l'inflation sous-jacente de 1 an à 1 an et demi. Cette hausse nécessaire des taux d'intérêt dans la zone euro sera plus importante si les gains de productivité restent quasiment nuls, comme en 2022 ». Il faut espérer que ces estimations économétriques intègrent la faiblesse, voire la disparition des gains de productivité (que l'on constate d'ailleurs de part et d'autre de l'Atlantique), dans la mesure où la conséquence est qu'aucun gain de productivité ne permet d'amortir les hausses de salaires et que donc la baisse de l'inflation sous-jacente s'en trouve forcément limitée. Conséquence : il est peu probable que l'on assiste très prochainement à une baisse des taux directeurs de la BCE.

Ce qu'il faut également souligner, c'est la politique de réduction de son bilan dans laquelle la BCE va s'engager dès le mois prochain puisqu'elle confirme qu'elle va réduire le volume des titres détenus par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (asset purchase programme, APP). C'est une opération importante et délicate dans la mesure où, si elle était trop rapide et forte, elle pourrait mettre à mal la solvabilité budgétaire de certains États. En tous les cas, les pays européens fortement endettés devront être plus attentifs aux réactions des marchés financiers puisque, devant moins compter sur la BCE, ils seront forcément amenés à se financer bien davantage sur les marchés.

Note : de même que l'on vient de se poser la question du taux « terminal » de la BCE, on peut aussi de poser la question de savoir quel sera déficit public « maximum » dans les pays de la zone euro à moyen terme. Tout comme pour la précédente question, Natixis propose une réponse à la question :

« Nous pensons que les taux d'intérêt réels à long terme vont retrouver leur niveau positif de la période 2002-2007, en raison de la réaction de la BCE à une inflation et à une inflation anticipée structurellement plus fortes, d'une volatilité plus forte des taux d'intérêt à long terme, de la disparition du Quantitative Easing. Parallèlement, la croissance potentielle de ces grands pays est faible, avec le recul des gains de productivité.

Il en résultera que la soutenabilité de la dette publique exigera le retour à un déficit public :

- de 2,5 % du PIB contre un déficit prévu de 2,1 % du PIB en 2023 en Allemagne (il n'y aura pas de contrainte en Allemagne) ;
- de 4,3 % du PIB contre un déficit prévu de 5,3 % du PIB en 2023 en France ;
- de 2,9 % du PIB contre un déficit prévu de 4,7 % du PIB en 2023 en Espagne ;
- de 4,3 % du PIB contre un déficit prévu de 4,7 % du PIB en 2023 en Italie.

Le niveau très bas du taux de chômage dans les grands pays de la zone euro conduit à anticiper que cette réduction du déficit public sera difficilement procurée par une baisse supplémentaire du taux de chômage qui réduise le déficit cyclique et qui accroisse les recettes fiscales, qu'elle devra venir d'une baisse du déficit public structurel.

Cette baisse sera difficile à réaliser, d'après nos calculs, en France et en Espagne ».

b- Si les taux venaient à dépasser le taux de croissance potentielle il y aurait danger d'une crise de la dette souveraine

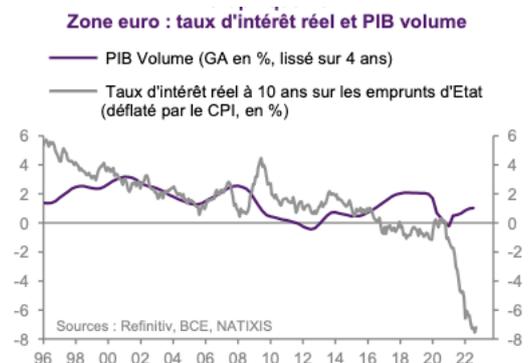
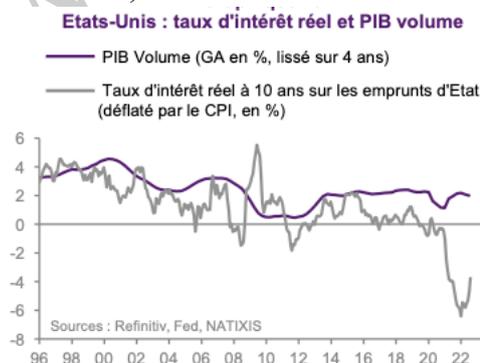
Il existe deux régimes très différents en ce qui concerne les dettes publiques et les prix des actifs (actions, immobilier, valeur des entreprises) :

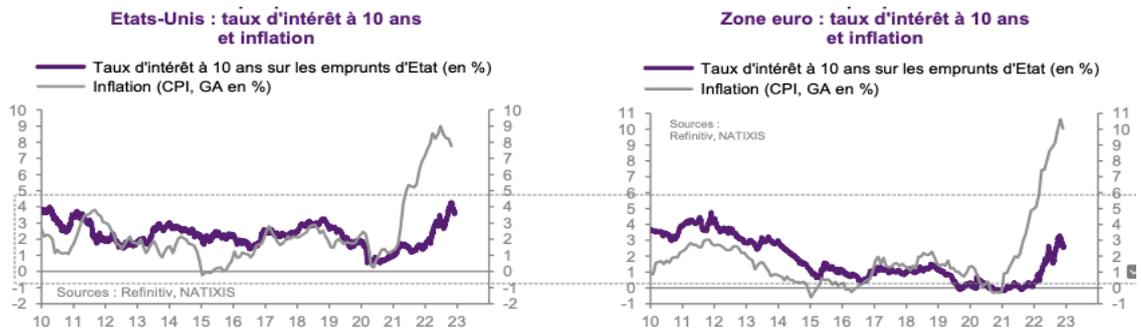
- le régime où les taux d'intérêt réels à long terme sont inférieurs à la croissance potentielle ; dans ce régime, les contraintes de soutenabilité des dettes publiques disparaissent et les prix des actifs ont une valeur arbitrairement élevée ;
- le régime où les taux d'intérêt réels à long terme sont supérieurs à la croissance potentielle ; dans ce régime, réapparaissent les contraintes de soutenabilité des dettes publiques (il faut alors qu'il y ait un excédent budgétaire supérieur au produit de la dette par l'écart entre taux d'intérêt réel et taux de croissance potentielle), et les méthodes de valorisation usuelles des actifs (les actifs valent la somme actualisée des revenus futurs qu'ils procurent).



Ce serait donc un changement considérable si le régime où les taux d'intérêt réels sont supérieurs à la croissance potentielle réapparaissait ; la probabilité de cette transition, compte tenu de l'environnement économique, n'est certainement pas nulle.

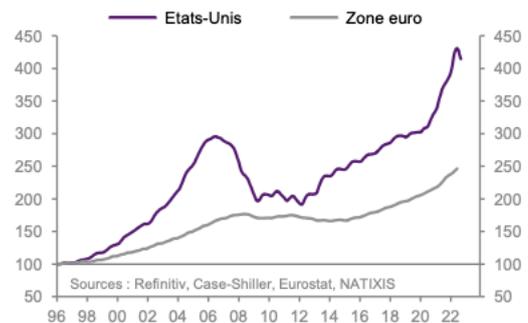
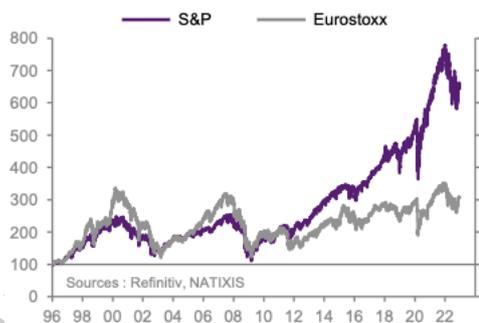
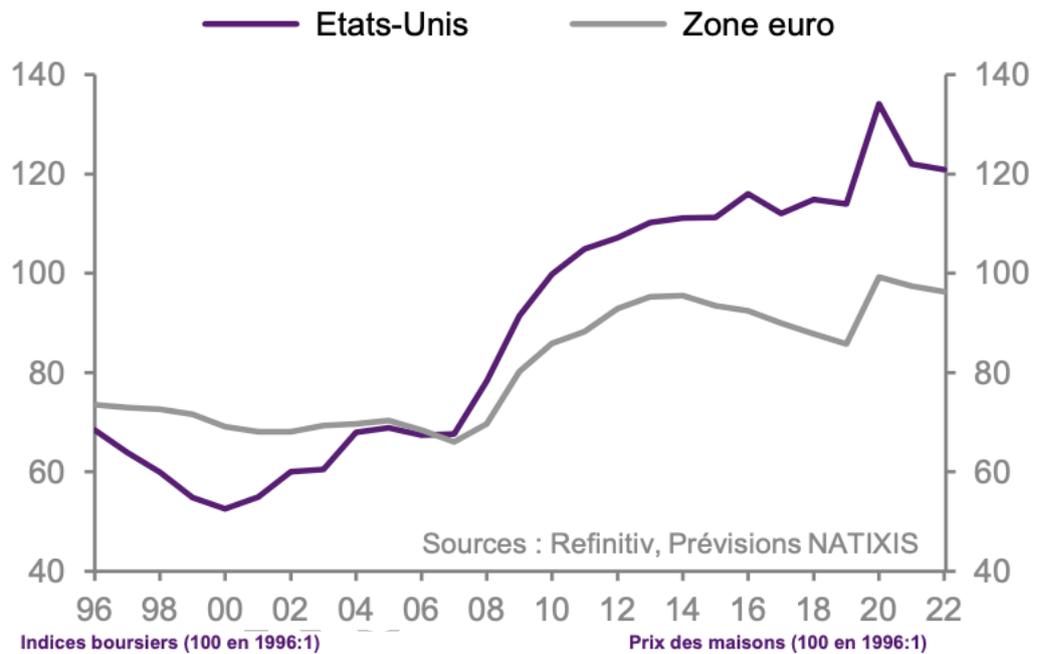
Pour l'instant, la situation, est :





Dans une situation pareille, rien ne retient les États à s'endetter, de même d'ailleurs que pour les autres agents non financiers, ménages et entreprises, et les prix des actifs augmentent fortement :

Dettes publiques (en % du PIB valeur)



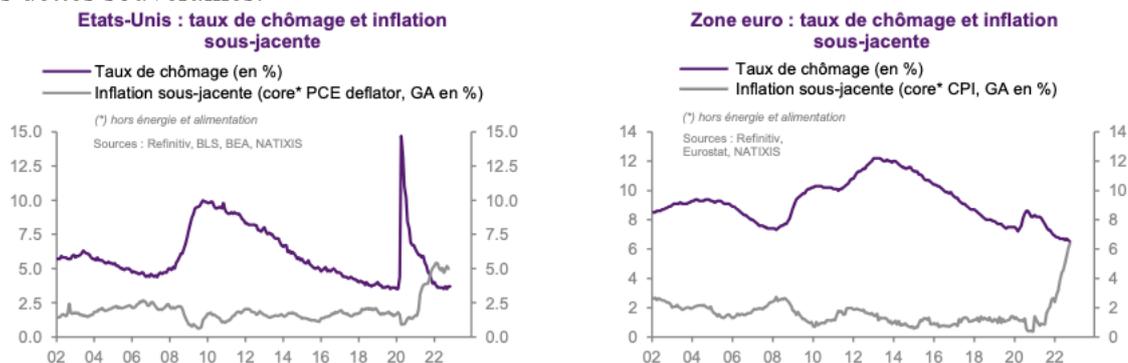
Si, à cause d'une poursuite de l'inflation, et si elle devient de surcroît encore plus forte, les banques centrales durcissent considérablement leur politique monétaire, le risque n'est pas négligeable que les taux réels deviennent supérieurs à la croissance potentielle. Cette évolution annoncerait alors des temps particulièrement difficiles.

Or, il y a bien ce risque et conséquemment une impasse...

- Le risque est que les taux puissent excéder effectivement la croissance potentielle.

En effet, pour lutter efficacement l'inflation il faudrait que les banques centrales élèvent leurs taux bien plus qu'auparavant, s'il s'avérait que deux mécanismes jouent contre elles : d'abord, l'effet de ces hausses sur la restriction de la demande, et donc sur le chômage, est peut-être affaibli, et ensuite, l'effet de la hausse du chômage sur les salaires et donc sur l'inflation est lui-même peut-être affaibli aussi (affaiblissement généralisé du jeu de la « courbe de Phillips », et cela à partir des années 2010. S'il en était ainsi, il ne serait pas raisonnable de ne compter que sur la politique monétaire pour réduire l'inflation

si l'on veut éviter des hausses de taux trop fortes ; et le risque serait alors celui d'une crise des dettes, notamment des dettes souveraines.



Certaines études montrent, avec l'appui de ces schémas, qu'effectivement les effets de Courbe de Phillips se sont affaiblis.

Mais d'autres analyses estiment au contraire que ces effets sont restés stables (sur les différentes périodes depuis le milieu des années 1990).

Ces analyses présentent d'ailleurs l'intérêt de décomposer ces effets en deux sous-effets :

- le sous-effet du chômage sur les hausses de salaires (courbe de Phillips à proprement parler) : ce sous-effet s'est affaibli aux États-Unis mais est resté stable en zone euro ;
- le sous-effet des hausses de salaires sur l'inflation (sous-jacente) (courbe de Phillips augmentée) : ce sous-effet a augmenté aux États-Unis mais est resté stable en zone euro.

Globalement, comme aux États-Unis les deux sous-effets se sont compensés, l'effet Courbe de Phillips a été stable de part et d'autre de l'Atlantique.

• Plus généralement, en luttant contre l'inflation on pourrait entrer dans une impasse.

En effet, pour que l'inflation sous-jacente recule, il faut que le taux de chômage passe au-dessus du taux de chômage structurel, ce qui n'est pas le cas en ce moment : non seulement le taux de chômage effectif est très bas mais l'augmentation du prix des importations et la stagnation de la productivité élèvent le taux de chômage structurel.

Il faut donc qu'il y ait nécessairement ralentissement économique, presque forcé.

Mais quatre mécanismes peuvent limiter ce ralentissement :

- le retard pris dans les créations d'emplois en raison des difficultés de recrutement ;
- la désépargne qui soutient la consommation ;
- la hausse des investissements liés à la transition énergétique ;
- le recul des prix de certaines matières premières dont l'offre s'est développée.

Alors, comment faire pour que l'inflation sous-jacente diminue, même si le taux de chômage reste inférieur au taux de chômage structurel ? La seule solution semble être la prise en charge par l'État d'une partie de l'inflation et de la hausse des salaires (pour éviter les effets de second tour). Par exemple en prenant en charge une partie de la facture énergétique que devraient payer les ménages. Mais on comprend que cette politique soit source de difficultés majeures pour les finances publiques ; d'où une impasse !

Zone euro : inflation sous-jacente (core* CPI, GA en %)



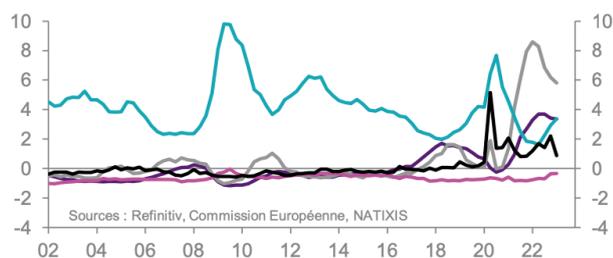
L'insuffisance de l'offre de biens et services est relatée par une enquête européenne :

Graphique 1a

Zone euro : facteurs limitant la production du secteur industriel (en écart-type par rapport à la moyenne*)

— Difficultés d'embauche — Equipements matériels
— Contraintes financières — Insuffisance de la demande
— Autres

(*) Données centrées réduites



Graphique 1b

Zone euro : facteurs limitant la production du secteur de la construction (en écart-type par rapport à la moyenne*)

— Difficultés d'embauche — Equipements matériels
— Contraintes financières — Insuffisance de la demande
— Autres

(*) Données centrées réduites



Graphique 1c

Zone euro : facteurs limitant la production du secteur des services (en écart-type par rapport à la moyenne*)

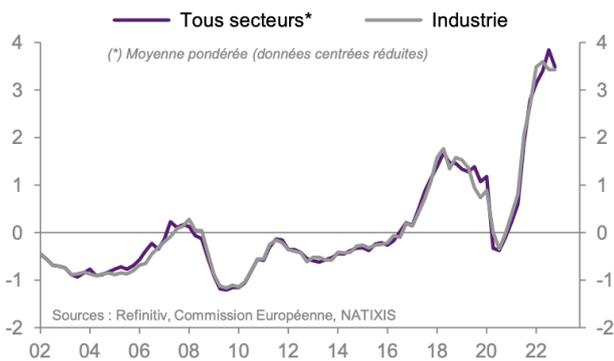
— Difficultés d'embauche — Equipements matériels
— Contraintes financières — Insuffisance de la demande
— Autres

(*) Données centrées réduites

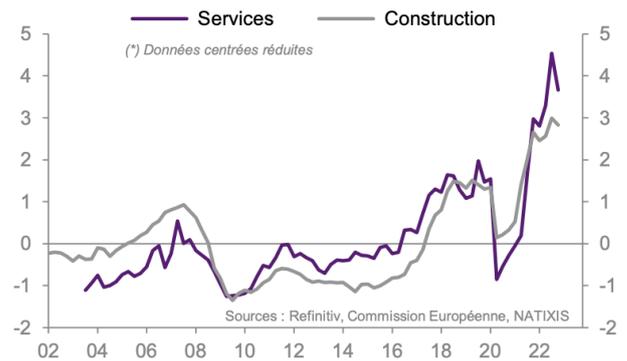


L'insuffisance de l'offre de travail est démontrée par une autre enquête, qui concerne les difficultés de recrutement :

Graphique 2a
Zone euro : entreprises ayant des difficultés de recrutement (en écart-type par rapport à la moyenne*)



Graphique 2b
Zone euro : entreprises ayant des difficultés de recrutement (en écart-type par rapport à la moyenne*)



Cette insuffisance de l'offre relativement à la demande s'explique essentiellement par les prix élevés de l'énergie, ce qui entraîne la hausse des prix des transports, des équipements ménagers, de l'hôtellerie et de la restauration, par l'insuffisance de l'investissement des entreprises, par la hausse des taux de marge bénéficiaire des entreprises, par l'indexation retardée des salaires aux prix et par le recul de la productivité du travail.

Dans un tel contexte, on peut douter que la politique monétaire restrictive de la BCE soit la plus adaptée pour faire baisser l'inflation sous-jacente dans la mesure où elle risque d'amplifier l'insuffisance des investissements. On pourrait par exemple par des politiques adéquates tenter de transformer en investissement le cash très important détenu par les entreprises et qui ne cesse d'augmenter depuis 2001.

Trois remarques importantes :

- L'inflation sous-jacente, qui a constamment monté depuis le début 2022, au point d'être plus élevée que la hausse du prix du PIB (qui tient pourtant compte du prix des importations) et que la hausse des salaires et du coût salarial unitaire, n'est pas due à une hausse trop forte de la demande de biens et services mais au contraire à une insuffisance relative de l'offre de biens et services et de l'offre de travail (la comparaison entre EU et zone euro montre que l'inflation sous-jacente est plus forte et plus résistante ici que là).
- Les raisonnements tenus ici privilégient la distinction entre inflation totale et inflation sous-jacente, qu'il faut d'ailleurs relativiser comme c'est dit plus haut puisque la hausse des prix de l'énergie et des biens alimentaires se diffusent forcément à l'ensemble de l'économie. Mais il est une autre décomposition possible de l'inflation selon ses causes : inflation salariale, inflation par hausse des prix relatifs des importations et inflation par hausse des marges bénéficiaires des entreprises (notons que l'évolution des marges bénéficiaires est différente selon les secteurs économiques ; dans certains, elles augmentent mais dans d'autres elles diminuent (voir le Flash Economie de Natixis n°482)).

Le Flash Economie de Natixis du 23 décembre 2022 (n°852) précise à ce sujet :

« Comparant [sur une bonne douzaine d'années] les États-Unis et la zone euro, nous voyons :

- que l'inflation vient, dans la période la plus récente, pour 3,5 points de l'inflation salariale, pour - 0,3 point de la hausse du prix relatif des importations et pour 3,6 points de la hausse des marges bénéficiaires des entreprises aux États-Unis ;
- qu'elle vient, dans la période la plus récente, pour 4,5 points de l'inflation salariale, pour 6,9 points de la hausse du prix relatif des importations et pour 0 point de la hausse des marges bénéficiaires des entreprises dans la zone euro ».

Notons que si les marges des entreprises devaient se maintenir et a fortiori progresser et que le pouvoir de négociation des salariés augmente à cause de tensions de plus en plus marquées sur le marché du travail, on irait vers des niveaux d'inflation plus élevés et pour un certain temps.

- On vient de voir en quoi des taux d'intérêt réels positifs peuvent être générateurs de crise. Mais le raisonnement inverse peut être également défendu : en effet, des taux positifs obligerait les États à réduire leur déficit et à tout faire pour que leurs dettes soient soutenables, l'épargne serait non plus taxée mais rémunérée et, sortant des taux anormalement bas, on quitterait la zone de la trappe monétaire.

c- Risque imminent de krach ?

Pour commencer, rappelons la prédiction faite par Jacques Attali en avril 2023 d'une crise financière qui menace à cause d'une crise profonde de l'économie américaine (voir plus haut). On doit aussi mentionner le Policy brief n° 113, également d'avril 2023, déjà mentionné plus haut, dont le dernier paragraphe, qui s'intitule « le retour du risque financier », est le suivant :

« Le resserrement monétaire a fait resurgir le risque financier à l'échelle de la planète. Les difficultés de certaines banques américaines – qu'elles soient liées à une réglementation déficiente ou à des erreurs de gestion – rappellent que les hausses de taux d'intérêt peuvent affecter la rentabilité bancaire. Quand bien même, les quelques faillites observées au cours des dernières semaines ne provoqueraient pas de crise bancaire globale, le risque demeure présent. Les prix d'actifs ont également réagi à la hausse des taux, ce qui pourrait se traduire par un dégonflement des bulles ayant pu caractériser certains marchés. Les prix immobiliers se retournent notamment aux États-Unis mais la comparaison avec la crise de 2008 est prématurée. Aux États-Unis, l'endettement des ménages a été fortement réduit, ce qui devrait limiter les risques de défaillance. Les banques de la zone euro semblent également moins exposées à un effet de contagion en provenance des États-Unis. Inversement, l'endettement des entreprises s'était déjà accru avant la crise de la Covid, ce qui avait suscité quelques inquiétudes. Les garanties apportées par les États pour amortir les conséquences de la mise sous cloche des économies ont ajouté une nouvelle strate d'endettement privé mais également public. Dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés, les contraintes de désendettement pourraient être plus sévères, ce qui se traduirait par un ralentissement plus durable de la demande.

Du côté des émergents, le resserrement monétaire américain est aussi une source de fragilité. L'attractivité retrouvée des placements en dollars devrait avoir pour contrepartie une sortie de capitaux des pays émergents et au pire un arrêt brutal des financements étrangers. Ce risque émergent ne semble actuellement pas non plus se matérialiser mais force est de constater que les fragilités financières se sont accrues ».

Dans Les Echos du 7 décembre, Nouriel Roubini considère que le krach est inévitable.

« L'économie mondiale vacille, menacée par la convergence sans précédent d'une crise économique, d'une crise financière et d'une crise de la dette, après l'explosion des déficits, de l'emprunt et de l'endettement au cours des dernières décennies.

Dans le secteur privé, la montagne des dettes englobe celle des ménages (contractée par exemple sous forme de prêts hypothécaires ou de prêts à la consommation), celle des entreprises et des sociétés, celle enfin du secteur financier (passif des institutions bancaires et non bancaires). Dans le secteur public, la dette comprend les obligations émises par l'administration centrale, provinciale ou locale, et d'autres formes de passif, comme les dettes implicites, allant des régimes de retraite par répartition aux systèmes de soins de santé - qui toutes continueront de croître à mesure que la population vieillit.

Si l'on ne considère que les dettes explicites, les chiffres, déjà, sont astronomiques. Au niveau mondial, le total de la dette des secteurs privé et public par rapport au PIB est passé de 200 % en 1999 à 350 % en 2021. Ce rapport est désormais de 420 % en moyenne dans les économies avancées et de 330 % en Chine. Aux États-Unis, il est de 420 %, plus élevé que durant la Grande Dépression ou après la Seconde Guerre mondiale.

Certes, la dette peut dynamiser l'activité économique si les emprunteurs investissent dans des équipements (machines, logements, infrastructures publiques) dont les rendements sont plus élevés que le coût de l'emprunt. Mais l'essentiel de l'emprunt ne sert qu'à financer sur le temps long des dépenses de consommation au-dessus des revenus - ce qui est un ingrédient de la faillite, tout comme les projets d'infrastructure grandioses mais inutiles.

Ce surendettement s'accumule depuis des décennies, et pour plusieurs raisons. La démocratisation des financements a permis à des ménages aux revenus modestes de soutenir leur consommation avec de la dette. Les gouvernements de centre droit ont baissé les impôts avec persévérance sans réduire pour autant les dépenses, tandis que les gouvernements de centre gauche ont dépensé généreusement dans des programmes sociaux incomplètement financés par des hausses d'impôts suffisantes.

Des années d'assouplissement quantitatif (quantitative easing - QE) et de facilités de crédit ont maintenu au voisinage de zéro les coûts de l'emprunt, et les ont emmenés dans certains cas en territoire négatif (comme c'était le cas récemment encore en Europe et au Japon). En 2020, l'équivalent en dollars de dette publique à rendement négatif était de 17.000 milliards, et dans certains pays nordiques, les prêts hypothécaires eux-mêmes avaient des taux d'intérêt nominaux négatifs.

L'explosion des niveaux de dette insoutenable a eu pour conséquence que de nombreux emprunteurs - ménages, entreprises, banques, banques parallèles, administrations, voire pays entiers - se sont avérés des "zombies" insolubles, soutenus par la faiblesse des taux d'intérêt (qui maintenait dans des proportions supportables les coûts du service de leur dette). Lors de la crise financière mondiale de 2008 et lors de la crise du Covid-19, nombre d'acteurs qui auraient dû faire faillite ont été sauvés par les politiques de taux d'intérêt nuls ou négatifs, par l'assouplissement quantitatif et par des renflouements purs et simples avec les deniers publics.

Mais aujourd'hui, les banques centrales ayant été contraintes d'augmenter leurs taux d'intérêt afin de restaurer la stabilité des prix, ces zombies assistent à une hausse brutale des coûts du service de leur dette. Pour beaucoup, c'est un triple coup dur, car l'inflation ronge aussi le revenu réel des ménages et réduit la valeur de leurs actifs, notamment des logements et des titres détenus. Il en va de même des entreprises, des institutions financières ou des administrations publiques fragiles et surendettées : elles sont confrontées en même temps à la brusque augmentation des coûts de l'emprunt, à la chute des revenus et des recettes et à la dévalorisation de leurs actifs.

Ces évolutions coïncident avec le retour de la stagflation (une forte inflation couplée à une croissance faible). La dernière fois que les économies avancées se sont trouvées dans cette situation, c'était dans les années 1970. À l'époque, du moins, les ratios d'endettement étaient-ils très bas. Aujourd'hui, nous sommes simultanément confrontés aux pires aspects des années 1970 et de la crise financière mondiale. Et cette fois, nous ne pouvons plus diminuer les taux d'intérêt pour stimuler la demande.

L'économie mondiale sort meurtrie d'une suite continue de chocs d'offre négatifs à court et moyen terme. Dressons-en une liste : les perturbations de l'offre de travail et de biens créées par la pandémie ; les effets de la guerre menée par la Russie à l'Ukraine sur les prix des matières premières ; la politique "zéro Covid" choisie par la Chine, qui s'avère de plus en plus désastreuse.

Contrairement à la crise financière de 2008 et aux premiers mois de la pandémie de Covid-19, un simple renflouement des acteurs privés et publics par l'assouplissement macroéconomique équivaldrait à jeter de l'huile sur le feu inflationniste. Cela signifie que l'atterrissage sera rude - une récession profonde et prolongée - en plus d'une grave crise financière. À mesure que les bulles éclateront, que le service de la dette enflera et que les revenus ajustés de l'inflation s'écrouleront, crise économique et krach financier se nourriront mutuellement.

Certes, les économies avancées qui empruntent dans leur propre devise peuvent profiter d'une poussée d'inflation pour réduire la valeur réelle de leur dette nominale à long terme et à taux fixe. Et avec des gouvernements peu enclins à augmenter les impôts ou à réduire les dépenses, la monétisation du déficit par les banques centrales sera une fois encore considérée comme la solution la plus facile. Mais on ne peut pas tromper tout le monde en même temps. Une fois le génie de l'inflation sorti de sa bouteille - ce qui sera le cas lorsque les banques centrales auront abandonné le combat face au krach économique et financier qui se profile -, les coûts nominaux et réels de l'emprunt vont flamber. On peut encore retarder la mère de toutes les crises de la dette stagflationniste ; on ne peut plus l'éviter ».

On peut ajouter au raisonnement de Nouriel Roubini que la politique monétaire expansive qui a été menée pendant de nombreuses années est en elle-même une cause possible de crise financière puisqu'elle conduit à de fortes hausses à la fois de l'endettement des ménages et des prix des actifs spéculatifs (titres financiers et biens immobiliers) : la crise ne serait pas tellement alimentée par la titrisation des crédits immobiliers comme lors de la crise des subprimes en 2007-2008 mais plutôt par l'effondrement des prix dans l'immobilier, ce qui aurait un effet-richeesse très dépressif pour les ménages et donc pour leur demande.

Ce qui suit donne-t-il une preuve de ce qui vient d'être écrit ?

Vendredi 10 mars 2023, après la faillite de Silvergate, la banque des cryptos, la Silicon Valley Bank (SVB), est fermée par les autorités financières américaines : c'est la plus grande faillite bancaire aux États-Unis depuis la crise financière de 2007-2008. La SVB est 16^{ème} banque de dépôt américaine qui a essentiellement pour clients des start-up de la Tech (acteurs du capital-risque et du capital-investissement) qui déposent chez elle les énormes sommes qu'elles reçoivent de leurs investisseurs (les dépôts ont augmenté de 86% en 2021 avec le boom technologique) et qu'elle place en titres financiers - à faible risque, notamment du Trésor américain et des titres adossés à ces créances hypothécaires, pour respecter la règle traditionnelle : des actifs à faible risque pour équilibrer des investissements en capital-risque. La hausse des taux a eu pour effet de faire baisser de 17 milliards la valeur de ces titres détenus, pertes restées virtuelles tant que les titres n'ont pas été cédés. L'Agence américaine de garantie des dépôts, la FDIC, a pris le contrôle de la SVB car ses dépôts ont « fondu comme neige au soleil ». En effet, les clients de la SVB, donc les entreprises de la Tech, dont certaines sont d'ailleurs elles-mêmes en difficulté à cause de la montée des taux d'intérêt, et qui toutes ont souffert du refroidissement de l'écosystème de la Tech à partir de l'été 2022, ont retiré leurs liquidités, au départ pour compenser les crédits qu'elles ne demandent plus puisqu'ils sont plus chers (le taux directeur de la Fed est passé de 0% à plus de 4,5%), pour payer leurs charges aussi et par la suite parce que la faillite de Silvergate fait souffler un vent de panique (« bank run » ; « course aux guichets ») ; vent de panique autoréalisateur qui a soufflé parmi les investisseurs et fondateurs, renforcé par les réseaux sociaux. Ces retraits sont tellement importants (jeudi, il y a eu une demande - qu'elle n'a pas pu satisfaire - de retraits de 42 milliards d'un coup !) que la SVB est obligée de vendre précipitamment des titres ; et cela pour 21 milliards de dollars en quelques jours en y perdant 1,8 milliard de dollars... Non seulement le titre de la SVB a baissé jeudi de 60% à Wall Street (et encore 69% ce vendredi) mais toute la Bourse de New-York est fragilisée : les 4 plus grandes banques américaines ont perdu 52 milliards de dollars en Bourse ; le S&P 500 a chuté de 1,85% et le Nasdaq de 2%. On ne sait pas encore si la chute de la SVB fragilise d'autres établissements. En tout cas, la hausse des taux, parce qu'elle affecte à la baisse la valeur des portefeuilles obligataires, est potentiellement un facteur de crise dans la mesure où, si les banques devaient vendre rapidement tous leurs portefeuilles de titres financiers pour répondre à des demandes de liquidités (que ces mêmes hausses de taux justifient), la FDIC estime les pertes à 600 milliards de dollars.

Notons que les banques américaines ne sont pas les seules à souffrir en Bourse de la situation : leurs consœurs européennes aussi. Tous les investisseurs prennent en effet encore davantage conscience des risques de pertes courus par les portefeuilles obligataires. Selon la BCE, les banques européennes détiennent 3000 milliards d'euros obligations sur un total de bilan de 27500 milliards d'euros.

Cela dit, et comme on dit, comparaison n'est pas raison : la situation actuelle a peu de similitude avec ce qui s'est passé au moment du déclenchement de la crise de 2007-2008 ; parce que c'était une crise des « subprimes » et de la titrisation, ce qui n'est pas le cas ici. Cependant, il s'agit aujourd'hui comme hier d'une crise bancaire et de ce fait, il y a des dénominateurs communs. D'abord, la crise commence par celle de la confiance et cela explique que les différents responsables, de part et d'autre de l'Atlantique, même si ceux de ce côté-ci prétendent qu'il n'y a pas de risque de contagion, tentent par tous les moyens d'éviter la panique et de restaurer la confiance, qui est bel et bien le fondement de toute économie monétaire et financière : en particulier, la confiance des déposants est soutenue par l'extension des garanties des dépôts. Ensuite, il est certes toujours difficile d'estimer s'il peut y avoir contagion, donc crise systémique, mais il y a un élément malgré tout commun à toutes les banques. En effet, dans beaucoup de crises, et celle-ci n'échappe pas à la règle, lorsque depuis un certain temps les taux d'intérêt sont bas (d'où un développement excessif de l'endettement) et que, pour une raison ou pour un autre, les Banques centrales resserrent leur politique monétaire en élevant leurs taux (surtout si ce relèvement est brusque et important), cela amène forcément les banques commerciales à être en difficulté puisque les obligations qu'elles détiennent perdent de la valeur pendant qu'on leur demande des liquidités aux guichets (et cette demande s'accroît au rythme de la perte de confiance) : le déséquilibre entre leurs dettes et leurs actifs gonfle au point de les mettre en situation périlleuse ; et cela d'autant plus qu'il y a souvent insuffisance de fonds propres.

En définitive, on a affaire à un effet pervers considérable de la politique monétaire menée par les Banques centrales : la hausse des taux qu'elles ont décidée pour lutter contre l'inflation est la cause du krach obligataire auquel on assiste. D'ailleurs, ce krach ne concerne pas seulement les banques commerciales

comme SVB et d'autres aux États-Unis mais également les compagnies d'assurances comme Eurovita, la 20^{ème} plus grosse compagnie en Italie et aussi les fonds de pension. Par conséquent, les Banques centrales vont être confrontées lors de leurs réunions sur la politique monétaire à un dilemme entre la continuation de la lutte contre l'inflation - surtout l'inflation sous-jacente - (en sachant que cette lutte s'est montrée pour l'instant peu efficace) - et la nécessité de préserver la stabilité financière : il ne leur sera pas facile de placer le curseur sur l'échelle des taux directeurs. Elles tiendront sans doute compte du fait que ce krach va entraîner une chute des crédits et donc un ralentissement prévisible de l'activité économique, ce qui est a priori favorable au ralentissement de l'inflation. Dans les crises de ce genre, les mesures prises par les Banques centrales aboutissent à ce que les taux longs baissent après qu'ils aient monté et provoqué la crise. Leur baisse correspond en général à la moitié de leur hausse initiale si l'on en croit les expériences des crises de 2001-2003 et de 2007-2008. Cela pose malgré tout une double question, celle de l'opportunité de la lutte contre l'inflation par la politique monétaire des Banques centrales quand il ne leur est pas possible de le faire de manière préventive et non curative (« mieux vaut prévenir que guérir »), et celle de savoir si on ne peut pas éviter d'une manière ou d'une autre que le seul mode de régulation ne passe par une crise puisque c'est la politique de lutte contre l'inflation menée par les Banques centrales qui est le principal facteur de crise. Cela force d'ailleurs celles-ci à changer de comportement : alors que jusqu'ici, elles étaient fidèles au « forward guidance » pour influencer les anticipations des agents économiques et donc aussi leurs prises de décision en les informant sur l'évolution probable de la politique monétaire, elles se condamnent maintenant à être « data dependent » et à décider en temps réel et empiriquement ce qu'elles ont à faire en fonction des informations du moment ; autrement dit, à naviguer à vue. Dans un contexte de forte volatilité, cette évolution a de quoi évidemment inquiéter et il est difficile d'en anticiper toutes les conséquences en termes d'erreurs possibles d'appréciation, de surréactions coûteuses, de primes de risques erratiques, ... Le tâtonnement monétaire ne peut pas être une doctrine !

Le mercredi 15 mars, Les Echos titrent : « Après SVB, Crédit Suisse provoque une tempête boursière ». Le journaliste, Bastien Bouchaud, écrit : « le répit aura été de courte durée sur les marchés financiers. Les investisseurs sont toujours aussi fébriles depuis la faillite de trois banques américaines au cours de la semaine passée, dont la Silicon Valley Bank (SVB). Leurs craintes se concentrent désormais sur Credit Suisse, l'une des plus grandes banques helvètes, alors que son principal actionnaire a catégoriquement exclu, mercredi matin, de lui apporter une aide financière supplémentaire.

La réaction a été immédiate et particulièrement violente à la Bourse de Zurich, où le titre de Credit Suisse s'effondrait de plus de 20 % peu après midi, soit la plus forte chute de son histoire. Son cours a perdu plus de 80 % de sa valeur depuis la faillite de la société financière britannique Greensill, qui avait marqué le début d'une série de scandales qui ont fragilisé la banque. Le pire est redouté pour la banque suisse, poids lourd du paysage financier européen. Le prix des CDS à un an sur Credit Suisse, des produits dérivés qui sont utilisés comme une sorte de police d'assurance contre le risque de défaut, a plus que triplé en trois jours, selon Bloomberg, atteignant des niveaux rarement observés pour une banque de cette taille. La crainte d'une contagion de grande ampleur au système bancaire mondial a fait dévisser les banques en France comme en Europe. Au total, les valeurs bancaires européennes affichaient des pertes de plus de 60 milliards d'euros en Bourse mercredi. (...) Le sentiment a changé du tout au tout sur les marchés financiers en quelques jours. L'indice de la volatilité, le "V2X", surnommé "l'indice de la peur" car il tend à grimper durant les périodes de tensions sur les marchés, est reparti en forte hausse. Alors que le CAC 40 frôlait son record historique il y a un peu plus d'une semaine, il accuse désormais des pertes de plus de 6 % depuis le 7 mars. (...) Les marchés qui pariaient sur une croissance résiliente en Europe et aux États-Unis se préparent désormais à un brusque ralentissement de l'activité.

Les investisseurs se sont massivement reportés sur les obligations d'État, perçues comme un refuge face aux difficultés anticipées de l'économie, faisant grimper leurs prix et chuter leurs rendements, qui évoluent en sens inverse. (...) « Le système financier a été profondément transformé en un an avec la remontée des taux, la plus rapide des 40 dernières années », estime-t-il. « La porte est ouverte pour que les banques centrales fassent une pause dans leur politique de resserrement monétaire pour en évaluer les impacts », espère un intervenant de marché ».

En milieu de journée, « Zonebourse » donne les informations suivantes :

« Les contrats à terme signalent une baisse de 1,69% pour le Dow Jones, de 1,82% pour le Standard & Poor's-500 et de 1,49% pour le Nasdaq. À Paris, le CAC 40 cède 3,5% à 6.891,58 vers 12h05 GMT. À Francfort, le Dax abandonne 2,86% et à Londres, le FTSE 2,39%.

L'indice paneuropéen FTSEurofirst 300 recule de 2,29%, l'EuroStoxx 50 de la zone euro de 3,33% et le Stoxx 600, au plus bas depuis début janvier, perd 2,57%.

La pression sur les valeurs bancaires s'accroît après la chute de l'action Credit Suisse à son plus bas niveau, la Banque nationale saoudienne, son premier actionnaire, ayant exclu toute aide financière supplémentaire à la banque en difficulté. Il n'en fallait pas davantage pour exacerber les inquiétudes sur le secteur bancaire, déjà secoué par la faillite de SVB et de Signature la semaine dernière aux États-Unis.

La remontée rapide des taux d'intérêt par les banques centrales a mécaniquement entraîné une perte de valeur des portefeuilles obligataires détenus par les banques, ce qui a amené certains observateurs à douter de la volonté de la Réserve fédérale et de la Banque centrale européenne à poursuivre leur resserrement monétaire à coup de fortes hausses de taux.

"Les attentes du marché en matière de politique monétaire ont évolué, effaçant près de 50 à 75 points de base de resserrement d'ici juin en quelques jours de tourmente", a déclaré Axel Botte, stratège international chez Ostrum AM ».

Malgré le contexte de crise financière, la BCE n'a pas changé de cap le 16 mars, jour de la réunion de son Conseil de gouverneurs : en décidant d'augmenter ses taux directeurs de 50 ppb, elle ne change pas sa ligne de conduite et continue à privilégier la lutte contre l'inflation.

Du côté français, le gouverneur de la Banque de France assure que la crise supportée par les banques américaines SVB et quelques autres ainsi que par le Credit Suisse ne concerne pas les banques françaises.

Comme l'écrit dans Le Temps du 20 mars 2023, l'économiste réputé pour son expertise en matière d'économie monétaire et d'économie européenne, le suisse Charles Wyplosz : « Bien sûr, la Silicon Valley Bank a fait de grosses bêtises. Bien sûr, après une succession sans fin d'erreurs et de scandales, dans un secteur d'activité hautement compétitif, Credit Suisse était condamné à plus ou moins long terme. Bien sûr, la supervision bancaire a été un peu relâchée. Bien sûr, la régulation n'est pas aussi stricte que l'on a raconté. Mais il faut être clair : une banque de dépôt est intrinsèquement fragile ».

Une banque est un agent financier qui a le privilège de pouvoir créer de la monnaie. La Banque centrale est de son côté la seule banque à pouvoir émettre la monnaie légale, c'est-à-dire la seule monnaie à ne pas pouvoir être refusée comme moyen de paiement ; les monnaies des banques commerciales - et à chaque banque sa monnaie - sont en quelque sorte des substituts de cette monnaie légale. La monnaie de la Banque centrale a deux composantes : la monnaie légale sous forme de billets qui circule dans le public par l'intermédiaire des banques commerciales et la monnaie dite centrale, qui est scripturale, et qui circule entre les établissements financiers. Les monnaies des banques commerciales sont toutes scripturales. La Banque centrale - dite banque de 1^{er} rang - est la Banque des banques en ce sens que c'est elle qui est responsable du bon fonctionnement du système bancaire et, pour cela, elle doit en particulier fournir aux banques commerciales - dites banques de second rang - la monnaie centrale dont elles ont besoin, non seulement pour alimenter des réserves obligatoires en monnaie centrale que la Banque centrale les oblige de constituer à titre prudentiel et au titre de la politique monétaire mais aussi pour régler leurs transactions interbancaires. Ainsi, le système bancaire est un système diversifié et hiérarchisé. Cela dit, toute banque crée de la monnaie en émettant une dette sur elle-même (toute monnaie est donc inscrite au passif de la banque émettrice), qu'elle prête - à un agent non financier en ce qui concerne les banques commerciales - cette créance, contrepartie de la monnaie émise, est inscrite à l'actif du bilan bancaire et cette dette bancaire devient monnaie à partir du moment où elle circule entre les agents et où l'ensemble des agents la reconnaît comme moyen de règlement entre eux parce qu'ils ont confiance en elle et dans l'institution qui la crée. La banque crée de la monnaie parce qu'on lui demande de faire une avance, d'accorder un crédit ; et la monnaie créée est détruite par la banque lorsque son client rembourse sa dette envers la banque. On est typiquement dans le cas circulaire évoqué précédemment : les crédits (passif) font les dépôts (actif). Ici, les théoriciens de la monnaie distinguent deux situations : celle où les banques commerciales contraignent la quantité de monnaie qu'elles créent par la quantité de monnaie centrale dont elles disposent (mécanisme du multiplicateur monétaire) et celle où les banques cherchent de toute façon à répondre à la demande de crédit et tout se passe comme si c'était après-coup qu'elles se

préoccupaient de la quantité de monnaie centrale dont elles vont avoir besoin en conséquence (mécanisme du diviseur de crédit). Dans les deux cas, la banque dispose de dépôts et elle s'en sert pour faire d'autres crédits et/ou pour faire des placements, par exemple en achetant des obligations. Et quel que soit le cas considéré, si, pour une raison ou pour une autre, un problème de confiance se pose, des clients de la banque peuvent faire des opérations de retraits et la situation peut empirer à cause des comportements de mimétisme et de panique. Alors, le volume de monnaie centrale détenue par la banque à son actif peut s'avérer insuffisante, ce qui accroît d'ailleurs d'autant le sentiment de défiance.

En effet, par définition, génétiquement pourrait-on dire, une banque de dépôts récupère et collecte les dépôts des uns pour faire des crédits aux autres. Voilà le métier, particulièrement passionnant au demeurant, du banquier et à titre personnel j'ai pris beaucoup de plaisir comme banquier à financer des entreprises, de l'activité, des investissements et de l'activité profitable au plus grand nombre.

Par définition, la banque n'a jamais, jamais toutes les liquidités - en monnaie de la Banque centrale - correspondant aux dépôts de ses clients. Elle utilise presque tout... moins les 10 à 12 % de réserves obligatoires qu'elle doit nécessairement constituer pour alimenter son compte à la Banque centrale !

Alors quand on dit que les banques sont solides, cela n'est pas vrai, parce que la vérité, la réalité, le modèle économique lui-même des banques signifie qu'elles sont génétiquement fragiles.

C'est ainsi et les banques ne sont pas tout à fait des entreprises comme les autres et leur fonctionnement n'est pas aussi simple que celui des autres entreprises.

Les banques sont fragiles et elles sont confiance-dépendantes !

Que vous ayez 10 % de fonds propres dans vos caisses, ou 15 % c'est-à-dire la capacité théorique à rembourser 10 ou 15 % des dépôts de vos clients ne change strictement rien à l'affaire. Vous pouvez même monter les fonds propres à 20 %. *En cas de perte de confiance*, il en manquera toujours 80 % ! Et encore faudrait-il pour cela que les fonds propres des banques ne soient pas placés dans des obligations d'États pouvant perdre de la valeur lorsque les taux remontent !

La force d'une banque ne vient que de la confiance qu'elle inspire et du sérieux de sa gestion.

Quand cela n'est plus suffisant, c'est l'État et les banques centrales qui viennent pallier éventuellement la perte de confiance.

Mais sauver les banques de la faillite ne veut pas dire sauver votre épargne de la faillite de la banque !

Comme vous le savez, la législation européenne sur le sauvetage des banques est très claire.

Mais avant, reprenons la différence entre le « bail-in » et le « bail-out ».

Le bail-in (sauvetage interne) conduit une banque à faire participer les créanciers (actionnaires, clients, etc.) à son sauvetage en cas de difficulté financière. Le bail-out lui (sauvetage extérieur) désigne les cas où les sauveteurs viennent de l'extérieur comme quand par exemple l'État ou la banque centrale vient renflouer. C'est évidemment ce qui vient de se passer par exemple avec le Crédit Suisse où l'argent vient de la Banque Centrale suisse la BNS.

Il y a donc plusieurs manières de sauver une banque et en fonction de ce qui est choisi, on peut sauver une banque mais pas ses clients ni ses actionnaires.

Et en Europe on préfère les « bail-in », les renflouements de l'intérieur où l'on fait payer les déposants au-delà de 100 000 euros. Chypre et le naufrage de la Cyprus bank en a été un exemple resté même dans notre vocabulaire puisque cela a donné le mot « chyprer », pour se faire « chyprer son épargne » par exemple. Mais le bail-in a aussi été utilisé en Italie en 2015 pour sauver la Banca Romagna Cooperativa.

Et ce seuil des 100 000 euros c'est justement la garantie des dépôts européenne déclinée dans chaque pays membre. En France cette « déclinaison » est assurée par le Fonds de garantie des dépôts et de résolution, le FGDR. Le « R » de FGDR signifie résolution.

Le problème c'est que pour « résoudre » la faillite d'une banque en Europe, le droit européen va garantir non pas 250 000 \$ comme aux Etats-Unis, mais seulement 100 000 euros. Tout ce qui dépassera ce montant sera emporté par la faillite.

La législation européenne n'a pas été conçue n'importe comment. L'idée de base du législateur européen est d'empêcher les États de faire faillite en raison de la faillite d'une banque et aussi de faire en sorte que la BCE la banque centrale européenne ne soit pas obligée de créer de la monnaie et donc de l'inflation. Pour réussir ce triple objectif, il n'y a pas le choix. Il faut limiter les sommes garanties. Limiter les sommes garanties c'est en réalité répartir les pertes. D'où cette limite de 100 000 euros. Le système a

donc été conçu en Europe pour sauver les banques et éviter le risque d'effondrement systémique. Le système n'a pas été conçu pour sauver tous les dépôts.

On sait aussi que les banques centrales sont lancées dans une action et que c'est la FED qui va fournir autant de dollars aux autres banques centrales que nécessaire.

Cela avait été le cas lors de la faillite de la Lehman Brothers : la FED avait donné littéralement des milliers de milliards de dollars au monde entier pour sauver le système financier planétaire, en gros 20 000 milliards. Les banques françaises avaient perçu des centaines de milliards de dollars de liquidités pour y faire face.

Cela permet à la BCE de faire face à la situation sans avoir à demander à l'ensemble des pays à commencer par l'Allemagne de créer davantage de monnaie. Ce sont les Américains et la FED qui s'en chargent à notre place : il est difficile de parler de l'indépendance de la BCE...



Sophie Rolland dans Les Echos du lundi 20 : « Branle-bas de combat du côté des principaux instituts monétaires. Pour éviter que les inquiétudes sur les banques ne dégèrent en une crise financière de grande ampleur, synonyme de rupture la confiance entre les acteurs et de blocage du système, la Réserve fédérale américaine et cinq banques centrales ont décidé ce dimanche soir d'une action coordonnée de grande ampleur, visant à augmenter la liquidité accessible via leurs accords de swaps existants. L'objectif : atténuer les tensions sur les marchés de financement mondiaux, contribuant ainsi à atténuer les effets de ces tensions sur l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises.

Autrement dit, le filet de sécurité qui sous-tend le système financier international va être renforcé. Les accords de swap entre banques centrales font partie de la panoplie d'instruments de politique monétaire des instituts monétaires depuis des décennies.

Ils permettent d'échanger des devises : si elle en a besoin d'en fournir à ses banques commerciales nationales, une banque centrale peut ainsi obtenir des liquidités en devises auprès de la banque centrale qui les émet. Typiquement, une banque commerciale de la zone euro pourra obtenir des dollars car l'accord de swap avec la Fed permet à la BCE et à toutes les banques centrales nationales de l'Eurosystème de recevoir des dollars de la Fed en échange d'un montant équivalent d'euros fourni à la Réserve fédérale.

Concrètement, à partir du lundi 20 mars, les opérations à 7 jours en dollars américains ne seront plus hebdomadaires mais quotidiennes. En plus de l'utilisation accrue de la « discount window », il y a la création d'un nouveau programme de la FED, le « Bank Term Funding Program » qui permet aux banques commerciales d'emprunter jusqu'à 1 an des sommes à la Fed avec un collatéral valorisé au pair. Tout cela correspond à un renversement puisqu'il y a à nouveau un alourdissement du bilan de la FED (augmentation de la « base monétaire ») et un retour du « quantitative easing ». On doit alors se demander quelles conséquences ces mesures peuvent avoir sur l'inflation : d'après des études économétriques, il semble que l'augmentation de la base monétaire pourrait avoir un effet positif plus important que l'effet négatif induit par la baisse des taux longs. Cela dit, ce rythme plus soutenu, qui permettra d'ajuster rapidement la fourniture de dollars en cas d'éventuelles tensions soudaines, sera maintenu au moins jusqu'à la fin du mois d'avril, indique la BCE dans un communiqué. Il s'agit d'une action coordonnée entre la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la Banque centrale européenne, la Réserve fédérale et la Banque nationale suisse.

Double remarque : d'abord, l'histoire économique montre que toute crise de liquidité amène à stopper le « quantitative tightening » en cours et à un retour au « quantitative easing ». Ensuite, il y avait une cohérence, pour lutter contre l'inflation, entre la hausse des taux directeurs et le quantitative tightening.

Le fait de changer de cap en passant du quantitative tightening au quantitative easing semble soulever un problème de cohérence, d'où la question sur l'efficacité de la lutte contre l'inflation qui peut en résulter. Mais, comme le prouve le comportement de la FED après la chute de SVB et des autres, il est possible de mener à la fois une politique d'augmentation des taux et une politique de quantitative easing : la première permet de lutter contre l'inflation en contraignant la demande et la seconde, en amenant les taux longs à rester bas, permet de lutter contre la crise de liquidité, de préserver la solvabilité budgétaire des États et de soutenir les investissements, privés et publics.

Cette mesure exceptionnelle intervient juste après le rachat de Credit Suisse par UBS, une opération orchestrée par le gouvernement suisse pour rétablir la confiance dans le système financier. Aux États-

Unis, la chute de SVB continue d'avoir des répercussions. Les banques régionales américaines ont appelé à l'aide ce week-end. Pour éviter une contagion de la crise, la Coalition des banques de taille moyenne (MBCA) a demandé au régulateur de s'engager à assurer tous leurs dépôts pendant deux ans, au-delà de la limite actuelle de 250.000 dollars par client.

À première vue, l'action coordonnée décidée dimanche 19 au soir apparaît comme préventive. Si la volatilité est remontée sur les marchés - en particulier celui des emprunts d'État -, le marché interbancaire, lui, ne connaissait pas de dysfonctionnements importants la semaine dernière ».

Note : C'est le dimanche 19 que le rachat de Credit Suisse par UBS a été décidé (il aura suffi de 5 jours pour effacer 167 années d'histoire). C'était sans doute la seule « solution réalisable » pour éviter la catastrophe mais on peut se demander ce qu'a dû obtenir UBS comme accord pour faire un tel rachat d'une banque à ce point « sulfureuse » (elle a des milliards d'actifs toxiques ; rappelons qu'UBS a été elle-même sauvée en 2008 grâce à l'argent des contribuables plutôt que par un rachat malgré les protestations contre ce procédé...). En tout cas, ce rachat, considéré par les autorités suisses comme une « solution commerciale » et non comme un sauvetage, aboutit à créer en Suisse une banque d'une taille énorme et qui est seule dans ce pays ; d'où des problèmes de concurrence à venir.

La crise d'abord bancaire, puis financière et monétaire, puis boursière continue la semaine suivante à agiter une grande partie du monde occidental. Avant le week-end suivant, de nombreuses banques voient le cours de leurs actions baisser significativement. Comme on le lit le vendredi 24 dans Les Echos sous la signature de Marjorie Encelot (voir aussi les articles du même jour de Sophie Rolland et de Bastien Bouchaud), « les tensions sur les valeurs bancaires en Bourse restent vives. À Paris, Société Générale et BNP Paribas abandonnent de 7 à 8% sur un CAC 40 en baisse de plus de 2%, à la veille d'un week-end qui pourrait, craignent les investisseurs, réserver son lot de mauvaises surprises, les laissant scotchés à leurs titres sans possibilité de les vendre quand les marchés sont fermés. La sous-performance s'observe partout en Europe, comme ce fût le cas aussi durant la séance asiatique. L'indice Stoxx des banques s'inscrit en repli de plus de 5%, signant ainsi la plus forte baisse sectorielle du Vieux Continent, alors que Deutsche Bank, perçue comme l'une des plus fragiles, plonge de quasiment 10%. [Commerzbank chute de son côté de près de 6% ; tout cela fait que l'on craint l'effet domino] (...) À Wall Street, la banque régionale First Republic est attendue sur une nouvelle baisse de 6%, ce qui portera son plongeon sur la semaine à plus de 50% (-71% la semaine dernière, après -34% la semaine d'avant encore). Les dernières données sur le bilan de la Fed, mises à jour hier, montrent que les institutions financières, aux Etats-Unis, continuent de dépendre fortement des facilités de prêt de la banque centrale américaine, qui est le prêteur en dernier ressort, signe que la fuite des dépôts n'est pas colmatée (les clients privilégiant les grandes banques, mieux surveillées, pour leur compte à vue et, plus globalement, se ruant vers des investissements sécurisés qui rapportent des intérêts). D'ailleurs, les chiffres de gestion indiquent que les liquidités des particuliers et des entreprises déposées dans les fonds monétaires atteignent des niveaux jamais vus jusqu'alors. Au 22 mars, sur une semaine glissante, les banques ont emprunté 110,3 milliards de dollars supplémentaires au guichet primaire (l'ordinaire guichet d'escompte ou « discount window ») de la Réserve fédérale. Ce montant est inférieur au record de 153 milliards de dollars (soit davantage que les 111 milliards demandés lors de la crise financière de 2008) suivant la faillite de Silicon Valley Bank, mais reste bien supérieur à la normale. La semaine qui avait précédé la crise bancaire, les banques avaient emprunté seulement 4,58 milliards de dollars. Pour éviter la panique et pallier le manque de liquidités immédiates, la Fed a depuis mis en place un guichet d'urgence, le Bank Term Funding Program, qui permet d'emprunter sans qu'aucune décote ne soit appliquée sur les titres obligataires mis en gage, auquel les banques ont eu recours pour 53,7 milliards de dollars la semaine passée, en augmentation par rapport aux emprunts précédents de 11,9 milliards. Le bilan de la Fed, après une baisse de 600 milliards de dollars depuis la mise en place du « quantitative tightening » au printemps dernier, a regonflé de près de 400 milliards de dollars en seulement deux semaines, en incluant un prêt de la Fed de 60 milliards de dollars, sur la semaine écoulée, à une entité souveraine, via une opération « repo » au travers du guichet Fima (Foreign and International Monetary Authorities), qui permet à une banque centrale étrangère d'avoir des liquidités immédiates en dollars en échange de titres du Trésor. L'entité en question ? Son identité n'a pas été révélée, ce qui n'a rien d'inhabituel, mais dans le contexte de suspicion actuel, interpellés par l'énormité de la somme, les investisseurs jouent à « essaye de deviner », avec le nom de l'Allemagne parmi les suspects présumés. La défiance autour du secteur bancaire est forte en Bourse, même si, hier,

devant une sous-commission sur le crédit de la Chambre des représentants la secrétaire au Trésor, Janet Yellen, a déclaré aux élus que les mesures d'urgence visant à soutenir les banques régionales en faillite pourraient être utilisées à nouveau si nécessaire. Un message considéré comme plus rassurant par les investisseurs, au lendemain de ses remarques devant le Sénat, lorsqu'elle avait déclaré que le Trésor n'envisageait pas de garantir tous les dépôts bancaires. Cette fois, l'ex-patronne de la Fed a rappelé que le gouvernement avait pris des mesures énergiques pour garantir la sécurité des dépôts des Américains et a fait savoir qu'il serait prêt à prendre des mesures supplémentaires si cela s'avérait nécessaire. À la Bourse de Zurich, UBS décroche de 7,5%. Son nom, comme celui de Credit Suisse, ressort sur une liste d'établissements dans le viseur du ministère américain de la Justice pour avoir, supposément, aidé des oligarques russes à échapper aux sanctions, rapporte l'agence d'informations Bloomberg. Cette nouvelle affaire vient saper encore un peu plus la confiance du public et des investisseurs dans le système bancaire, bien entamée déjà par la faillite de SVB. Et c'est aussi un nouveau coup dur pour la banque suisse, déjà contrainte par les autorités helvètes à un mariage forcé avec Credit Suisse. (...) En rachetant Credit Suisse, l'une des craintes d'UBS était d'avoir à faire face à ses responsabilités juridiques potentielles. C'est d'ailleurs l'une des raisons pour laquelle elle a pu racheter sa rivale dotée de 42 milliards de francs suisses de fonds propres tangibles pour seulement 3 milliards de francs et qu'elle a reçu un gage de soutien des autorités suisses pour un total de 25 milliards en cas de pertes futures. Il était certes dans l'intérêt d'UBS de sauver Credit Suisse, pour éviter une contagion, mais, au vu des risques, il a fallu que "les mathématiques soient convaincantes", explique-t-on au sein de la banque d'investissement Jefferies, qui ne recommande plus l'achat d'UBS en Bourse. (...) Le resserrement des conditions de crédit va provoquer une récession. La Bourse en semble désormais convaincue. Sur le marché de la dette, le taux attendu des Bons du Trésor à trois mois dans dix-huit mois (contrats forwards) est supérieur à celui du taux des Bons du Trésor à trois mois. De tous les indicateurs avancés de récession à partir de la courbe des taux, celui-ci est le préféré de la Fed. (...) Les stratégestes de Bank of America Securities rappelaient, la semaine dernière, que les crises bancaires, tout comme les guerres et les pandémies, créent des récessions. Pourquoi ? Parce que qu'"elles sont suivies d'un resserrement des prêts et d'une baisse de l'appétit pour le risque". Les petites entreprises sont les plus touchées, elles dépendent davantage des prêts des banques régionales et ce sont elles qui créent les deux tiers des emplois aux États-Unis. Les banques, pour peu qu'elles craignent des retraits d'argent de la part de leurs clients, vont éviter, par prudence, de prêter pour préserver leurs liquidités. (...) Mais les États-Unis ne sont pas l'Europe. "Il y a des raisons d'être prudemment optimiste à l'égard des banques européennes, notamment en ce qui concerne la solidité de leurs fonds propres et de leurs liquidités, estime Jack Allen-Reynolds chez Capital Economics. Elles ne sont pas non plus exposées aux mêmes risques que SVB - elles ont considérablement augmenté leur couverture des taux d'intérêt et sont moins dépendantes d'une base de dépôts concentrée et non assurée. En outre, les tests de résistance de l'Autorité bancaire européenne, qui devraient être publiés en juillet, couvrent davantage de banques que les tests de la Fed américaine et reposent sur des hypothèses plus pessimistes". »

Un article, de Thibaut Madelin, paru le 3 avril 2023 dans Les Echos met lui aussi l'accent sur l'importance de la confiance :

« (...) Banques et autorités doivent néanmoins tirer les leçons de cette déflagration. (...) Au moins trois sautent aux yeux.

Premièrement, les ratios sont à prendre avec des pincettes. Depuis la crise financière, sous la pression des superviseurs, les banques ont en effet dû renforcer considérablement leurs fonds propres et leur liquidité pour ne pas devoir faire appel au contribuable en cas de défaillance et rester solvable en cas de secousse comme aujourd'hui. Mais les ratios ne disent pas tout de la santé d'une banque. Avant d'être rachetée en catastrophe par sa grande rivale UBS sous la pression des autorités suisses, Credit Suisse présentait en effet un ratio de fonds propres, qui permet d'essuyer les pertes, de 14,1 %, et un ratio de liquidité, qui reflète sa capacité à s'autofinancer à court terme, de 144 %. Par comparaison, les mêmes ratios de BNP Paribas étaient inférieurs, à 12,3 % et 132 %.

Deuxièmement, la hausse des taux n'est pas seulement une bonne nouvelle pour les banques. SVB, qui a particulièrement mal géré l'équilibre entre son actif et son passif, est un cas extrême. Mais tous les établissements bancaires ont dans leurs portefeuilles des obligations dont la valeur a plongé avec la

hausse subite des taux des banques centrales. S'ils ne doivent pas vendre sous pression, tout va bien. Sinon, c'est compliqué. Par ailleurs, la décennie de taux bas, voire négatifs, a encouragé les banques à prêter à tire-larigot, notamment dans le but de compenser les marges faibles par des volumes élevés. Dans cette ère d'argent facile, les ménages, les entreprises et les États se sont gavés de dette. Les plus fragiles s'exposent à des difficultés de remboursement, dont on commence à peine à voir les effets...

Troisièmement, on peut avoir 160 ans d'histoire et être balayé en quelques jours. Credit Suisse l'illustre à ses dépens. Dans le nouveau monde digital, il aura fallu une rumeur de faillite sur Twitter en octobre pour déclencher un mouvement de défiance inédit de la part des clients réputés fidèles de la deuxième banque helvétique, qui y aura finalement survécu six mois. SVB n'a pas tenu trois jours... Certes, cela fait trois ans que Credit Suisse défraye la chronique. Mais dans une société volage et défiante, la réputation d'une banque est un actif fragile. Faut-il rappeler qu'il y a quinze ans, c'était UBS qui était sauvé par l'État ? En France, Natixis a été montré du doigt dans l'affaire H2O avant de se faire racheter en totalité par sa maison mère BPCE. Actuellement, les grandes banques françaises figurent au centre d'une vaste affaire de fraude aux dividendes (« Cumcum »).

Bref, la confiance est clé. SVB comme Credit Suisse ont perdu la confiance de leurs clients et donc leurs dépôts, qui sont comme la matière première des établissements de crédit. On l'avait un peu oublié ces dernières années, mais si un nombre conséquent de clients retirent leur argent, une banque peut mourir ».

Ce à quoi on assiste aussi dans les semaines qui ont suivi la crise de SVB et de Credit Suisse, c'est que la perte de confiance atteint également les marchés de la dette : alors que 2023 était supposée enregistrer un recours accru au marché de la dette de la part des banques européennes, essentiellement pour prendre le relais des TLTRO qui arrivent à leur terme. Mais la défiance s'est installée : les émissions de dettes par les banques se sont arrêtées et cela risque de durer, surtout pour les instruments de dette les plus subordonnés comme les obligations Additional Tier 1. Ces obligations sont une forme d'obligation émise par une banque pour renforcer ses fonds propres. Les obligations AT1 sont également connues sous le nom de "cocos" (*contingent convertible securities*). Ces obligations sont considérées comme étant de niveau de solvabilité élevé car elles sont conçues pour absorber les pertes en cas de difficultés financières de la banque. En d'autres termes, si la banque rencontre des difficultés financières, les porteurs d'obligations AT1 peuvent être contraints de convertir leurs obligations en actions de la banque ou de subir une perte partielle ou totale sur leur investissement. Une situation que viennent de vivre les obligataires de Crédit Suisse sur cette tranche d'obligation.

Il faut certes tenir compte que les résultats financiers des banques en 2021 et 2022 ont été très favorables, ce qui est un facteur important de renforcement de leurs fonds propres et donc de leurs ratios de solvabilité. Mais la situation pourrait être moins favorable en 2023, même si la hausse des taux est une source de profit pour les banques car les volumes de prêts accordés pourraient se ressentir de la situation. Les banques de détail sont en première ligne ; mais les banques de financement et d'investissement sont de leur côté touchées par les remous et les incertitudes sur les marchés.

Après cette relation des faits et le rôle déterminant de la confiance en matière monétaire et financière, il est bon de donner des points de repères théoriques.

. Pour ce faire, nous citons le blog paru le lundi 20 écrit par Jérôme Creel et Fabien Labondance de l'OFCE parce qu'il montre la responsabilité qu'a la fragilité bancaire dans le peu d'effet que peut avoir le crédit bancaire sur le niveau de l'activité économique :

« (...) La faillite de SVB intervient quelques mois après que le Comité pour le prix en Économie en mémoire d'Alfred Nobel, financé par la Banque Royale de Suède, a décerné le prix 2022 à Ben Bernanke, Douglas Diamond et Philip Dybvig pour leurs contributions à l'économie bancaire. Diamond et Dybvig exposent notamment les mécanismes par lesquels une panique bancaire peut se produire (le bouche à oreille suffit – les économistes parlent de prophéties auto-réalisatrices), la difficulté à séparer une crise de solvabilité d'une crise de liquidité et les mesures à mettre en œuvre pour y mettre fin, en assurant les dépôts. Bernanke montre plus particulièrement les mécanismes par lesquels une panique bancaire peut se transmettre à l'économie réelle, justifiant dès lors que la banque centrale mette en œuvre une politique de sauvetage des banques. Indéniablement, leurs travaux permettent de mieux comprendre les décisions récentes des autorités monétaires américaines pour endiguer la crise déclenchée par SVB, comme l'extension de l'assurance sur les dépôts. Au-delà de ces travaux, un consensus empirique avait émergé :

il indiquait que la croissance économique, mesurée par la variation du PIB par habitant, pouvait s'expliquer par le développement des crédits bancaires et par celui des marchés financiers. La crise financière internationale de 2007-2009 a rebattu les cartes. Les travaux de Gourinchas et Obstfeld (2012) et de Schularick et Taylor (2012) (et les nombreux travaux qui ont suivi) ont montré que l'expansion du crédit bancaire était un indicateur avancé des crises bancaires. Pour autant, le lien entre crédit bancaire, fragilité bancaire et prospérité restait à établir. C'est ce lien que nous explorons avec Paul Hubert dans un article intitulé "Crédit, fragilité bancaire et performance économique" à paraître dans la revue Oxford Economic Papers. Nous y étudions le rôle de la fragilité bancaire dans la relation entre crédit bancaire privé et croissance économique dans l'Union européenne. Nous envisageons deux types de fragilité bancaire, l'un du côté de l'actif des banques, et l'autre du côté du passif : d'une part, la part des prêts non performants au bilan et, d'autre part, le ratio entre fonds propres et actifs, soit l'inverse de l'effet de levier.

Nos résultats sont les suivants.

Premièrement, la fragilité bancaire, représentée par les prêts non performants, a un effet négatif sur la croissance économique : plus leur part au bilan augmente, plus faible est la croissance du PIB par habitant.

Deuxièmement, l'inclusion de la fragilité bancaire dans le modèle estimé a pour conséquence que, dans la plupart des spécifications, le crédit bancaire n'a pas d'effet sur la croissance économique. Les effets du crédit sur la croissance économique par habitant semblent dépendre du degré de fragilité bancaire. Le crédit a uniquement un effet positif et significatif sur la croissance économique par habitant sur un sous-échantillon se terminant avant 2008 — conformément à la littérature antérieure — et lorsque les prêts non performants sont relativement faibles, donc lorsque la fragilité bancaire est limitée. À l'inverse, lorsque la fragilité bancaire est élevée, le crédit n'a aucun effet sur la croissance tandis que les prêts non performants ont un effet négatif important. (...)

La principale implication de ces résultats empiriques est qu'une surveillance étroite des prêts non performants et de leur limitation, *ex ante* par le biais de politiques d'offre de crédit prudentes, ou *ex post* par le biais d'incitations à la constitution de provisions pour pertes sur les prêts, ne joue pas seulement un rôle prudentiel au niveau des banques mais a également une incidence au niveau macroéconomique. Cette surveillance des prêts non performants conditionne les effets positifs de la politique de crédit bancaire sur l'activité économique ».

. Une autre réflexion d'ordre plutôt théorique est fournie par le Flash Economie de Natixis n° 249 du 2 mai sur « les étapes de la transformation d'une hausse des taux d'intérêt en une crise financière globale :

- étape 1 : hausse des taux d'intérêt, pertes sur les portefeuilles obligataires, découragement de l'effet de levier, recul des prix de l'immobilier ;
- étape 2 : retraits des épargnants ("run") sur les intermédiaires financiers non régulés les plus affectés par la hausse des taux d'intérêt : hedge funds, fonds immobiliers, fonds obligataires ;
- étape 3 : transmission de la crise aux banques régulées par l'intermédiaire du financement par les banques des intermédiaires financiers non régulés et des marchés dérivés ».

. Une dernière réflexion d'ordre théorique, encore plus générale : on est en droit de se demander en quoi le « wokisme » n'a pas une part de responsabilité dans la chute de SVB et des autres banques similaires. En effet, aux États-Unis depuis un certain temps et en Europe de plus en plus maintenant, les entreprises, financières ou non, mettent en avant de manière outrancière les pratiques « conscientisées » dites « DEI » (Diversité, Équité, Inclusion), au détriment des objectifs commerciaux et financiers. SVB a été victime de cette « priorisation » quand on sait qu'elle a préféré recruter un responsable des « valeurs environnementales et sociales » plutôt qu'un gestionnaire des risques, d'où une faiblesse de son expertise financière, surtout que le Conseil d'administration et les régulateurs se sont montrés négligents parce que trop « conscientisés » eux-mêmes (de plus, le PDG de SVB était au Conseil d'administration de la Banque fédérale de San Francisco...). De même, la qualité des recrutements peut s'en ressentir si certaines qualités recherchées chez les candidats entrent en contradiction avec les exigences de compétences et de mérite. Si on extrapole le raisonnement, il faut se demander si le « wokisme » n'a pas

un effet délétère sur le fonctionnement du capitalisme, et n'entraîne pas, parce que nous sommes dans une économie mondialisée, une mise en danger de notre économie occidentale et de tout ce qu'elle représente.

Le lundi 27, les économistes de Natixis émettent un avis plutôt réconfortant (Flash Economie n°177) :

« Nous nous demandons si cette baisse des cours boursiers des banques, aux États-Unis et dans la zone euro, est rationnelle ou non. Nous examinons la rentabilité des banques, les marges de taux d'intérêt sur les crédits, les moins-values sur les portefeuilles d'obligations, le degré d'interconnexion des banques.

Nous concluons que :

- les banques aux États-Unis et dans la zone euro profitent des taux d'intérêt plus élevés ;
- les banques américaines, surtout les banques non régulées, les banques régionales, subissent des pertes importantes sur les portefeuilles obligataires ;
- l'interconnexion entre les banques sur le marché monétaire est faible.

Au total, les grandes banques américaines, celles qui sont régulées, et les banques européennes semblent solides ».

La hausse des taux directeurs qu'ont décidée les Banques centrales ont en effet sur les banques commerciales deux effets contradictoires : un effet favorable, l'augmentation de leur rentabilité, et un effet négatif, la vente à perte des obligations qu'elles détiennent pour faire face à la vague de retraits, surtout s'il y a une différence de durée entre les dépôts et les titres détenus.

La balance entre ces deux effets n'est pas bonne pour les banques régionales et de manière générale les banques qui ne sont pas régulées en suivant les principes de Bâle III, car elles ne disposent pas de tous les mécanismes qui réduisent le risque de taux d'intérêt. Il faut souligner que les banques européennes couvrent systématiquement le risque de taux d'intérêt sur leur portefeuille obligataire, d'où leur moindre exposition que les banques moyennes américaines. Et comme ce sont ces banques régionales non régulées parce que de taille moyenne qui fournissent le plus gros du financement de l'immobilier de bureau, on peut craindre que la crise bancaire et financière se transmette, par « l'effet domino », au secteur immobilier ; ce qui serait alors une crise comme en 2007-2008 mais avec une dynamique inverse. Et rappelons aussi qu'en toute hypothèse les ratios prudentiels ne peuvent pas grand-chose contre un « bank run » ...

Cela dit, un argument important est avancé par Natixis pour justifier un avis plutôt optimiste : « L'interconnexion des banques, le fait qu'une difficulté des banques se répercute sur les autres banques, se fait essentiellement par les prêts sur le marché interbancaire.

Or, après la crise des subprimes, le montant de ces prêts interbancaires a considérablement diminué les banques se finançant directement à la banque centrale ».

En fin de mois de mars 2023, après ces fortes craintes pour la stabilité financière et la peur d'un nouveau krach, les marchés semblent parier sur un ralentissement des hausses des taux directeurs et même sur un retour de l'assouplissement monétaire, peut-être plus marqué aux États-Unis que dans la zone euro puisqu'ici l'inflation reste importante.

« L'un des signes les plus marquants de l'espoir d'un assouplissement monétaire se lit dans l'évolution des rendements souverains. Le taux à 10 ans français a perdu 60 points de base depuis son pic du 6 mars dernier pour s'établir à 2,61 %. Même trajectoire pour son équivalent allemand qui évolue à 2,1 %.

Le taux à 2 ans, plus sensible aux évolutions de politique monétaire, s'est même effondré d'un point de pourcentage sur la période outre-Rhin. Il reste encore supérieur au taux à 10 ans - une anomalie due au rythme extrêmement rapide du resserrement monétaire -, mais l'écart se rétrécit. Tout comme aux États-Unis. (...) Mais ce retour à la normale s'accompagne d'une forte volatilité. Le taux à deux ans américain a par exemple signé jeudi sa onzième séance d'affilée avec une variation de 20 points de base dans la même journée. Et il a connu sa plus forte baisse en un mois depuis 1987. Un phénomène qui devrait perdurer le temps que l'inflation finisse de s'ajuster » (Guillaume Benoit dans Les Echos du 27 mars 2023).

Par ailleurs, bien que la crise actuelle se démarque de la crise des subprimes de 2007-2008, on doit se demander si, comme celle-ci, celle-là ne pourrait pas se prolonger dans la zone euro par une crise des dettes souveraines. Trois arguments au moins militent pour un pronostic favorable : d'abord, la BCE tire les leçons de l'expérience, ensuite elle dispose du Transmission Protection Instrument depuis juillet 2022

pour éviter que les spreads ne s'amplifient pas trop et enfin les déficits des balances courantes des pays du Sud sont maintenant beaucoup relativement moins importants (rappelons qu'une des causes de la crise des dettes souveraines en 2010 a été que les pays du Nord avaient décidé d'arrêter de financer les déficits courants des pays du Sud).

4) La zone euro et la France ne vont pas pouvoir échapper à une cure d'austérité.

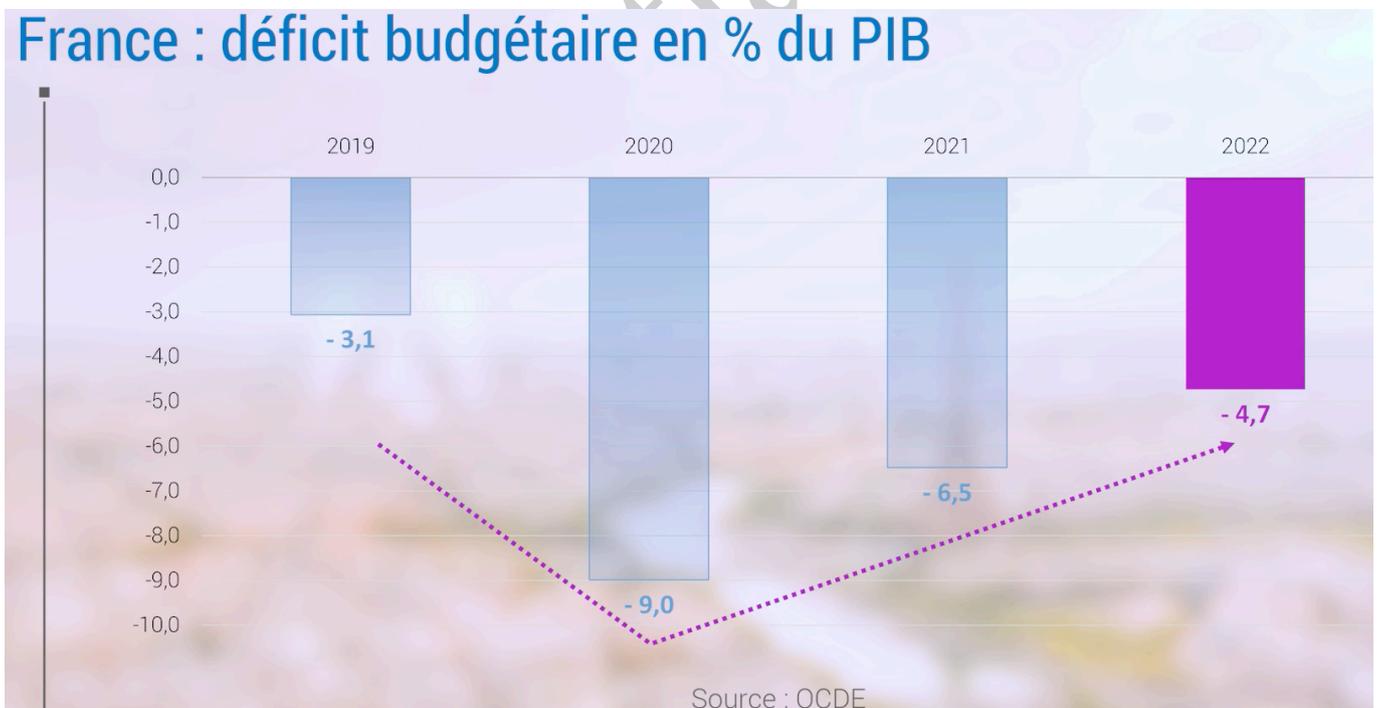
Dans une vidéo publiée sur Xerfi Canal le **12 juin**, **Olivier Passet** montre pourquoi, comme la logique économique l'explique, la France et la zone euro doivent s'attendre à une cure d'austérité comme cela arrive toujours dans les mêmes circonstances.

« Les économies avancées et notamment la France pourront-elles se dispenser d'une cure d'austérité budgétaire de la permissivité des dernières années ? C'est peu probable.

La situation budgétaire et son mouvement en V : mêmes causes, mêmes effets.

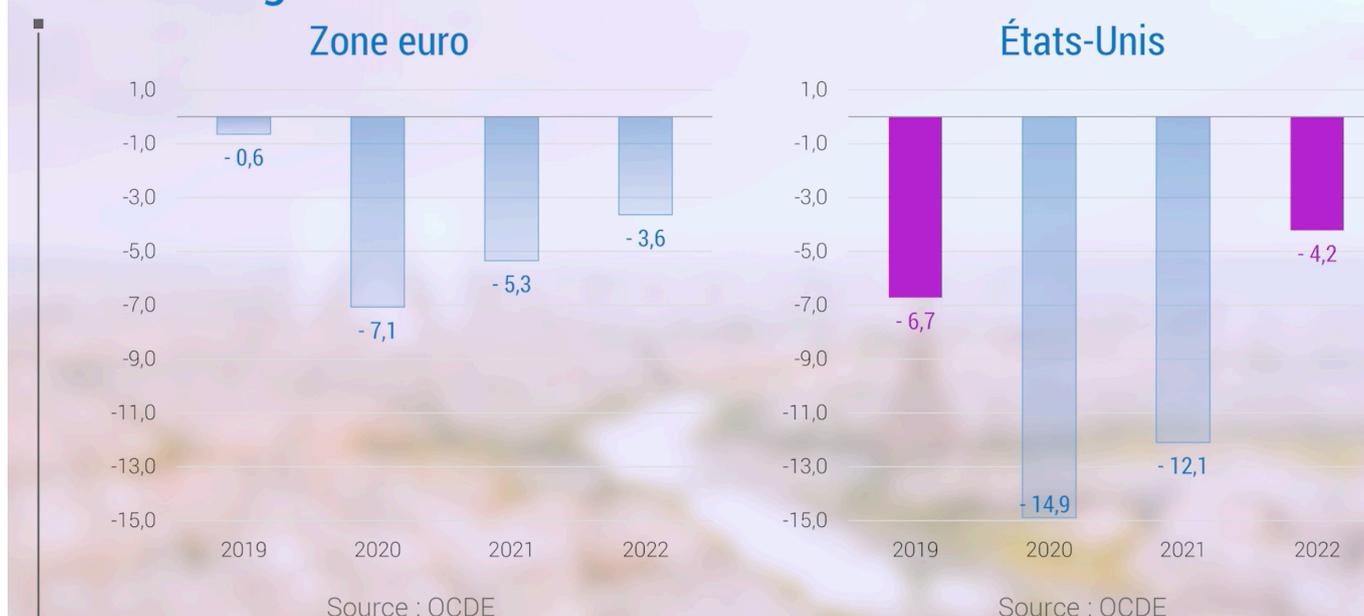
- Partout les déficits publics ont connu une embardée sans précédent avec la crise sanitaire.
- Partout, les pays ont dû relancer en 2022 des dispositifs de soutien aux ménages et aux entreprises, en distribuant des chèques, des subventions ou en activant des amortisseurs fiscaux.
- Et, partout, malgré tout, les comptes publics reviennent à grande vitesse dans les clous, sans que soit nécessaire d'opérer une purge.

Les chiffres de ce mouvement en V sont spectaculaires ; y compris pour la France pourtant surveillée de près par les agences de notation. Partant de -3,1% en 2019, le déficit a plongé à -9% en 2020 pour revenir à -4,7 % en 2022, récupérant 70% du terrain perdu avec la crise, alors même que le gouvernement prolongeait son soutien à l'économie.



La France est loin d'être un cas isolé ou un modèle à la matière. Ce V, on l'observe partout, comme en témoigne la situation budgétaire moyenne de la zone euro, ou celle plus spectaculaire encore des États-Unis.

Déficit budgétaire en % du PIB



Le bilan sombre du déficit sous-jacent de la France et de la zone euro

Il faut pourtant se méfier de ce sentiment de facilité. L'amélioration a surfé sur plusieurs facteurs exceptionnels, non reproductibles donc.

- Un rebond du dénominateur, autrement dit du PIB, d'autant plus marqué que l'inflation a amplifié le mouvement en valeur. Un rebond qui écrase mécaniquement les ratios.
- Un très fort rebond des recettes fiscales, dopées elles aussi par l'inflation de la base fiscale.
- Une hausse encore très contenue des charges financières, qui ne se diffuse que lentement au rythme du roulement de la dette.
- Une certaine inertie des dépenses qui elles ne sont pas toutes indexées mécaniquement sur l'inflation (salaires, transferts, etc.).

Bref, les gouvernements ont mangé leur pain blanc et c'est sans doute maintenant qu'ils arrivent dans le dur.

De ce point de vue, c'est le déficit sous-jacent qui compte, c'est-à-dire le déficit corrigé des effets transitoires de la conjoncture et des dépenses ou recettes ponctuelles qui s'effacent d'elles-mêmes sans qu'il soit nécessaire de légiférer. Sa mesure est toujours discutable. Elle repose sur des hypothèses d'experts qui sont faillibles. Mais cet indicateur nous donne une première idée du chemin qu'il reste à parcourir pour vraiment sécuriser la trajectoire de nos finances publiques.

Concernant la France, le bilan devient plus sombre alors. La France partait d'un déficit structurel voisin de 3% en 2019. Ce dernier se situerait aujourd'hui à -4,3%.

France : déficit budgétaire en % du PIB



Autrement dit, il lui manque 2 à 3 points de PIB de coupes budgétaires pour revenir à 1-2% de déficit structurel, que l'Europe considère comme le point d'ancrage minimal pour sécuriser notre situation.

Mais chose plus inquiétante, la zone euro dans son ensemble s'est éloignée de la cible. La plupart des pays se sont éloignés de la zone de confort qui prévalait dans les années 2010 jusqu'en 2019, soit -1% du PIB, et s'ils souhaitent y retourner cela signifie 2 points de PIB d'effort pour l'ensemble de la zone. Ce qui la menace d'une austérité synchrone, la pire puisque cela amplifie son impact négatif sur le PIB, compliquant les efforts de chaque pays.

Et finalement, contrairement aux apparences, ce sont les États-Unis les mieux lotis. La politique fiscale de Joe Biden a ramené le déficit structurel américain sous son seuil de 2019.

Déficit budgétaire en % du PIB



L'équation impossible des États.

Or, c'est dans un contexte de désinflation graduelle que doit s'opérer l'assainissement budgétaire. Un élément facilitateur qui disparaît donc. C'est aussi avec des charges d'intérêts qui repartent à la hausse

sous l'impact de la hausse des taux à 10 ans, qui se diffuse graduellement à l'ensemble de la dette. Et c'est surtout avec un cahier des charges qui ne cesse d'épaissir concernant les missions de l'État :

- un renforcement de la politique de défense, dans tous les pays européens ;
- un agenda climatique coûteux qui doit encore monter en intensité sur trois fronts (isolation, soutien aux équipements sobres ; mue et montée en puissance du mix électrique bas carbone) ;
- enfin, une politique de soutien au pouvoir d'achat qui demeure impérative, d'autant que les salaires ne suivent que partiellement et avec retard l'inflation.

C'est l'équation impossible des États, pas seulement de la France, voilée un temps par l'inflation. Avec à la clé une zone de risque et de douleur qui pourrait bien ressembler à celle qu'a traversée la zone euro de 2010 à 2015 ».

CONCLUSION (nécessairement) PROVISOIRE :

En cette fin de premier semestre 2023, les constats et analyses qui précèdent prouvent la gravité de la situation économique dans laquelle se trouve l'économie mondiale (sans parler des autres dimensions, notamment géopolitiques). Ce qui est le plus inquiétant est d'en arriver pour l'instant à la conclusion que l'on ne sait absolument pas comment les choses peuvent tourner, que nous sommes dans un « trou noir » ou plutôt dans une terrible impasse puisque *ceux qui tiennent les manettes sont ligotés à la fois par des irréversibilités radicales - qui sont en général les conséquences des politiques qu'ils ont eux-mêmes menées - et par des obligations de soutenabilités multiples.*

En effet, d'une part, les responsables gouvernementaux ne peuvent pas aller contre la continuation des déficits publics, avec au-dessus d'eux, et donc de nous aussi, l'épée de Damoclès de la crise des dettes souveraines, et les banques centrales ne peuvent pas réduire leurs bilans ni monter trop haut leurs taux directeurs, avec au-dessus d'elles, et donc de nous aussi, l'épée de Damoclès d'une crise monétaire et financière. D'autre part, les enjeux de soutenabilité sont au moins de trois ordres, climatique, ce qui chamboule tout notre mode de croissance, financière à cause de l'accumulation de l'endettement public et privé (des études montrent que la France est le seul grand pays à ne pas avoir de force de rappel pour l'endettement qu'il soit public ou privé), et sociale à cause du creusement des inégalités.

Pris dans l'impasse de ces irréversibilités et dans l'inextricabilité de ces soutenabilités, les décideurs publics semblent avoir choisi comme stratégie la fuite en avant – mais ont-ils maintenant vraiment le choix ? ; stratégie qui tient en un mot, expansion : un policy mix résolument expansif avec une politique budgétaire qui reste expansive - par la force des choses ? - et une politique monétaire qui reste expansive, - également par la force des choses ?

L'avenir va dire si cette fuite en avant va permettre d'éviter le couperet des épées de Damoclès que nous avons au-dessus de nos têtes ainsi que les crises qui sanctionneraient un échec des soutenabilités. Mais, de toute façon, le capitalisme et la démocratie vont inévitablement en souffrir.

ÉLÉMENTS DE COMPARAISON UE - EU

L'économie mondiale vacille. Et la grande question est de savoir si elle va rompre pour s'engager sur la pente d'une récession dure. À ce stade, toutes les régions du monde sont à la peine, comme en témoignent les baisses successives des prévisions de croissance du FMI depuis janvier 2022. Un processus dont on ne connaît pas les limites et peut encore faire basculer la croissance des pays avancés en zone négative en 2023.

Mais le risque de récession n'est pas forcément tout-à-fait le même de part et d'autre de l'Atlantique.

Pour évaluer ce risque, je me focaliserai dans un premier temps sur l'économie américaine qui reste la locomotive du monde à travers son statut de consommateur en dernier ressort et qui dispose généralement d'un temps d'avance dans la résolution des crises, du fait du haut degré de liberté de sa politique publique.

Cacophonie conjoncturelle Que nous disent les chiffres ? Deux trimestres de baisse du PIB, cela veut dire que techniquement l'économie américaine est entrée en récession. Et pourtant Janet Yellen, secrétaire au trésor, tout comme Jerome Powel, le président de la FED, s'en défendent. La raison principale, c'est que ce ralentissement apparent ne mord pas sur la dynamique de l'emploi. Contrairement à une récession standard, le marché du travail tient bon. Le taux de chômage est encore sur une dynamique légèrement baissière, touchant en juillet ses plus bas historiques d'avant covid. Tandis que l'emploi a encore progressé de plus de 1,3 million au cours des trois derniers mois, rythme très supérieur à la moyenne de long terme. Cette cacophonie conjoncturelle qui n'est en rien spécifique aux États-Unis d'ailleurs, s'étend à bien d'autres dimensions. La profitabilité demeure au firmament, en dépit de la surchauffe des salaires et des matières premières. L'investissement aussi tient bon. Comme si les déboires macro-économiques n'avaient pas prise sur les agents au plan micro. D'où aussi un énorme flottement du diagnostic et de la prévision, en phase avec les tergiversations de la bourse tiraillée entre d'un côté le signal délétère d'une inflation qui s'enkyste, d'une politique monétaire qui se resserre et de l'autre, la résistance financière des géants de la cote.

Des chocs hétérogènes de temporalité différente : D'où viennent ces dissonances et où cela nous conduit-il ? Cette anomalie vient d'abord de la superposition de chocs hétérogènes de temporalité différente :

1. La phase de récupération postcovid n'est pas encore achevée. Comme d'autres pays développés, l'économie américaine, dopée par les plans de soutien fédéraux, vit sous régime d'un excédent d'épargne et de transferts aux ménages qui soutiennent la consommation. Cette dernière surplombe de 5% ses niveaux précovid au second trimestre. Avec notamment un puissant report des dépenses des ménages sur les biens. Ce qui a eu pour conséquence de considérablement déséquilibrer le commerce extérieur, dopant les importations. Cette surconsommation de biens est maintenant en phase de retournement, tandis que la consommation se rééquilibre en faveur des services. L'économie américaine bascule donc d'une consommation à fort contenu en importations à une consommation à fort contenu en emploi. Une recomposition qui explique l'orientation positive des recrutements et l'exacerbation des difficultés d'embauche sur des métiers peu attractifs.

2. Sur ce premier choc se superpose celui de l'envolée des prix des matières premières et l'exacerbation de pénuries localisées, amplifiées par la guerre en Ukraine. Avec un effet ambivalent sur l'économie américaine. Les entreprises ont largement reporté les hausses de prix en amont sur leur prix de vente, préservant leur profitabilité, leur capacité d'investissement... et limitant les pertes boursières.

3. Se superpose enfin le choc de la transition écologique, qui dans un contexte où les conditions monétaires demeurent encore détendues (les taux d'intérêt réel sont en zone négative), contribue à booster certaines composantes de l'investissement. Ces multiples dynamiques composent in fine un tableau conjoncturel ambigu. Avec un PIB qui ne surplombe que de 2% ses niveaux d'avant covid et s'érode depuis 2 trimestres, l'économie américaine manque d'élan. Et ce n'est pas le pouvoir d'achat des ménages qui fournira le carburant d'une relance. En dépit des à-coups liés à la multiplication des chèques,

le revenu disponible ne s'est accru que de 2% depuis fin 2019 en termes réels. La forte inflation a en effet largement consommé le potentiel d'achat des ménages. En revanche, l'inflation est encore loin d'avoir entamé les excédents d'épargne financière des ménages et notamment la composante la plus liquide. L'économie américaine manque de moteurs, mais dispose ainsi de super amortisseurs qui lui permettent a priori d'étirer sans catastrophe majeure cet entre-deux en tôle ondulé difficile à caractériser du point de vue cyclique. Une résistance qui ne tient qu'à un fil néanmoins, celui de la finance et de la richesse accumulée. Un fil qui ne doit pas rompre, au risque de tout emporter. (O. Passet)

Maintenant, dans un second temps, voyons pourquoi l'Europe va payer la crise bien plus cher que les États-Unis :

La première explication tient dans le fait que l'Europe est importatrice nette en grande quantité d'énergie alors que les États-Unis sont au contraire des exportateurs nets d'énergie. Par conséquent, la hausse des prix de l'énergie fait reculer le revenu et dégrade la balance courante de l'Europe alors que le résultat est à l'opposé pour les États-Unis. La différence de résultat est estimée à 5 points de PIB au profit des États-Unis, ces 5 points pouvant leur servir à investir davantage.

Les marchés des changes jouent l'Europe perdante et le dollar refuge.

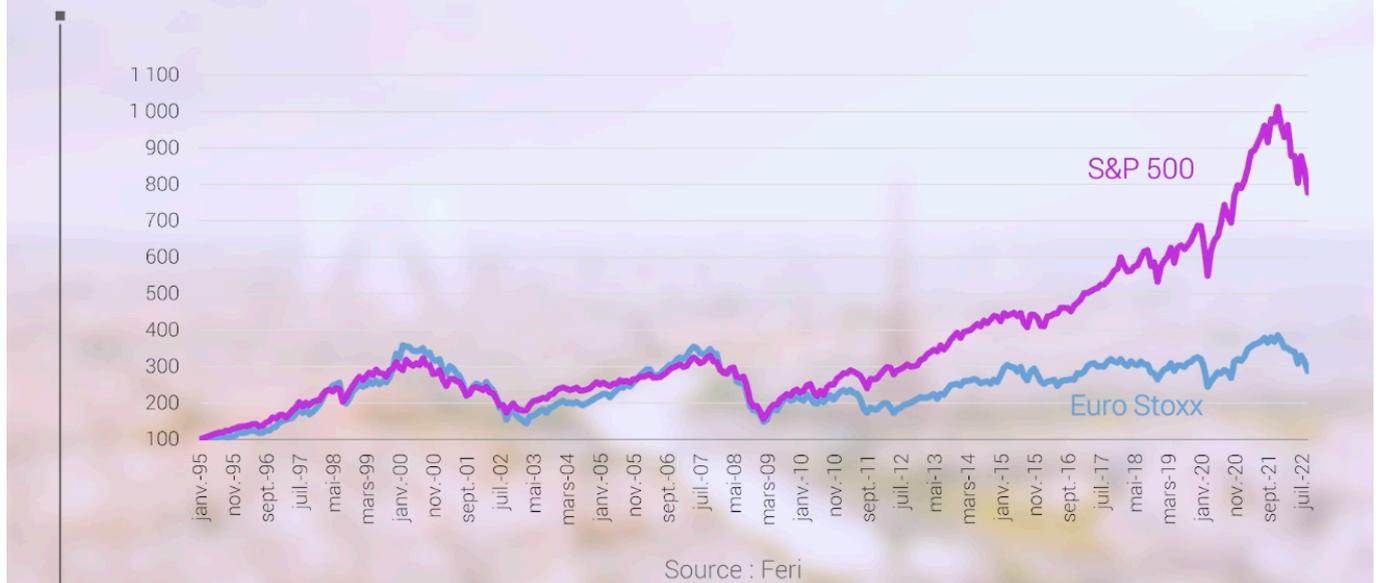


C'est un classique. À chaque grande crise de portée mondiale, depuis les années 1970, les États-Unis, même lorsqu'ils en étaient l'épicentre, ont toujours rebondi plus vite. Et l'Europe, par défaut de coordination, et par manque de réactivité de ses politiques publiques, s'est toujours enferrée, transformant les chocs temporaires en crise persistante. Pourtant, à première vue, avec la crise sanitaire, et face au grand stress énergétique produit par la guerre en Ukraine, l'Europe semble avoir conjuré sa malédiction. Rien n'indique qu'elle décroche ou s'enferme. Débarrassée du carcan de la stabilité budgétaire, convertie depuis Draghi à l'audace monétaire, elle semble faire jeu égal avec les US depuis fin 2019.

Même trajectoire et degré de récupération de l'activité, à peu de choses près, restauration du marché du travail plus nette, avec un taux d'emploi qui surplombe ses niveaux d'avant Covid, contrairement aux États-Unis, jeu égal sur l'inflation, alors même que le choc sur le prix des matières premières ou alimentaire a été plus virulent en Europe, et moindre diffusion de l'inflation, comme en témoigne l'inflation hors énergie ou alimentaire. Comme en témoigne aussi la dynamique des salaires horaires, signalant une boucle prix-salaires moins nettement amorcée qu'outre-Atlantique. Avec de surcroît, en arrière-plan, des fondamentaux budgétaires, de déficit ou de dette publics, moins dégradés.

Alors pourquoi une telle défiance des marchés ?

Bourses européenne et américaine, janvier 1995 = 100



Il y a bien sûr la réponse la plus immédiate. La dépendance énergétique de l'Europe à l'égard du reste du monde, au-delà même de la Russie, l'expose bien plus fortement aux dérèglements et aux pénuries liées au conflit ukrainien. Les États-Unis sont autonomes et exportateurs nets d'énergies fossiles... L'Europe, elle, est exposée à tous les aléas du marché. Avec une menace directe de débrayage de certaines industries énergivores, notamment concernant le noyau dur exportateur de l'Europe, avec l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas et certains PECO en son cœur. Et si le noyau dur exportateur bloque, c'est toute l'Europe périphérique, soit sous-traitante, soit touristique, qui trinque par ricochet. Ce risque d'embolie hivernale existe, mais le temps est plutôt l'allié de l'Europe. Ce qui se dessine plutôt, c'est une détente des cours, une sobriété et une réallocation des circuits, qui éloignent le risque extrême. L'Europe vit une inflation de pénurie et non de surchauffe par la demande.

En fait, la vraie raison de la défiance est politique ; car ce sont les EU qui ont toujours assuré le pilotage de lutte contre les crises, notamment au plan monétaire.

L'Europe suit et subit et les politiques qu'elle est contrainte d'appliquer et qui ne sont pas toujours en relation avec sa situation propre.

Or, tout diverge entre les deux côtés de l'Atlantique.

En particulier, les composantes de la croissance n'ont rien à voir depuis fin 2019 : aux EU, tout repose sur la demande intérieure, consommation et investissement, boostée par une impulsion budgétaire hors normes. On est aux EU avec un schéma classique d'économie en surchauffe où l'offre, en tension à cause du plein emploi, répond davantage par les prix que par les quantités. Les entreprises bénéficient alors d'une plus grande profitabilité (leurs coûts évoluent moins négativement qu'en Europe) et sont prises dans une double boucle : prix-salaires et prix-profits. La conséquence est que les EU sont devenus un facteur de plus d'inflation, et cela à l'échelle mondiale. Ce facteur étasunien s'ajoute donc aux facteurs énergétique et alimentaire. De cette analyse il ressort que la ferme réaction de la Fed est justifiée puisqu'il s'agit de refroidir les débouchés intérieurs, de casser à la fois la boucle prix-salaires et prix-profits, et aussi de profiter de l'appréciation du dollar pour à la fois exporter leur inflation et d'importer de la désinflation. Rappelons que pour les États-Unis, la suprématie de leur monnaie est, avec leur industrie militaire, une arme de guerre dans le maintien de leur leadership mondial ; même leur politique monétaire fait partie de leur arsenal en ce sens que la politique menée par la Fed s'impose au reste du monde dans la mesure où si les autres pays n'obtempèrent pas, ils le payent au travers d'une évolution automatique de leur taux de change et de leurs taux d'intérêt. Cela explique qu'ils se sont toujours opposés, y compris par la force, directement ou indirectement, à toute tentative de « dédollarisation », d'où qu'elle vienne.

Côté Zone euro, c'est une autre situation. La consommation prend une part bien plus modérée dans la récupération et la demande intérieure patine. Ce sont les exportations qui tirent la récupération. Dans ce contexte, la baisse de l'euro allume un nouveau foyer d'inflation, que la BCE contrecarre par la hausse de ses taux directeurs, sur un mode défensif, pour modérer les enchaînements stagflationnistes. Mais cette

thérapie ne s'attaque pas au cœur du mécanisme inflationniste européen, qui vit une inflation de pénurie et non de surchauffe par la demande. La zone euro doit avaler la pilule amère d'un resserrement monétaire, fragilisant une offre déjà malmenée par le contexte géopolitique, sans en retirer les mêmes dividendes en termes de désinflation que les États-Unis, et avec le risque de faire ressurgir une crise des dettes souveraines, notamment sur les États les plus fragilisés. C'est cela que les marchés sanctionnent aujourd'hui, faisant mine d'ignorer cependant que si la FED rate sa manœuvre, le séisme financier risque de prendre un tout autre ampleur aux États-Unis que de ce côté-ci de l'Atlantique.

Nous avons noté dans ce document à plusieurs reprises qu'il y a un ralentissement voire même une baisse de la productivité de part et d'autre de l'Atlantique.

• Les économistes de Natixis ont noté (Flash Economie n°218) qu'il y a cependant une asymétrie en la matière :

« La productivité du travail ralentit en tendance depuis la fin des années 1990 aux États-Unis et depuis les années 1970 dans la zone euro.

Mais on observe aussi une baisse de la croissance du stock de capital (hors logements) net depuis les mêmes périodes, causant une baisse de la croissance du capital par personne employée. Quelle est la partie du ralentissement de la productivité du travail qui peut être attribuée au ralentissement de l'accumulation de capital par tête (rapporté à l'emploi) aux États-Unis et dans la zone euro ? Quelle est au contraire la partie du ralentissement de la productivité du travail qui est la conséquence du ralentissement de la productivité globale des facteurs (du progrès technique) ?

Nous trouvons que :

- aux États-Unis, le recul des gains de productivité du travail depuis les années 1990 est de 1,0 point par an ; que 0,6 point par an de ce ralentissement est dû à la baisse de la croissance du stock de capital par tête des entreprises, 0,4 point par an est dû au ralentissement de la productivité globale des facteurs ;
- dans la zone euro, le recul des gains de productivité du travail depuis les années 1970 est de 2,4 points par an ; que 1,4 point par an de ce ralentissement est dû à la baisse de la croissance du stock de capital par tête des entreprises, 1 point par an est dû au ralentissement de la productivité globale des facteurs.

On voit donc le rôle prédominant du ralentissement de l'accumulation de capital pour expliquer la baisse des gains de productivité ».

Rajoutons que le recul global des gains de productivité s'explique essentiellement par la baisse des gains de productivité dans l'industrie manufacturière qui est nettement plus forte que la hausse des gains de productivité que l'on constate dans le secteur des services aux ménages et aux entreprises. Le développement de l'emploi dans le secteur des services n'est donc pas la cause de la baisse des gains de productivité.

• Le Flash Economie de Natixis n°582 est catégorique : l'écart actuel entre la situation économique des États-Unis et de la zone euro s'explique par l'évolution de la productivité du travail ; qu'il s'agisse des vitesses de désinflation, des taux de croissance des PIB et des progressions des salaires réels :



Du 2^{ème} trimestre 2022 au 2^{ème} trimestre 2023, la productivité du travail a progressé de 0,4% aux États-Unis et a reculé de 0,9% dans la zone euro.

TABLE DES MATIÈRES

1 ^{ère} Partie : Je suis plutôt pessimiste sur l'avenir de la zone euro	2
A- Les difficultés à venir pour l'économie de la zone euro ont 6 causes principales :	2
1) Un changement de perspective :	2
2) La zone euro est aussi touchée par la disparition des gains de productivité du travail,	2
Trois remarques :	3
1- La stagnation de la productivité est pour l'instant compensée par une forte hausse du taux d'emploi.....	3
2- Le cas de la France	4
3- Depuis 2017, il y a une évolution asymétrique des gains de productivité dans la zone euro et aux EU	8
3) La rareté de l'énergie et d'autres matières premières.....	10
4) La tâche de la BCE est particulièrement difficile pour 6 raisons :	11
Remarques :	11
1) les circonstances actuelles mettent toutes les banques centrales dans une difficulté particulière.....	11
2) Sur ce plan du « policy mix », il y a une asymétrie entre États-Unis et zone euro pour une raison supplémentaire et non des moindres.....	13
3) Si le degré d'indexation des salaires aux prix augmente, cette évolution a des chances d'être, ex post, défavorable aux salariés.....	13
4) La relative désinflation que l'on constate s'explique-t-elle uniquement par la politique monétaire restrictive des Banques centrales ?	14
5) La zone euro est entrée en zone de déficit commercial.....	15
Remarques	16
6) La zone euro est gangrenée par une hétérogénéité croissante	18
1) À titre d'illustration, prenons d'abord quatre exemples :	19
Le 1 ^{er} exemple est celui des résultats du commerce extérieur	19
Le 2 ^{ème} exemple est celui de l'inflation,.....	22
Le 3 ^{ème} exemple est celui de la productivité du travail :	23
Le 4 ^{ème} exemple est celui de l'endettement public.....	23
2) L'hétérogénéité peut avoir bien d'autres ressorts,	26
Hétérogénéité due à des différences de politiques économiques	26
Remarque importante : où sont passés les moteurs endogènes de la croissance française ?	27
Hétérogénéité parce qu'on donne plus d'importance aux variables monétaires qu'aux variables réelles.....	29
Remarque importante : l'hétérogénéité au sein de la zone euro se remarque aussi par l'intermédiaire d'une autre variable réelle : le poids de l'industrie.	30
À cette hétérogénéité s'ajoute dans le contexte européen actuel l'égoïsme de certains pays,	31
Remarque : pour notre réflexion, il ne faut pas oublier non plus que la zone euro s'insère dans une économie mondiale elle-aussi concernée par les crises actuelles.....	31
B- Alors, quelle perspective probable pour la zone euro ?	33
La perspective la plus probable pour la zone euro tient en six points.....	33
1) Stagflation (récession + inflation),.....	33
Remarque importante : la dynamique stagflationniste	35
2) Contraction de l'industrie,.....	41
Le film de la désindustrialisation de l'économie française, de crise en crise, proposé par Xerfi Canal en avril 2023 :	44
L'appel au secours de Christian Saint-Étienne (4 mai 2023).....	48
3) Avec l'inflation forte, d'où les taux d'intérêt plus élevés, et la croissance faible, faut-il réduire les déficits publics pour restaurer la soutenabilité des dettes publiques,.....	49
la stratégie qu'a utilisée jusqu'ici la zone euro, basée sur la croissance par l'exportation, avec une énergie peu chère et des taux d'intérêt bas, ne peut pas être maintenue	50

4)En entrant dans une zone de déficit extérieur, la zone euro va souffrir de trois problèmes : d'une difficulté de financement et d'une insuffisance d'épargne. Mais surtout, c'est la question de la compétitivité de la zone euro qui va devenir cruciale.	51
a- Une difficulté de financement.....	51
b- L'insuffisance d'épargne.....	52
c- La zone euro retrouve fin avril une certaine résilience mais le problème crucial pour son avenir est celui de sa compétitivité.....	52
5) Comme les autres grandes banques centrales, la BCE se donne maintenant plusieurs objectifs ; ce qui va la contraindre à changer ses moyens d'action.	56
6) Il y a à la fois un manque de coordination entre politique monétaire et politique budgétaire et une limitation des marges de manœuvre des politiques publiques nationales qui entraîne une scission de nos sociétés en perdants et gagnants.....	57
Remarque sur l'actualité des critères de Maastricht :	59
7)Et quel avenir imaginer pour la France ?	59
8) Six remarques :	70
a. À ces évolutions probables, une autre, possible, peut leur être ajoutée, celle d'une véritable crise systémique, pouvant prendre pas moins de quatre aspects :	70
1- Une crise financière	71
2- Une crise de type « crise des subprimes » comme en 2007-2008.....	75
3- Une crise de l'économie américaine (analysée par Jacques Attali)	76
4- Une crise du système capitaliste (analysée par Olivier Passet)	77
Un partage de la valeur ajoutée trop défavorable au travail.....	78
Qui coûte le plus cher à l'État, les pauvres ou les rentiers ?	79
b. La zone euro risque de supporter de plus en plus mal la fracture en deux de l'économie mondiale qui vient, entre Occident et Orient	80
c. Alors, dans une telle coupure entre Occident et Orient, quelle place pour l'Europe ? ...	82
la « bascule du monde vers le Pacifique, ce n'est qu'un début ».	84
d. Face aux difficultés actuelles, la zone euro risque de décliner et même d'exploser !.....	88
e. Si les taux d'intérêt réels restent longtemps supérieurs à la croissance potentielle, c'est très mauvais pour l'économie.....	93
f. La sobriété énergétique est-elle une bonne politique pour le système économique capitaliste ?	94
2 ^{ème} Partie : Je suis pessimiste sur la capacité d'analyse actuelle de la science économique	96
A- Les économistes ont de la peine à expliquer ce qui se passe.	96
1) « Le krach de la pensée économique » par Laura Raim.....	96
2) Douze points montrent tout particulièrement en quoi les faits économiques sont autant de défis aux théories de la science économique actuelle :	96
a- La première anomalie c'est le découplage inédit de la croissance et de l'emploi.....	96
b- Deuxième anomalie : découplage aussi entre endettement et croissance.	97
c- Troisième anomalie : après deux chocs contraires majeurs, les agents privés conservent une situation d'aisance financière qui défie les pronostics.	97
d- Quatrième anomalie, alors que l'inflation s'infiltré de plus en plus profondément dans l'économie, que les taux d'intérêt remontent, que la récession mondiale paraît inévitable, les Bourses vacillent mais résistent encore.....	98
e- Cinquième anomalie : le prix de l'énergie a perdu son caractère cyclique.....	98
f- Spécialement en France, il y a une conjonction curieuse entre une évolution a priori favorable, l'augmentation de l'emploi (taux de chômage en baisse et taux d'emploi en hausse) et une évolution défavorable, celle du déficit du commerce extérieur ; c'est ce que l'on appelle parfois la maladie hollandaise.	98
Remarque importante : pourquoi le chômage diminue alors que la croissance reste faible	99
g- Il y a avec la crise actuelle inversion des rôles traditionnels entre politique monétaire et politique budgétaire.....	99

h-	La politique budgétaire expansionniste n'est pas fondamentalement une cause d'inflation.	100
i-	La « théorie fiscale du niveau des prix » n'est pas actuellement vérifiée.	100
j-	Contrairement à la doxa économique, la régulation contracyclique est actuellement assurée non pas par la politique budgétaire mais par la politique monétaire.....	100
k-	Autre anomalie : bien qu'il y ait hausse du taux de profit des entreprises et augmentation du Q du Tobin, on constate un net recul du taux d'investissement net.....	101
l-	Le principe d'équivalence ricardienne n'est pas observé partout	103
m-	La Courbe de Phillips existe-t-elle encore ?.....	103
n-	L'inversion des courbes de taux n'annonce pas forcément une récession.	105
o-	Les innovations n'entraînent pas forcément des gains de productivité.....	105
p-	« Les nouveaux concepts flous des économistes ».....	105
q-	« Cette "Science" économique qui perd le contact avec les enjeux réels »	106
B-	Alors, que nous apprennent malgré tout les faits ?.....	107
1)	Les faits se caractérisent par un net basculement économique.	107
2)	Quelles conséquences a ce basculement ?.....	108
3)	Les risques des taux d'intérêt élevés	109
a-	Jusqu'où vont monter les taux d'intérêt ?	109
b-	Si les taux venaient à dépasser le taux de croissance potentielle il y aurait danger d'une crise de la dette souveraine	110
c-	Risque imminent de krach ?	115
4)	La zone euro et la France ne vont pas pouvoir échapper à une cure d'austérité.	127
	CONCLUSION (nécessairement) PROVISoire :	130
	ÉLÉMENTS DE COMPARAISON UE - EU.....	131
	TABLE DES MATIÈRES.....	135