

LA CRISE

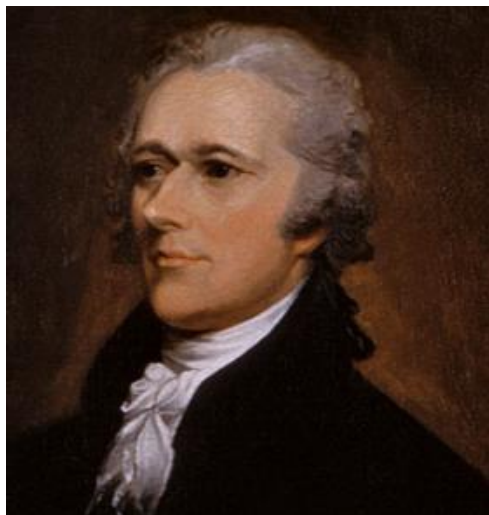
N°48, Septembre 2020

Lettre plus ou moins trimestrielle, gratuite et sans abonnement !

APRES LE DESASTRE : effondrement, résilience ou renouveau ?

Résumé : Nous commençons tout juste à entrevoir la sortie d'un désastre hors norme. Mais nous en sortons dans un flou conceptuel total où chacun peut voir ce qu'il veut et proposer ses lubies comme des solutions incontournables. L'heure n'étant pas encore à faire un bilan de la crise que nous vivons, mon objectif ici se limitera à faire un inventaire de la période et d'essayer d'entrevoir les déterminants essentiels des évolutions envisageables :

- 1/ Quels sont les mots-clefs de période ? Temporalité, soutenabilité, inventivité, solidarité.*
 - 2/ Comment aborder le débat mondialisation / démondialisation ? Ne pas se limiter aux politiques des Etats et ne pas oublier les stratégies des firmes.*
 - 3/ Le tournant hamiltonien d'une Union Européenne qui mutualise ses dettes est-il crédible ? Sera-t-il durable ?*
 - 4/ Quelles conditions pour que le triptyque dette / taux / inflation ne se transforme pas en cocktail explosif ?*
- Et, bien sûr, nous finirons en nous demandant à quelle sauce nos sous vont être dévorés !*



[Alexander Hamilton](#)



[Angela Merkel](#)

Vrai ou faux miracle : la conversion hamiltonienne d'Angela ?

- | | |
|---|------|
| 1. Les mots clef de la période : temporalité, soutenabilité, inventivité, solidarité. | p.3 |
| 2. L'avenir de la mondialisation : entre temporalités et stratégies. | p.7 |
| 3. L'Europe sera hamiltonienne ou ne sera plus | p.14 |
| 3. Dette, taux, inflation : de la soutenabilité d'un cocktail monétaire explosif. | p.19 |
| 5. <i>Et mes sous dans tout ça !</i> : bail-in ou bail-out, telle est la seule question ! | p.26 |

Ah, quelle crise ! Un vrai rêve d'économiste, même si c'est un cauchemar de citoyen. J'ai un peu honte à vous l'avouer, mais jamais je n'aurais pu « espérer » vivre une telle crise : crise d'offre et crise de demande à la fois, crise de l'économie réelle et de l'économie monétaire-bancaire-financière avec montée en flèche prévisible des créances douteuses des banques menaçant leur solvabilité, crise profonde du secteur le plus dynamique des économies développées (les services) et effondrement d'un des secteurs industriels les plus florissants des pays occidentaux en général et de la France en particulier, l'aéronautique. Tout économiste qui aurait eu l'audace d'avancer un tel scénario aurait perdu toute crédibilité ! Et pourtant, nous en sommes bien là ! Dès lors, comment se saisir d'une telle situation inédite ? Il va falloir maîtriser de multiples dossiers, interdépendants. Tout d'abord la gestion de la crise, avant même l'élaboration de plans de relance, suppose de bien comprendre les mots clefs de la période : maîtriser les **temporalités** (la charrue de l'écologie pas avant les bœufs de la croissance), gérer les **soutenabilités** (écologiques, sociales et économiques), stimuler l'**inventivité** (technologique, monétaire, financière), assumer les indispensables **solidarités**.

Nous aborderons ensuite le serpent de mer de tous les débats actuels : la **mondialisation** va-t-elle survivre ou bien allons-nous assister à une **démondialisation** ? Les « Yakafaucons » vous expliquent que les Etats doivent reprendre la situation en main et faire revenir à la maison les firmes qui sont parties à l'étranger. C'est oublier que la mondialisation n'est pas le seul fait de règles étatiques : c'est la rencontre des politiques des Etats et des stratégies des firmes. Faire l'impasse sur ces stratégies condamne à l'incompréhension des phénomènes en cours.

Nous passerons ensuite à la chronique des miracles de l'année et nous nous pencherons sur la soudaine **conversion hamiltonienne d'Angela Merkel** en nous demandant s'il s'agit d'une conversion de cœur ou de raison et surtout si cette conversion sera suffisante pour sauver l'Euro et le marché unique européen.

Un dernier dossier clef va s'avérer déterminant pour l'évolution macroéconomique mondiale : le **triptyque dette / taux / inflation** pourrait se transformer en cocktail explosif. L'augmentation de la dette étant certaine, la principale inconnue est l'inflation dont la prospective est déterminante pour anticiper l'évolution des taux qui conditionnera la soutenabilité de la dette.

Enfin, impossible de nous quitter sans dire quelques mots de nos sous. Les Banques centrales vont être tentées de plumer l'épargnant avec des taux réels négatifs, les Etats de matraquer le contribuable, d'euthanasier le rentier avec une sous-indexation des retraites par rapport à l'inflation, et les entreprises d'asphyxier le salarié qui devra travailler plus pour gagner moins. Tous ces braves gens, épargnants, contribuables, retraités et salariés, pourraient bien se retrouver cocus et battus, mais il faut impérativement qu'ils restent contents afin qu'ils consomment, payent de la TVA et fassent tourner le circuit économique. Tout va donc être une question de doigté, de nuances, de communication, et, pour ceux qui voudront résister, de capacités de nuisances sociales.

Impossible de traiter de toutes ces thématiques dans le format habituel d'une vingtaine de pages : je me suis donc permis d'aller flirter avec la trentaine ! Bonne lecture néanmoins.

1. Les mots clef de la période : temporalité, soutenabilité, inventivité, solidarité.

Avant d'aborder les aspects directement géopolitiques, économiques et patrimoniaux de la gigantesque crise que nous vivons, commençons par nous pencher sur quelques concepts clefs qui vont parcourir tous nos raisonnements tant ils constituent de puissantes focales d'analyse des phénomènes qui caractérisent cette crise inédite et des politiques qui permettront ou non d'en sortir.

La temporalité est centrale pour analyser les options que nous posons dans le titre de cette chronique : effondrement, résilience ou renouveau ? Car en effet le timing des mesures de relance, d'aides diverses, de nouvelles régulations encourageant, freinant ou interdisant tel ou tel type d'activité ou de technologie est un enjeu essentiel. Une mesure n'est pas bonne ou mauvaise en soi : elle est bonne si elle arrive au moment opportun et mauvaise si elle est contreproductive au moment où elle est adoptée. Décarboner l'économie est en soi un objectif indispensable, mais si cette décarbonation est posée en préalable à tout soutien à la reprise, à toute mesure de relance, elle devient contreproductive car en empêchant ou en freinant le redémarrage de l'économie, elle sape les bases matérielles des investissements nécessaires à cette décarbonation ainsi que les fondements de son acceptation sociale. Si on pense, à juste titre, qu'un **effondrement** de nos sociétés pourrait résulter d'un enchaînement financier non maîtrisé, il faut être bien conscient qu'il pourrait aussi trouver son origine dans un aveuglement écologiste conduisant de fait à une décroissance en spirale.

La **résilience** (c'est-à-dire la capacité à revenir sur la trajectoire de croissance antérieure après un choc majeur) est ce que nous pouvons espérer de mieux à court-moyen terme : cela suppose de rétablir au plus vite les équilibres macroéconomiques antérieurs avec les technologies disponibles, tout en sachant que des désajustements sectoriels (aéronautique et transport aérien, tourisme et activités connexes) sont inévitables tant que la pandémie de Covid ne sera pas maîtrisée, par disparition naturelle du virus, vaccin pertinent ou traitement fiable. Le **renouveau** est l'objectif de moyen-long terme, embrayant sur la résilience préalable qui rendra possible un ajustement de l'itinéraire de développement, plus centré sur la préservation de l'environnement et la lutte contre le réchauffement climatique. Mais poser cet ajustement en préalable au redémarrage est le plus sûr moyen de nous précipiter dans une décroissance mortelle qui rendra d'autant plus économiquement et socialement impossible cet ajustement. Si ventre affamé n'a pas d'oreille, économie décroissante n'a que faire du CO2.

Prenons garde à la tentation de la table rase, de tout remettre immédiatement à plat pour construire un monde nouveau, tout beau, sans pollution, sans inégalités : ce serait la meilleure voie vers la catastrophe économique et sociale. L'exigence d'un renouveau immédiat a de fortes probabilités de se transformer en anti-résilience. Les idéologues écolos, qui pensent qu'on va éliminer par quelques décrets le charbon, le gaz, le pétrole, les plastiques, les engrais et les pesticides, sont des vecteurs d'effondrement productif et social et donc de retard dans la refondation du modèle de développement. Et les emballements écolo débouchent inévitablement sur des effets pervers si, en voulant bâtir sans délai « le monde d'après » rêvé par certains, on n'examine pas tous les tenants et aboutissants du dossier, comme l'illustre l'encadré N°1 « Aménagement urbain et détournement de commerce ».

Encadré N°1

Aménagement urbain et détournement de commerce :

Piste cyclable, TVA française et IVA espagnol.

L'agglomération des villes de Bayonne, Anglet et Biarritz (dite BAB, dans le département des Pyrénées Atlantiques, à quelques kilomètres de la frontière espagnole) est très étendue. Deux axes de communication Nord-Sud drainent l'essentiel de la mobilité entre ces villes : l'ancienne route nationale N10 (désormais D810) et le Boulevard du BAB en 2 fois 2 voies. Au fil des dernières années la D810 a été équipée de voies réservées aux bus, le Boulevard du BAB a vu la vitesse autorisée descendre de 70 à 50 km/h. La mobilité Nord-Sud en voiture particulière a ainsi été rendue plus lente et malaisée au fil du temps : rien d'extraordinaire, c'est dans l'air du temps des politiques de mobilité, et ces modifications s'inscrivaient dans une programmation réfléchie sinon pertinente dans les conditions locales.

Plus récemment, comme de nombreuses villes françaises dans la période actuelle post confinement, l'agglomération du BAB s'est lancée dans la mise en place précipitée de pistes cyclables provisoirement provisoires ou provisoirement définitives, nul ne le sait encore ! Cet aménagement non réfléchi à l'avance rend très problématique la circulation sur ce boulevard BAB dans le sens Nord-Sud (suppression d'une voie sur les deux préexistantes) et est susceptible de modifier les comportements de déplacement des automobilistes et les fréquentations des centres commerciaux dont l'essentiel se situe au Nord de l'agglomération (BAB 2, Forum, divers hyper). Dès lors le sud de l'agglomération tend à basculer vers les centres commerciaux au Sud... en Espagne, à plus de 20 km au lieu d'une dizaine pour accéder aux centres commerciaux du nord de l'agglomération qui voient dès lors leur aire de chalandise se rétrécir. C'est ainsi qu'un aménagement urbain conçu dans un cadre local débouche sur un détournement international de commerce transférant de la recette fiscale d'un pays à un autre et diminuant le chiffre d'affaire des structures commerciales du même ensemble urbain, avec un effet induit sur l'emploi.

Je connais très bien quelqu'un qui réside au sud de l'agglomération et qui avait l'habitude de faire ses courses hebdomadaires dans le plus grand centre commercial du Nord, sauf une fois par mois en Espagne, avec plein de carburant de 25 centimes (diesel) à 30 centimes (SP95) moins cher au litre, sans parler de nombreux autres prix 20 à 30% moins cher... ça motive au déplacement ! Avec la dégradation des conditions de circulation Nord-Sud dans l'agglomération du BAB, les courses hebdomadaires sont devenues espagnoles, depuis la réouverture de la frontière le 21 juin, les économies réalisées sur les produits compensant plus que largement les frais supplémentaires de déplacement. Et donc ce mauvais citoyen ne paye plus de la TVA française mais de l'IVA espagnol : l'analyse des tickets de caisse de cet individu, du 24 juin au 22 août, sur 2 mois, révèle que ce sont ainsi 223,91 € de TVA qui se sont envolés vers les cieux hispaniques (sans compter les taxes spécifiques sur les alcools ou sur les carburants) associés à 1714,73 € d'achats. Sur cette base chiffrée, pour 1% des ménages de l'agglomération (61300 ménages associés à 135000 habitants, moyenne nationale 2,2 personnes par ménage) qui auraient modifié leurs comportements d'achats du fait des difficultés de circulation, on peut très grossièrement évaluer en valeur annuelle à un peu moins de 1 million € la TVA perdue par la France et à plus de 6 millions au moins la perte de chiffre d'affaire des structures commerciales de l'agglomération. Avec 1 million €, quelle longueur de vraies pistes cyclables intelligemment implantées pourrait-on construire... sans gêner les automobilistes ? La précipitation est mauvaise conseillère et les effets de mode sont plus souvent des effets pervers que des gages d'efficacité ! Faut-il préciser que les cyclistes sur cette piste cyclable sont tout aussi imaginaires que les coquecigrues chez Picrocholle : en voir deux sur les 8 km du BAB relève de l'exploit ! Ça fait cher de perte fiscale au km cycliste parcouru !

La soutenabilité est tout aussi importante à condition de l’embrasser dans sa totalité et de ne pas vouloir la limiter à la seule soutenabilité écologique, aussi indispensable soit-elle. Car les soutenabilités sociale et économique sont tout aussi vitales, d’abord pour la résilience et ensuite pour le renouveau. Tout le monde se souvient, en France comme à l’étranger, du mouvement des Gilets jaunes qui a défrayé la chronique pendant des mois. Le détonateur de ce mouvement a clairement été l’ignorance de la dimension sociale d’une taxe carbone, appliquée aux carburants, qui venait pénaliser fortement les couches populaires péri-urbaines devant impérativement prendre leur véhicule (ancien, polluant et à forte consommation !) pour leur vie quotidienne : travail, courses, école et loisirs des enfants. Bien des écologistes seront sans doute d’accord avec moi pour dire que désormais c’est une double soutenabilité, écologique et sociale, qui doit être promue. Mais il ne faut pas s’arrêter là et ignorer la soutenabilité économique : on ne peut pas prendre des mesures de soutenabilité écologique socialement ajustées sans se poser la question de l’efficacité productive de ces mesures. N’oublions pas, comme le disait Marcel Boiteux à propos des tarifs de l’électricité, que « Les horloges sont faites pour dire l’heure et les prix pour dire les coûts »¹. Certes, les prix peuvent être déconnectés des coûts par des subventions, mais ces subventions n’existent qu’au prix d’impôts immédiats ou de déficits financés par de la dette, source d’impôts ultérieurs. La dette introduit ainsi une nouvelle dimension de soutenabilité.

L’inventivité. Au vu des défis à relever il va falloir être inventif dans les mois et les années à venir et ne pas s’endormir sur des idées préétablies. Et cette inventivité va devoir se décliner sur le plan scientifique et technologique, mais aussi en matière monétaire et financière. La lutte contre le réchauffement climatique et l’adaptation à ce même réchauffement ne seront pas menées à bien dans le seul cadre des technologies en vigueur à ce jour. Aussi bien en termes énergétiques qu’en matière agroalimentaire il va falloir résister aux œillères scientifiques que voudrait nous imposer l’écologie politique, anti-nucléaire et anti-biotechnologies. Le développement des énergies renouvelables - pour l’essentiel intermittentes (éolien et solaire) – suppose la mise en place de technologies non polluantes de stockage. Au vu du désastre écologique de l’industrie des batteries, le recours à l’hydrogène peut sembler s’imposer, mais encore faudrait-il s’assurer que les lois de la chimie et de la thermodynamique² n’en condamnent pas la soutenabilité économique en nécessitant le recours à des subventions démesurées par rapport au gain écologique attendu. En matière alimentaire, l’adaptation au changement climatique va supposer l’émergence rapide de nouvelles variétés végétales résistantes au stress hydrique : les techniques historiques de sélection des variétés mettraient des décennies pour afficher des résultats probants. Seules les nouvelles biotechnologies de mutation génétique ciblée permettront d’avancer au rythme qu’impose le changement climatique. Les écolos irresponsables qui s’y opposeront seront les seuls responsables des disettes ou famines afférentes ! Au-delà de l’inventivité technologique, il va falloir aussi beaucoup d’inventivité monétaire et financière. Nous y reviendrons plus

¹ Marcel Boiteux, [Tripoter les tarifs de l’électricité](#), La Revue de l’Énergie n° 609 – septembre-octobre 2012

² Cf. Samuele Furfari, [Hydrogène : énième utopie de l’UE ou comment se chauffer en brûlant des sacs Louis Vuitton !](#), La Tribune 22/07/2020.

loin, mais puisqu'on a déjà évoqué la soutenabilité de la dette, vous imaginez aisément le défi qu'elle va poser : comment la rembourser, sans la rembourser tout en la remboursant ! Economistes d'Etat, à vos postes de combat et préparez vos armes : cantonnement, taux négatifs, inflation insidieuse, désindexation des prestations sociales et des retraites, impôts camouflés, concours Lépine du prélèvement obligatoire, maquillage élégant de la baisse du niveau de vie...

Enfin, mais pas le moins important, il va falloir faire preuve de **solidarité**. La notion peut sembler moralisatrice voire « cucul gnanngan », mais il n'en est rien : on n'est pas ici dans le registre de la charité chrétienne ou de la zakat musulmane mais dans celui d'une juste efficacité à différents niveaux territoriaux : national, régional (au sens plurinational), mondial. Au niveau national, en général et plus encore dans la période actuelle, il ne saurait y avoir de cohésion sociale sans solidarité entre les groupes sociaux, qui passe naturellement par la fiscalité et tout particulièrement par l'impôt progressif sur le revenu. Mais encore faut-il que celui-ci soit juste et traite tous les revenus de façon identique : ce n'est souvent pas le cas, ce qui ne peut qu'éroser le consentement à l'impôt. C'est ainsi qu'en France un très haut salaire peut se voir taxer (en tranche marginale) à 45% + 9% de CSG, soit 54% (et des salaires inférieurs à 30 + 9 ou 40+9) tandis que des revenus financiers de mêmes niveaux bénéficieront d'une taxation forfaitaire à 30% pour solde de tout compte. Si un taux supérieur à 30% est insupportable pour des dividendes ou des intérêts, pourquoi serait-il supportable sur un salaire, une pension ou un revenu immobilier ? D'où un sentiment diffus d'injustice qui ne peut qu'alimenter le vote populiste. Et ne parlons pas de la réforme fiscale de Trump qui fait qu'un employé va payer proportionnellement plus d'impôt sur le revenu qu'un milliardaire !

Au niveau régional européen, le débat sur la mutualisation des dettes illustre bien ce caractère vital de la solidarité pour préserver la cohésion de l'ensemble : face au choc asymétrique de la crise du Covid qui affecte économiquement le Sud plus fortement que le Nord (du fait des profils sectoriels divergents) la mise en place d'un mécanisme solidaire de transfert au profit du Sud était bien le minimum qui pouvait être fait, sauf à vouloir provoquer un éclatement de la zone Euro et *in fine* du marché unique, dommageable pour tous. Pour autant l'Euro n'est pas tiré d'affaire car personne ne sait ce que nous réserve, demain ou après-demain, la Cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe, ni comment seront soldés les énormes déséquilibres du système de paiement Target 2. Et ne parlons pas des paradis fiscaux intra-européens (Irlande, Pays-Bas, Luxembourg) véritables contre-exemples de solidarité qui tirent la fiscalité européenne vers le bas, tout en donnant des leçons de frugalité aux autres Etats qu'ils privent de recettes fiscales ! Enfin, au niveau mondial, la solidarité c'est aujourd'hui ne pas couper les financements à l'OMS en pleine pandémie sous prétexte que la tête de son directeur ne vous plaît pas, et demain ce sera promouvoir un accès équitable de tous les pays aux vaccins lorsqu'ils seront validés.

Ainsi **temporalité, soutenabilité, inventivité et solidarité** vont nous accompagner tout au long de ce numéro comme autant de projecteurs pour éclairer les différents débats et phénomènes qui vont nous occuper.

2. L'avenir de la mondialisation : entre temporalités et stratégies.

A l'occasion de la crise sanitaire mondiale que nous traversons, le débat autour de la mondialisation s'est enflammé, allumé par la pénurie de masques et autres accessoires médicaux dont on s'est brusquement aperçu qu'ils venaient tous d'Asie et en particulier de Chine. Puis on s'est tout aussi brusquement rendu compte que les principes actifs des médicaments étaient majoritairement produits en Chine (ou en Inde), tout comme des composants de nombreux équipements électriques et électroniques qui venaient à manquer, menaçant la production des ordinateurs et autres smartphones. La situation a ainsi été perçue dans les pays occidentaux comme une perte de souveraineté, une dépendance qu'il allait falloir corriger. Au terme d'une analyse aussi profonde et durable qu'une flaque d'eau estivale, les Yakafaucons de tous poils ont émis leur verdict : la mondialisation a vécu, ramenons les usines à la maison ! Bigre, c'est aller bien vite en besogne et ne pas comprendre ce qu'est la mondialisation.

Toutefois à la décharge des analyses politiques populistes ou journalistiques un peu simplistes, il faut bien admettre la très grande complexité du débat sur la mondialisation qui s'est engagé à l'occasion de cette crise sanitaire. Car ce débat mélange trois temporalités très différentes qu'il importe de bien articuler pour pouvoir avancer dans une prospective éclairée. Par ailleurs les affirmations péremptoires concluant à une démondialisation font l'impasse sur une analyse approfondie des acteurs en surestimant le rôle et les marges de manœuvre des Etats et en sous estimant les capacités d'adaptation des stratégies des firmes qui nagent dans la mondialisation comme un poisson dans l'eau.

Les trois temporalités du débat sur la mondialisation.

On peut aborder la mondialisation dans une perspective historique de très long terme, dans la perspective des dernières décennies ou bien dans l'immédiateté du temps présent. Suivant la focale que vous retiendrez vous aurez des approches bien différentes de sa prospective. Voyons donc les trois temporalités possibles de lecture de la mondialisation :

-une temporalité historique, sur plusieurs siècles, celle de la mondialisation avec des formes successives variées : (1) le colonialisme avec sa composante esclavagiste et son commerce triangulaire qui va permettre l'accumulation primitive du capital chère à Marx ; (2) le néocolonialisme qui va faire perdurer la domination occidentale mais sous des formes moins directement brutales ; (3) le multilatéralisme (cf. ci-dessous). Cette temporalité longue adosse la mondialisation à des évolutions scientifiques et technologiques lourdes, partant de l'astronomie et des premiers instruments de navigation maritime au XVI^e siècle jusqu'aux porte-conteneurs et à internet aujourd'hui. Et ce n'est pas un virus, aussi menaçant soit-il, qui fera revenir en arrière durablement sur l'élargissement des échelles spatiales des activités humaines : pas de retour en vue aux économies nationales, et encore moins à l'économie villageoise dotée de sa monnaie locale... au grand désespoir de nos écolos et autres survivalistes. L'Histoire longue a toujours raison... à terme !

- **une temporalité contemporaine**, sur plusieurs décennies, celle du multilatéralisme avec aujourd'hui une tendance à la démultilatéralisation au profit d'un retour au bilatéralisme. Le multilatéralisme s'est mis en place au lendemain de la Deuxième Guerre mondiale, avec la création des grandes institutions internationales, politiques comme l'ONU, économiques comme le GATT/OMC, le FMI et la Banque mondiale, ou ciblées sur un champ de compétence sectoriel (FAO, OMS...). Cette dimension multilatérale, inspirée des idéaux démocratiques (une nation, une voix) a largement été impulsée par les Etats-Unis... ce qui ne manque pas de sel quand on voit aujourd'hui le rôle des Etats-Unis dans le recul du multilatéralisme. Trump est souvent associé à la remise en cause du multilatéralisme, non sans raison comme l'illustre le retrait américain de l'accord de Paris sur le climat. Toutefois il est peu probable que cette tendance disparaisse spontanément après le départ espéré de Trump... le plus tôt possible ! En effet, si Trump a mis en scène et exacerbé cette tendance, elle ne lui est pas entièrement imputable car elle est bien antérieure à son élection et la rivalité sino-américaine mettra au minimum de nombreux grains de sable dans les processus multilatéraux... et bien plus si les choses tournent au vinaigre. Il est donc probable que le débat multilatéralisme / bilatéralisme sera central dans l'Histoire contemporaine à venir. Et suivant la tendance qui l'emportera la mondialisation de demain sera plutôt multilatérale-coopérative ou bilatérale-conflictuelle.

- **une temporalité immédiate**, celle de la crise économique induite par la crise sanitaire du Covid, voit l'exacerbation – compréhensible – des critiques contre la mondialisation perçue négativement par les opinions publiques occidentales qui analysent l'état actuel de la division internationale du travail en termes de perte de souveraineté, de pertes d'emplois et de chômage des travailleurs peu qualifiés et qui ne prennent pas en compte le recul de la pauvreté à l'échelle mondiale permis par cette mondialisation... qu'aucun économiste ne peut ignorer. Une fois la crise sanitaire surmontée (traitements, vaccins), dans quelques mois ou années, cette prise de conscience d'une perte de maîtrise sur des approvisionnements vitaux (biens médicaux et para médicaux) laissera des traces profondes. Elle conduira à des régulations étatiques qui imposeront des stocks minimums à respecter et promouvoir des incitations à relocaliser certaines productions dans chacun des pays ou au niveau régional. Mais les relocalisations, sauf planification centralisée de sinistre mémoire, ne se décrètent pas : ce ne sont pas les Etats qui investissent dans des unités de production mais des firmes dans le cadre de stratégies de localisation de leurs activités productives. Et cette simple remarque nous fait basculer dans la deuxième dimension de la prospective de la mondialisation et du débat mondialisation / démondialisation : entre Etats et firmes, qui seront les acteurs principaux d'une redéfinition de la mondialisation ?

Suivant la temporalité mise en avant, l'idée qu'on peut se faire de l'avenir de la mondialisation est radicalement différente. A considérer la seule temporalité immédiate des méfaits de la mondialisation sur l'apparition puis la gestion de la crise Covid on ne pourrait que conclure à une indispensable remise en cause radicale. A examiner la temporalité historique on ne voit pas comment pourrait s'arrêter le rouleau compresseur d'une évolution scientifique et technique qui abolit les distances pour ne plus former qu'un espace mondial. C'est la temporalité contemporaine de l'avancée puis du recul du multilatéralisme qui rend le

mieux compte de la dimension contradictoire du phénomène et des incertitudes de son avenir qui se dessinera dans la confrontation de jeux d'acteurs étatiques et entrepreneuriaux.

Régulations des Etats et stratégies des firmes.

A écouter bien des discours purement idéologiques de la période actuelle, on pourrait penser que les Etats ont droit de vie et de mort sur la mondialisation, tels des empereurs romains qui lèvent ou baissent le pouce pour signifier la survie ou la mise à mort du gladiateur ! Il n'en est rien car les Etats ne sont pas les acteurs principaux de la mondialisation, et ses formes actuelles et leurs évolutions à venir ne sont pas réductibles aux politiques des Etats. Les Etats définissent des paramètres de la mondialisation mais ce sont les firmes qui l'animent. Ces paramètres interagissent avec les stratégies des firmes, qui les intègrent ou les contournent. Des modifications, inspirées par l'épisode coronavirus, dans les régulations étatiques du commerce international, de l'investissement direct international et des flux internationaux de capitaux, pourront infléchir des stratégies mais elles n'effaceront pas des siècles de mondialisation formatée par les avancées scientifiques et techniques qui ont aboli les distances économiques et fait du monde entier l'espace naturel de déploiement des firmes. Ni Trump ou son successeur, ni Xi Jing Ping Président à vie... sauf accident de l'Histoire, ni *America first* ni *China great again*, après plusieurs siècles de déclin, ne changeront cette donne fondamentale. Certes, en modifiant des paramètres du calcul économique (droits de douane, codes d'investissement, régimes de change) les Etats influenceront sur les stratégies des firmes, mais celles-ci sont suffisamment plastiques pour s'adapter sans se croire obligées de rentrer à la maison... en supposant qu'elles en aient une ! Demain ne sera pas la fin de la division internationale du travail (DIT), de la division internationale des processus productifs (DIPP), des investissements directs à l'étranger, des stratégies verticales et horizontales (cf. ci-dessous), des prix de transfert et des calculs afférents de maximisation internationale du profit. Les modalités, les proportions entre types d'investissement, les articulations entre commerce international et investissement international vont évoluer mais elles n'ont jamais cessé de le faire depuis plusieurs siècles. Rien de nouveau sous le soleil. Et tout Etat qui voudrait individuellement s'abstraire de la mondialisation le paierait très cher car ce serait pour lui la voie royale de l'effondrement et certainement pas du renouveau.

Pour comprendre ce qu'est la mondialisation il faut bien maîtriser ce que sont aujourd'hui le commerce international et l'investissement international. Le commerce international n'est plus seulement un commerce de produits finis destinés au consommateur final, mais il est aujourd'hui, pour moitié, un commerce de biens intermédiaires (ou d'intrants) destinés soit à une nouvelle transformation (exemple de la filière textile avec les étapes du filage, du tissage puis de la confection) soit à un assemblage dans un produit final (filière automobile par exemple). Biens finals et biens intermédiaires sont produits au sein de chaînes d'approvisionnement complexes (encore appelées chaînes de valeur) faisant intervenir plusieurs entités productives localisées dans plusieurs pays. Au sein d'une chaîne de valeur, ces entités peuvent être des filiales d'un même groupe multinational ou bien être indépendantes mais liées par des contrats de sous-traitance internationale. Les filiales d'un même groupe multinational résultent d'investissements directs, par création ex-nihilo d'une

unité de production (investissement *greenfield*) ou rachat d'une unité existante (investissement *brownfield*), dans le cadre de stratégies horizontales ou verticales :

- une **stratégie horizontale** vise à positionner une production au sein d'une zone de consommation : le pays visé (ou le groupe de pays, en libre-échange ou union douanière) est choisi pour son potentiel de demande du produit fabriqué. L'installation d'une usine Toyota à Onnaing (nord de la France) à l'intérieur des frontières douanières de l'UE correspond à cette stratégie horizontale. De même pour Airbus avec une chaîne de montage A320 à Tianjin (Chine) ou A320 et A220 à Mobile (Alabama, Etats-Unis). C'est une assurance contre la remontée des tarifs douaniers et les humeurs d'un Trump ou d'un Xi !

- une **stratégie verticale** ne recherche pas un marché mais des conditions productives permettant de réduire le coût de production, soit par la disponibilité à bon prix d'une matière première ou d'une source d'énergie, soit grâce à des coûts de main d'œuvre attractifs, suivant la branche considérée : le coût du KWh sera décisif pour la production d'aluminium, le coût de la main d'œuvre pour un atelier de confection. Ensuite, l'essentiel ou la totalité de la production a vocation à être exportée pour s'intégrer dans une chaîne de valeur plurinationale.

Mais ces deux types de stratégies d'investissement (ou de sous-traitance internationale pour la stratégie verticale) sont plus complémentaires qu'opposées et elles s'imbriquent dans la stratégie globale de la firme. Pour revenir sur la production des Yaris (Toyota) dans le Nord de la France, elle imbrique une stratégie horizontale de présence sur le marché unique pour le stade final de l'assemblage, et une stratégie verticale pour la production de nombreux composants fabriqués ailleurs en Europe, au Japon ou dans des pays à bas salaires. Idem pour le montage des Airbus en Chine ou aux Etats-Unis. Cette distinction entre les logiques horizontales et verticales est importante si l'on veut faire une prospective des formes de la mondialisation : c'est en effet à ce niveau que se situe une variable d'ajustement de ces formes, en réponse à des modifications des paramètres étatiques (tarifs douaniers notamment).

Pour éclairer le débat sur la mondialisation, il est intéressant de se demander quelle est la part des productions étrangères dans les chaînes de valeur finalisées dans tel ou tel pays, et quelle a été l'évolution de cette part. Une contribution récente du CEPII fournit des informations intéressantes : Chaînes de valeur mondiales et dépendances de la production française, [Lettre CEPII juin 2020](#). Je reprends dans l'encadré en page suivante certains des tableaux et graphiques de cette analyse.

Le mérite de cette contribution du CEPII est de fixer des ordres de grandeurs permettant d'appréhender objectivement les interdépendances dans les chaînes productives et de mesurer le poids des principaux partenaires dans les chaînes de valeur. Pour ce faire le CEPII développe deux indicateurs de dépendance, du côté de l'offre étrangère de biens intermédiaires qui rentrent dans la production nationale en tant qu'intrants, et du côté de la demande étrangère de biens intermédiaires nationaux. Dans les deux cas ces indicateurs rapportent les imports et les exports de biens intermédiaires au PIB, du pays globalement ou au niveau sectoriel (industrie, agriculture, services...). Cette mesure a été calculée sur les données de 1995 et de 2014.

Encadré N°2 :

Biens intermédiaires et chaînes de valeurs

Source : Chaînes de valeur mondiales et dépendances de la production française

[Lettre du CEPII Juin 2020](#), Ariell Reshef & Gianluca Santoni

Tableau 1 – Dépendances par les chaînes de valeur à l'offre et à la demande étrangères

	Dépendance à l'offre		Dépendance à la demande	
	1995	2014	1995	2014
France	10,0	13,6	10,5	12,0
États-Unis	4,9	7,1	5,5	6,4
Chine	10,9	11,3	8,0	10,1
Allemagne	9,1	15,7	10,7	19,5

Note : la dépendance de la production à l'offre étrangère est mesurée en rapportant la valeur des importations de produits intermédiaires au PIB. La dépendance de la production à la demande étrangère correspond à la part de la valeur ajoutée issue de la production de biens intermédiaires exportés.

Source : base WIOD (World Input-Output Database) de 2013 et 2016.

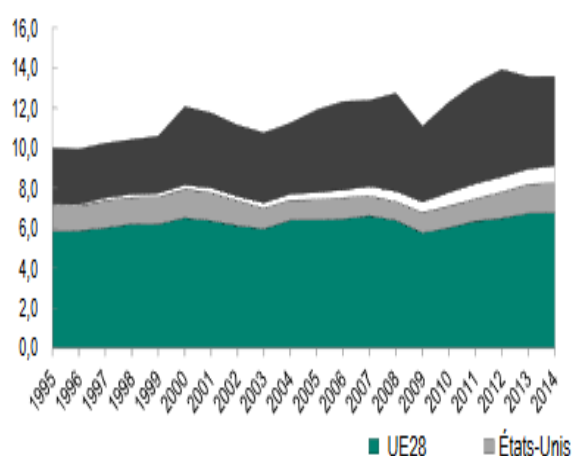
Tableau 2 – Dépendance de la France à l'offre et à la demande étrangères, par secteur

	Dépendance à l'offre		Part du secteur dans le PIB		Dépendance à la demande	
	1995	2014	1995	2014	1995	2014
Agriculture	12,1	21,7	3,2	1,7	14,4	18,9
Industrie	20,2	31,5	20,0	14,4	23,1	29,3
Construction	12,4	20,5	5,8	5,6	1,5	1,2
Services	5,4	8,2	71,0	78,3	7,5	9,5
Total	10,0	13,6	100,0	100,0	10,5	12,0

Note : la dépendance de chaque secteur à l'offre étrangère de produits intermédiaires est mesurée en rapportant la valeur des importations de produits intermédiaires de ce secteur à sa valeur ajoutée. La dépendance du secteur à la demande étrangère correspond à la part de sa valeur ajoutée issue de la production de biens intermédiaires exportés.

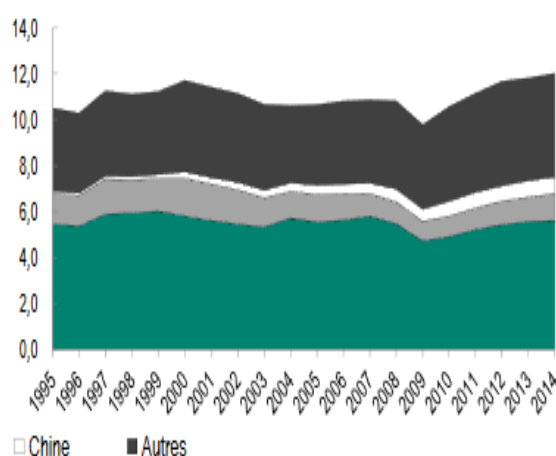
Source : base WIOD (World Input-Output Database) de 2013 et 2016.

Graphique 1 – Dépendance de la France à l'offre étrangère (1995-2014)



Source : base WIOD (World Input-Output Database) de 2013 et 2016.

Graphique 2 – Dépendance de la France à la demande étrangère (1995-2014)



La première conclusion de cette étude (cf. Tableau N°1) est que la part des biens intermédiaires dans le PIB des quatre pays considérés (France, États-Unis, Chine, Allemagne) augmente à l'import comme à l'export dans l'intervalle d'une vingtaine d'années. L'Allemagne a les indicateurs les plus élevés et ceux qui ont le plus augmenté (en 2014 15,7% à l'import et 19,5 à l'export), les États-Unis les plus faibles (7,1% et 6,4%), la France et la Chine étant dans les mêmes eaux, dans une fourchette de 10 à 13% du côté de l'offre comme de la demande. Le Tableau N°2 ventile les données françaises par secteur : très logiquement c'est l'industrie qui affiche les chiffres les plus élevés, de l'ordre de 30% à

l'import comme à l'export ; et tout aussi logiquement les services (78% du PIB français) arrivent bon dernier avec des chiffres inférieurs à 10%.

Il aurait été intéressant de pouvoir disposer de ces indicateurs pour l'UE en tant que bloc et de les comparer avec les chiffres américains et chinois : en effet un commerce de biens intermédiaires entre Canton et Pékin ou entre la Californie et New York n'est pas de nature internationale et donc pas pris en compte, tandis que le même commerce entre la France et l'Allemagne ou l'Italie est de nature internationale. D'où un biais de lecture qui rend difficile des comparaisons entre les grands blocs commerciaux continentaux que sont la Chine, les Etats-Unis et l'UE. En effet comme le montrent les graphiques 1 et 2 relatifs à la répartition géographique pour la France des imports et exports de biens intermédiaires, les échanges intra-européens occupent une place prépondérante même si cette part a diminué dans les 20 années considérées. Vis-à-vis de la Chine, si la part reste modeste en 2014 (0,85% à l'import et 0,72% à l'export) elle n'en est pas moins en forte augmentation, multipliée respectivement par 10 et par 6.

Au terme de cette analyse, demandons-nous quels vont être les éléments clefs d'une prospective de la mondialisation dans les années à venir, de son reformatage possible entre trois scénarios :

- **Scénario 1** : maintien d'une large globalisation évoluant au gré des changements dans les avantages comparatifs des différents pays.
- **Scénario 2** : ajustement à la marge par régionalisations limitées et à géométrie variable dans une logique de souveraineté (disponibilité immédiate de biens sanitaires, contrôle de technologies sensibles type 5G ou IA...).
- **Scénario 3** : fragmentation durable en zones régionales rigides, fondée sur une remontée des obstacles au commerce (tarifs douaniers et taxes diverses, normes homogènes par zone mais différenciées entre zones). Ce serait la fin du multilatéralisme commercial au profit d'un bilatéralisme de région à région, de région à pays, de pays à pays, négocié au cas par cas.

Trois éléments doivent être examinés quant à la probabilité d'occurrence de ces scénarios :

- **les évolutions géopolitiques.** Quid de la rivalité américano-chinoise, de l'alignement européen ou pas sur les positions américaines ? Si les évolutions chinoises confirmaient un schéma dictatorial agressif déjà prononcé (non-respect des engagements relatifs à Hong Kong, menaces croissantes à l'égard de Taiwan, non reconnaissance des décisions de la Cour Internationale de Justice de la Haye relatives aux îles en mer de Chine méridionale, camps de concentration pour les Ouïghours... la barque est déjà bien chargée) une politique occidentale de *containment* chinois deviendrait inévitable et rendrait impraticable le scénario 1, au grand dam des grandes firmes mondiales (chinoises comprises) qui ont les yeux de Chimène pour ce scénario. Mais pour que ce *containment* occidental se mette en place et soit soutenu par d'autres partenaires (arabes notamment), encore faudrait-il que les Etats-Unis cessent d'agresser leurs alliés européens, de renier leurs propres engagements internationaux (Iran, accord climat de Paris) ou d'inciter Israël à une politique annexionniste ne pouvant que déboucher sur un nouvel apartheid : réponse le 3 novembre.

- **l'évolution des taux de change** entre les grandes monnaies. Elle est déjà difficile à prévoir à partir des indicateurs des économies réelles et surtout elle n'est pas indépendante d'évolutions géopolitiques qui contesteront fortement le Système Monétaire International et la domination du dollar. Si des ruptures importantes et perçues comme durables, dont on a du mal à tracer *a priori* les contours, venaient à se produire dans les parités entre le Dollar, l'Euro, le Yen et le Yuan, les compétitivités actuelles des zones afférentes seraient modifiées, changeant l'approche que les grandes firmes ont de leurs stratégies de localisation. Du point de vue de cette problématique, l'Europe du Nord a tout intérêt à ce que l'Euro ne soit pas trop élevé, pour la compétitivité de ses exportations, donc à ce que la zone Euro soit aussi large que possible : le Club Med au sein de la zone Euro est la meilleure garantie de la compétitivité de l'industrie allemande. Les avantages d'une indéniable compétitivité-qualité allemande pourraient ne pas résister à la détérioration de la compétitivité-prix résultant d'une surévaluation d'un Euro limité à l'Europe du Nord ou d'un nouveau Deutschemark. La compréhension par Angela Merkel de cette situation n'est sans nul doute pas étrangère à sa récente conversion hamiltonnienne, plus raisonnée que miraculeuse !

- **l'adoption de taxes environnementales** régionalement différenciées, dans le cadre d'une perception tout aussi différenciée des urgences climatiques et environnementales. L'idée européenne d'une taxe carbone aux frontières vise à compenser les distorsions de concurrence entre des producteurs soumis à des normes environnementales sévères entraînant des coûts de production plus élevés et des producteurs hors zone. Si cette taxation est significative (sinon elle ne sert à rien), traduisant une prise de conscience climatique européenne plus exigeante que celle du reste du monde, elle sera un puissant facteur de fragmentation du marché mondial, conduira à des relocalisations en Europe d'autant plus fortes qu'elle sera élevée. *In fine*, n'oublions pas que c'est le consommateur européen qui paiera, mais ce sera pour le bien de la planète !!! Une telle taxation conduira à des ajustements des stratégies d'investissements des firmes (plus d'horizontal, moins de vertical). Cette dimension traverse la négociation du Brexit avec un Royaume-Uni, à quelques km du marché unique, qui prétend au libre-échange avec l'UE sans en adopter les normes : faut-il rêver Boris ! Là encore, une partie de la réponse le 3 novembre, Joe Biden ayant évoqué le retour des Etats-Unis dans l'accord de Paris.

Pour nous résumer : si la Chine revient à des pratiques internationalement acceptables, met fin à sa diplomatie des « loups combattants » et n'entreprend pas d'aventure militaire, si Trump se consacre exclusivement à ses affaires et au golf, si les marchés des changes continuent à fluctuer gentiment et ne connaissent aucune rupture majeure, si les grandes nations adoptent des normes climatiques communes... tout va bien, rien ne change et la mondialisation poursuit son cours sur un long fleuve tranquille, hormis quelques remous probables liés à des adaptations de souveraineté sanitaire et technologique. Si un de ces éléments manque, et a fortiori deux ou trois, le paysage change : le modèle multilatéral post Deuxième Guerre mondiale est définitivement obsolète, les paramètres étatiques du commerce et de l'investissement international sont modifiés et les firmes adaptent leurs stratégies dans un monde d'autant plus fragmenté que le nombre de paramètres concernés sera important... en espérant que ce monde restera pacifique... ce qui n'a rien de certain !

3. L'Union Européenne sera hamiltonienne ou ne sera plus

Dans le dernier numéro de cette chronique je listais quelques miracles rendus possibles par le Covid (Trump devenu keynésien, le patronat français réclamant des nationalisations, le décollage de l'hélicoptère monétaire...) et je m'interrogeais sur l'existence d'un miracle européen de rupture avec les politiques d'austérité et de mutualisation des dettes, pour conclure par la négative :

« Pour conclure à un Miracle européen, il faudrait au minimum qu'une aurore boréale d'inspiration divine inscrive dans le ciel de Bruxelles le mot EURO BONDS et que les ministres des finances allemand et néerlandais en tombent à genoux, subjugués par la grâce divine. On entend par Eurobonds un système d'obligations européennes mis en place par l'U.E. elle-même, dont le remboursement engagerait solidairement les pays de l'UE et dont les encours seraient utilisés pour le financement d'actions communes en faveur de régions ou pays soumis à un choc particulier. Ce serait le début d'un fédéralisme budgétaire sans lequel on sait pertinemment que l'Euro ne sera pas durablement viable... Mais peut-être le miracle va-t-il venir dans les semaines à venir. Peut-être pourrais-je en attester dans le prochain numéro de cette chronique : l'espoir fait vivre ! ». [LA CRISE N°47](#).

Alléluia, comme je le presentais, le miracle a bien eu lieu pendant l'été, même si le protocole fut nettement plus laborieux qu'une aurore boréale. Si personne n'est tombé à genoux beaucoup sont restés assis des heures et des heures dans des palabres interminables entre frugaux du Nord et dépensiers du Sud. Mais la fourmi allemande a rejoint les cigales méditerranéennes pour chanter le cantique d'Hamilton et la messe a été dite. La conversion hamiltonienne d'Angela de Berlin, soutenue par les ferventes prières de Frère Emmanuel de l'Elysée, a pu être actée en bonne et due forme d'un emprunt européen de 750 milliards €, dont une partie de la manne sera répartie sous forme de subventions aux Etats les plus impactés par la crise.

Mais qui est donc cet Hamilton soudain promu idole européenne ? Alexander Hamilton (Charleston 1757, New York 1804) fut le fondateur du Parti fédéraliste américain. Son nom est étroitement lié à la création d'une dette nationale et à la mutualisation des dettes des Etats confédérés. Selon sa notice Wikipédia :

« Alexander Hamilton fut le premier et plus influent Secrétaire du Trésor. Il avait beaucoup d'influence sur le reste du gouvernement et la formation de sa politique, y compris la politique étrangère. Avançant l'utilisation de la puissance fédérale pour moderniser la nation, il convainquit le Congrès d'interpréter largement la Constitution pour passer des lois audacieuses. Elles comprirent la création d'une dette nationale, la garantie fédérale des dettes des États, ce que l'on appelle désormais le « moment hamiltonien », ... »

L'Europe vient donc de vivre son premier « moment hamiltonien » de mutualisation de dettes. Demandons-nous-en quoi il était indispensable et si de ce fait l'Euro est définitivement tiré d'affaire, sans rechute possible.

Lors de la création de l'Euro, nombre d'économistes, anglo-saxons notamment (dont Paul Krugman), ont alerté sur les vices de construction qui en faisaient une aventure très risquée.

Telle qu'elle se mettait en place, la zone Euro ne pouvait prétendre au statut de zone monétaire optimale, faute de mobilité réelle des travailleurs pour raison linguistique et faute d'un système fiscal unifié alimentant un budget global de la zone dont la redistribution géographique pourrait varier en fonction des aléas de la vie économique des différents pays soumis à des chocs différenciés en fonction de leurs spécialisations (choc asymétrique). La crise de la dette des pays du sud de la zone Euro fut une première illustration de ces vices de construction faisant de cette zone un unijambiste boitillant sur sa jambe monétaire rigide (pas de possibilité d'ajustement des parités pays par pays, endettement et volume des dépenses publiques seules variables d'ajustement mais au strict niveau national) sans jamais pouvoir se stabiliser sur une jambe budgétaire collective, comme c'est le cas pour les Etats-Unis ? C'est ainsi que les Etats-Unis (avec un budget fédéral de l'ordre de 20% du PIB) ont pu se remettre de la crise financière de 2008-9 beaucoup plus rapidement que l'Union Européenne (budget à 1% du PIB). La crise Covid constitue à nouveau un magnifique exemple de choc asymétrique à impact très différencié sur les différents pays de la zone Euro, en fonction d'une part de l'intensité du choc pandémique et d'autre part des spécialisations sectorielles. L'Italie et l'Espagne cumulent la double peine de chocs pandémiques parmi les plus forts et d'une spécialisation touristique violemment impactée par l'arrêt de la circulation des hommes. La violence du choc ne laisse pas le choix, il n'est plus possible de se réfugier derrière la fable des cigales dépensières au Sud et des fourmis frugales au Nord et de répéter inlassablement au sud qu'il doit diminuer encore ses dépenses publiques et sociales : c'est soit l'éclatement de la zone Euro et la liberté du taux de change après retour à des monnaies nationales, soit la mise en place d'authentiques mécanismes de transfert intra-européens.

L'éclatement de la zone Euro aurait un coût énorme : pas seulement le rétablissement de frais de transaction sur tous les échanges intra-européens mais aussi le démantèlement inévitable d'un marché unique qui ne pourrait plus faire face aux mouvements des parités monétaires sans rétablissement de protections via des clauses de sauvegarde, sans retour à des mécanismes de montants compensatoires de sinistre mémoire. Bref c'est tout l'édifice européen qui se lézarderait et probablement s'effondrerait, au détriment du Sud comme du Nord. Le Sud aux monnaies dévaluées et aux taux d'intérêts ascendants verrait son pouvoir d'achat sinistré et le retour d'une inflation importée rendant inévitable des dévaluations supplémentaires. Le Nord aux monnaies surévaluées (valeurs refuge pour tous les spéculateurs de la planète se méfiant du dollar) y perdrait sa compétitivité et beaucoup d'emplois. Un parfait *deal* perdant-perdant !

Face à ces perspectives, l'Europe, déjà ventre mou de la géopolitique mondiale, n'a pas besoin de petits comptables radins uniquement soucieux des impôts qu'ils peuvent détourner de chez leurs voisins mais de stratèges clairvoyants qui soient capables d'épouser une cause commune passant par la mise en place d'une véritable solidarité budgétaire. Le Premier Ministre des Pays-Bas s'est illustré comme le porte étendard des comptables fossoyeurs de l'Europe, alliés objectifs des grands admirateurs de la non-Europe que sont Washington, Pékin et Moscou ; Angela Merkel et Emmanuel Macron comme les stratèges fers de lance d'un incertain renouveau européen. Mais pourquoi donc un renouveau incertain ? Tout simplement parce que si un indispensable premier pas salvateur a été fait, évitant le pire à

court terme, les dossiers à régler et les problèmes à surmonter sont encore très lourds. Le compte n'y est pas pour sauver l'Euro et je ne suis donc toujours pas absolument certain de sa pérennité.

Tout d'abord le bilan à faire du récent Conseil Européen n'est pas uniquement celui du moment hamiltonien dont beaucoup de commentateurs se gargarisent. C'est aussi celui du recul programmé du budget courant européen qui pourtant ne brille pas par son intensité (1% du PIB), véritable négation hamiltonienne ! En effet, la négociation du plan de relance à 750 milliards € s'est télescopée avec la poursuite de la négociation sur le **cadre financier pluriannuel 2021-27** de l'U.E. : s'en est suivie une discussion de marchands de tapis dans laquelle les frugaux n'ont accepté *in fine* l'emprunt mutualisé que contre une réduction des ambitions budgétaires (1074 milliards € contre 1100 pour la proposition de la Présidence de la Commission et 1300 suggéré par le Parlement Européen, voir en détail [ici](#)) se traduisant par des rabais sur les contributions nationales. De plus la discussion sur d'éventuelles nouvelles ressources propres au budget européen a renvoyé à plus tard les décisions relatives à la taxe carbone aux frontières de l'UE, à la taxe sur les plastiques non recyclés et à la taxe numérique. Ces nouvelles ressources seront pourtant indispensables pour rembourser l'emprunt de 750 milliards, sauf à devoir augmenter les contributions nationales ou diminuer les dépenses sur budget courant au détriment des politiques européennes (agriculture, éducation, recherche, cohésion...). Bref, la perspective d'un budget européen conséquent permettant une régulation conjoncturelle à l'échelle de l'Union n'est pas pour demain : l'UE est durablement condamnée à être unijambiste (la jambe monétaire) et la BCE à ne pas avoir de partenaire budgétaire pour gérer la zone Euro, soit une faiblesse structurelle majeure.

Par un jugement rendu le 5 Mai 2020, la **Cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe** a jeté un gros pavé dans la mare de l'Euro, faisant beaucoup de vagues potentiellement préjudiciables à la stabilité de la monnaie européenne. En effet cette Cour conteste les rachats de dettes souveraines (emprunts d'Etats) faits par la BCE depuis plusieurs années, les jugeant contraires aux traités ayant donné naissance à l'Euro et à la BCE. Or il se trouve que la Cour de Justice de l'Union Européenne a jugé en 2018 que ces rachats d'actifs étaient parfaitement conformes aux traités. Cette position de la Cour allemande remet donc en cause la primauté du droit européen sur les droits nationaux, ouvrant ainsi une boîte de Pandore qui pourrait s'avérer fatale à la construction européenne en général et à l'Euro en particulier. L'affaire n'est pas terminée, et même si le Bundestag vient d'apporter son soutien à la BCE, la Cour de Karlsruhe pourrait imposer à la Bundesbank de cesser de participer à ces rachats d'actifs. Une Cour constitutionnelle qui ne semble pas comprendre ce qu'est la hiérarchie des normes... ça fait bizarre ! Et cela ne peut qu'inquiéter pour la suite des événements si demain n'importe quel tribunal suprême d'un pays membre de la zone Euro peut venir remettre en cause une décision de la BCE. Affaire à suivre ?

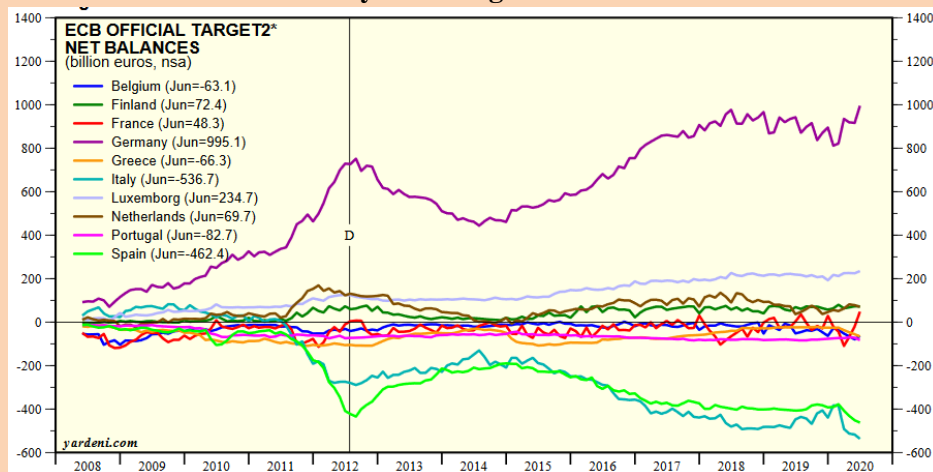
Et pendant ce temps la bombe Target 2 continue à faire tic-tac ! Je vous ai décrit en détail ce système de paiement intra-zone Euro dans des numéros précédents. Je reprends des éléments du N°46, adaptés et actualisés, dans l'encadré en page suivante, pour les lecteurs qui auraient perdu de vue la problématique Target 2.

Encadré N°3 : TARGET 2

(Adapté et remis à jour juillet 2020 à partir de [LA CRISE N°46](#) janvier 2020)

TARGET est l'acronyme de *Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*. TARGET 2 est la deuxième version du système de paiement entre Banques centrales de la Zone Euro, mise en place en 2007. Chaque jour, tous les paiements transfrontaliers en Zone Euro se font, via la Banque Centrale Européenne, entre les banques centrales nationales concernées. Si un riche Italien décide de mettre ses économies à l'abri en Allemagne, il va demander à sa banque italienne de virer la somme à transférer vers le compte qu'il détient en Allemagne, ce qu'elle va faire en TARGET 2, par le circuit Banque centrale italienne - Banque centrale européenne - Bundesbank. Si le même jour un riche Allemand décide d'acheter une villa en Toscane pour le même montant, à la fin de la journée les positions des deux banques nationales dans les registres de la BCE seront inchangées par rapport au début de la journée. Mais, bien évidemment, les entrées et les sorties pour chaque pays ne s'équilibrent pas spontanément et les soldes positifs ou négatifs sont enregistrés à la BCE et dans les bilans des Banques centrales nationales. Il n'y aurait ni problème ni débat si les soldes à long terme tendaient à s'équilibrer après des phases provisoires de déséquilibre.

Eurosystem Target 2 Balances



Source : [Yardeni Research](#), Money & Credit, July 2020

Et il n'y a aucun problème avec beaucoup de pays de la zone Euro dont la courbe évolue autour de la ligne d'équilibre : c'est le cas de la France, de la Belgique, des Pays-Bas... Le problème se focalise essentiellement sur trois pays : l'Allemagne, créditrice, l'Italie et l'Espagne, débitrices. Ces déséquilibres ont le don d'énervier l'Europe du Nord et tout particulièrement l'Allemagne. Pourquoi donc ? Plusieurs raisons à cela :

- **la rémunération ou le coût des soldes créditeurs et débiteurs.** L'Europe du Nord fait crédit gratuitement à l'Europe du Sud, sachant que les crédits sont rémunérés et les débits sont facturés au taux directeur de la BCE, c'est-à-dire zéro actuellement.

- **l'absence de garantie sur les débits :** les sommes que doivent les pays débiteurs ne sont pas collatéralisées, c'est-à-dire que les pays débiteurs n'apportent pas d'actifs en garantie. En cas de sortie de l'Euro d'un pays du Sud que se passerait-il ? Peu probable qu'il rembourse à une BCE à laquelle il n'appartiendrait plus. Dès lors la perte de la BCE serait compensée par une contribution des pays restant dans l'Euro, à hauteur de leur part dans le capital de la BCE, soit notamment 18,43% pour l'Allemagne et 14,21% pour la France.

Le moment hamiltonien de l'Europe est-il susceptible de modifier la donne Target 2. Peut-être, mais dans quelle mesure, telle est la question... à laquelle je ne suis pas en état de répondre faute de disposer d'éléments me permettant de ventiler les opérations faisant l'objet mouvements de fonds en Target 2. Dans les débits et les crédits de chaque Banque centrale nationale auprès de la BCE :

- quelle est la part des mouvements de fonds correspondant à des opérations réelles (biens et services, revenus) reflétant les données structurelles des économies, non susceptibles d'évoluer rapidement ?

- quelle est la part des mouvements de fonds défensifs ou spéculatifs susceptibles d'être influencés par un regain de confiance dans la pérennité de la zone euro dans son architecture actuelle ? Seule cette partie des mouvements de fonds pourrait venir réduire à court-moyen terme les déséquilibres si les agents économiques basés en Italie ou en Espagne considèrent qu'ils n'ont plus besoin de mettre à l'abri en Allemagne leurs chers petits Euros.

Affaire à suivre donc, mais affaire très sérieuse. Le solde italien, négatif, représente 30 % du PIB italien. Le solde espagnol, négatif aussi, 34%. Le solde allemand, positif, 31%³. Une bonne moitié des actifs de la Bundesbank est représenté par son solde Target 2 (voir [ici](#), en page 4) : si l'Italie et l'Espagne quittent l'Euro... elles font sauter la Bundesbank ! Cela finirait peut-être par expliquer l'entrée d'Angela chez les Sœurs hamiltoniennes !

L'Europe n'a pas besoin seulement d'un Hamilton : il va falloir qu'elle rencontre son Garibaldi, capable de promouvoir son unité politique. Pour des raisons géopolitiques, elle a dû intégrer en toute hâte des PECO (Pays d'Europe centrale et orientale) qui y ont vu un marché et une manne financière mais qui, pour certains, n'ont d'yeux que pour les Etats-Unis (Pologne en particulier) et ne partagent pas un projet européen. L'Union Européenne vivra, au mieux, si elle n'est pas refondée sur de nouveaux traités qui en assureront :

- l'homogénéité fiscale, au moins sur les impôts sur les entreprises, et des capacités budgétaires augmentées. Je vise ici les paradis fiscaux que sont les Pays-Bas, l'Irlande⁴ et le Luxembourg, et le dumping fiscal auquel ils se livrent.

- l'homogénéité juridique sur la base de la conditionnalité absolue des subventions communautaires à un strict respect de l'Etat de droit (liberté de la presse, indépendance de la justice, hiérarchie des normes...). Je vise ici la Pologne et la Hongrie.

Et si certains pays ne veulent pas suivre une telle refondation contraire à leurs projets, que la porte de sortie leur soit grande ouverte ! Ils pourront toujours ressusciter l'Association Européenne de Libre-Echange avec *Mini Global Britain*, alias le Royaume-Uni désuni de l'Ecosse indépendante, réintégrée dans l'U.E. ! Quant à la Pologne et la Hongrie, je leur conseille une fédération avec la Biélorussie : qui se ressemble s'assemble, et ils pourront s'échanger des recettes avec Loukachenko⁵ pour museler la presse, écraser les ONG, piétiner toute indépendance de la Justice et donc s'asseoir sur l'Etat de droit... c'est très confortable !

³ Ces ratios rapportent les soldes Target 2 à mi 2020 (voir en page précédente) aux [PIB spa 2019](#).

⁴ Pour ceux qui lisent l'espagnol : cf. cette référence dans [El pais](#) ce 24 août. 47% des bénéficiaires des multinationales américaines en Europe sont déclarés en Irlande, 14% aux Pays-Bas ! Plus de bénéficiaires déclarés au Luxembourg qu'en France ou en Espagne. Un graphique très explicite, pas besoin de parler espagnol !

⁵ Au moment où je boucle ce numéro (24 août) Loukachenko est toujours au pouvoir à Minsk. Avec un peu de chance il n'y sera plus quand vous lirez ces lignes : soyons optimistes !

4. Dette, taux, inflation : de la soutenabilité d'un cocktail monétaire explosif

En arrière-plan des trois phénomènes clefs que sont la dette, les taux d'intérêt et l'inflation se situe la monnaie. La dette est contractée en monnaie ; les taux s'appliquent à la quantité de monnaie prêtée / empruntée ; l'inflation est l'augmentation des prix exprimés en monnaie. Si la monnaie est ainsi omniprésente, sans doute vous demandez-vous : au-delà du fond de ma poche et du solde de mon compte en banque, pour de vrai, c'est quoi la monnaie ? Excellente question, mais je ne vous remercie pas de me l'avoir posée ! Car moi-même, qui n'ai jamais travaillé à haut niveau sur la thématique monétaire, je ne sais plus trop ce que c'est ! J'ai donc dû entreprendre une remise à niveau pour pouvoir rédiger ce numéro. J'ai ainsi compris que les économistes et la monnaie c'est comme l'évolution des espèces chère à Charles Darwin.

Les économistes face à la monnaie ont donc évolué, mais plusieurs espèces d'économistes peuvent cohabiter, tout comme l'homme de Néandertal a pu cohabiter (voire forniquer, dit-on) avec l'Homo Sapiens et tout comme aussi les idéologues transhumanistes pensent pouvoir échapper à leur statut d'Homo Sapiens par une évolution accélérée grâce à la technologie médicale. Je vous livre donc en page suivante un tableau de ma confection, qui n'engage que moi-même et dont je doute qu'il s'impose dans la littérature économique des années à venir ! Ce tableau vise à vous familiariser avec la quintessence des trois grandes approches actuelles de la monnaie et de la dette, par les Néandertaliens (la monnaie sans intervention de l'Etat), les Sapiens (la monnaie sous le contrôle plus ou moins étroit de l'Etat) et les Transhumains (monnaie *ad libitum* pour l'Etat, *open bar* à la Banque centrale). Toutefois pour être plus complet il faudrait rajouter un quatrième groupe dont l'ADN n'a pas encore été totalement déchiffré (d'où son absence dans le tableau) : en effet, tandis que les ultimes hordes néandertaliennes errent dans les collines à la recherche des dernières pépites, après avoir été décimées par la chevauchée nixonienne de l'été 1971, il semble bien qu'apparaissent des foyers Néo-néandertaliens au cœur des grandes métropoles connectées, regroupés autour des crypto-monnaies. La parenté néandertalienne ne fait aucun doute dès lors que l'on prend en compte les gènes anti-étatistes que révèlent les premières analyses ADN. Mais les Sapiens ne vont pas se laisser faire. Ils manigancent déjà pour récupérer les crypto-monnaies et les mettre sous contrôle des Banques centrales et des Etats : les préparatifs allaient bon train et la grande offensive s'organisait, mais le Covid et les préoccupations afférentes des Banques centrales viennent retarder cette offensive et encourager les Néo-néandertaliens à persévérer dans leurs croyances groupusculaires et pratiques mafieuses ! Affaire à suivre, mais déjà aussi passionnante qu'une saison du Bureau des légendes !

Si vous souhaitez disposer d'une analyse plus approfondie des écoles monétaires, un peu moins iconoclaste et un peu plus académique tout en restant d'une enrichissante lecture agréable, je vous conseille de vous reporter au récent papier de Jézabel Couppey-Soubeyran et Jean-François Ponsot publié dans *The Conversation* puis repris sur le blog du CEPII : « La monnaie et les économistes : je t'aime moi non plus ! » que vous trouverez [ici](#).

LES ECONOMISTES ET LA MONNAIE OU LA NOUVELLE EVOLUTION DES ESPECES

Type d'espèce d'économistes	Positionnement dans l'évolution des espèces	Mantra monétaire	Fondement de la création monétaire	Conception de la dette
Néandertaliens (Ultime groupe encore identifiable par un ADN certifié : Ecole « autrichienne »)	Espèce en voie de disparition. Sauvagement agressée par Nixon en 1971 : ne surmontera sans doute jamais le choc.	La monnaie sans l'Etat	L'or. La Banque centrale crée sa monnaie sur la base du stock d'or qu'elle détient directement, ou d'un stock de devises elles-mêmes rattachées à l'or	La dette d'un agent économique ne doit avoir pour origine que l'épargne préalable d'un autre agent.
Sapiens (Keynésiens et néo-keynésiens)	Espèce dominante mais récemment menacée par une nouvelle espèce transhumaine.	La monnaie par l'Etat	Le besoin de liquidité de l'économie apprécié par une Banque centrale indépendante	La dette résulte d'une épargne préalable ou d'une création monétaire. Dans les deux cas elle est appelée à être remboursée par les agents privés ou roulée par les Etats.
Transhumains (Monnaie augmentée de la Théorie monétaire moderne, TMM)	Espèce d'apparition récente à l'avenir incertain, surveillée de près par les sapiens et les néo-néandertaliens à crypto-monnaie. Ne survivrait pas à une forte inflation.	La monnaie pour l'Etat	Le besoin social apprécié par l'Etat et dicté à une Banque centrale non indépendante. Open bar monétaire, service à volonté.	L'Etat n'a pas de dette : il fait créer la monnaie nécessaire à la satisfaction du besoin social. Cette monnaie est gravée pour l'éternité dans le bilan de la Banque centrale.

Après ce préambule purement monétaire, revenons à nos trois préoccupations initiales : la dette, les taux et l'inflation.

Pour ce qui est de la dette, pas besoin de vous faire un dessin ! Elle n'augmente pas, elle s'envole, dans tous les compartiments : dette publique, dette privée. Sur l'année 2020, la France va passer de 100 à 120% du PIB : faut-il s'en alarmer lorsque l'on sait que le Japon tourne autour de 250% ? Et il est d'autant plus facile de faire monter ce ratio quand simultanément le numérateur augmente (le montant de la dette) et le dénominateur diminue (le PIB). Les Banques centrales facilitent cet endettement en activant leur création monétaire pour prêter aux Etats, via des rachats de Bons du Trésor sur le marché secondaire, achetés à l'émission par les banques accréditées pour les adjudications de ces bons.

Les entreprises ne sont pas en reste : elles empruntent à tour de bras pour sécuriser leur trésorerie, utilisant à fond les mécanismes de prêts garantis par les Etats qui permettent aux banques de fermer un peu les yeux sur la capacité des entreprises à rembourser ces prêts dont elles n'assument pas l'essentiel du risque. La Banque de France dans une note en date du 10 juillet 2020 constate que « à fin mai 2020, les crédits mobilisés par les entreprises atteignent 1140,3 milliards d'euros en hausse de +10,8% sur un an, après une hausse de +8,2 % entre avril 2019 et avril 2020. La croissance du crédit s'établit à +13,3% pour les PME, +6,6% pour les ETI⁶ et +13,9% pour les grandes entreprises » (Source : [Banque de France](#)).

Il faut bien admettre que Etats et entreprises auraient bien tort de se priver de s'endetter : d'une part ils et elles ne peuvent pas faire autrement sauf à renoncer à soutenir les économies pour les Etats et à se déclarer en faillite pour beaucoup d'entreprises ; d'autre part parce que les taux n'ont jamais été aussi faibles comme le montrent les données de l'encadré N°4 en page suivante. Les taux à 10 ans des emprunts d'Etats sont négatifs pour l'Allemagne, la France et l'Irlande, ou compris entre 0 et 1% pour tous les autres grands pays de l'OCDE : Japon, Angleterre, Espagne, Etats-Unis, Australie, et même l'Italie à 0,97% ! De même, pour les entreprises s'endettant auprès du système bancaire, la période est favorable : les mécanismes de garantie par les Etats, qui deviennent, de fait, prêteurs en dernier ressort, font que les taux sont au plus bas alors même que le risque augmente, comme l'illustre le cas français.

Toutefois, pour les grandes entreprises se finançant par émission d'obligations le paysage est plus contrasté et la dispersion des taux très élevée : les entreprises à bonne crédibilité sur le marché (dites *investment grade*, notées entre AAA et BBB-) trouvent en effet à se financer à bon compte, faisant parfois aussi bien que les Etats. Par contre les entreprises plus risquées (dites *high yield*, notées BB+ ou en dessous) se voient fortement pénalisées et payaient avant la crise Covid des intérêts 3 ou 4 % (300 ou 400 points de base) plus élevés. La crise Covid a fait exploser ce *spread* (écart) comme l'illustre le dernier graphique en page suivante : le *spread* est monté à 11% fin mars ; il est début août encore à plus de 5%. Pour relativiser l'importance de ces taux *high yield*, précisons néanmoins que les volumes investis en *investment grade* sont 20 fois plus élevés qu'en *high yield*.

⁶ ETI : entreprises de taille intermédiaire ; PME : petites et moyennes entreprises.

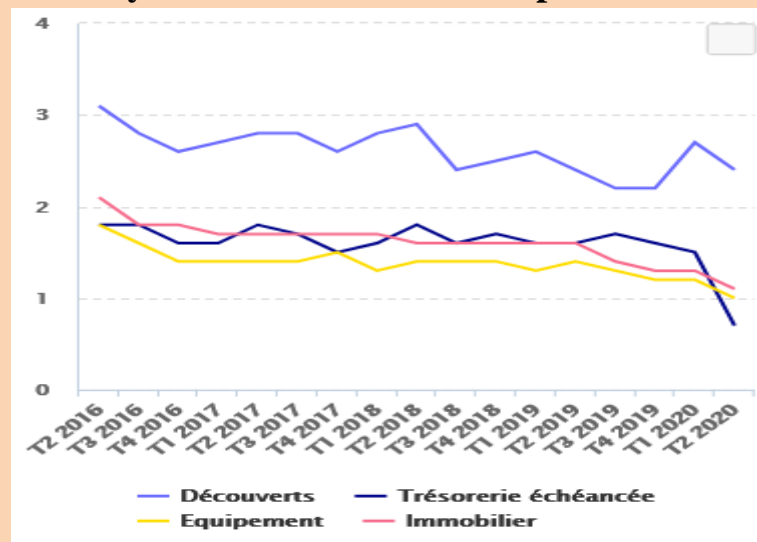
Encadré N°4 : des taux historiquement très bas... ou très hauts !

Les taux à 10 ans sur les emprunts d'Etats

France	Allemagne	Italie	Espagne	Portugal	Grèce	Irlande
-0,20%	-0,51%	0,97%	0,31%	0,33%	1,06%	-0,12%
Angleterre	Suisse	États-Unis	Japon	Chine	Russie	Australie
0,13%	À venir	0,54%	0,01%	2,98%	À venir	0,83%

Source : capture d'écran le 5/08/2020 sur le site Investir-Les Echos

France : taux moyens des crédits aux entreprises au T2 2020, en %.



Source : Banque de France, 17/07/2020

Etats-Unis : High Yield Spread janvier à aout 2020



Source : [FRED Economic Data](https://fred.stlouisfed.org/)

Tout n'est-il donc pas pour le mieux dans le meilleur des mondes possibles ? Les Etats et les entreprises ont besoin de s'endetter. Ils et elles trouvent en face d'eux des Banques centrales et des banques commerciales compréhensives, qui prêtent à taux nuls ou très bas. Pourvu que ça dure, pourrait-on penser ! Mais est-il bien sûr que cela puisse durer ? Autre manière de poser le problème : qu'est-ce qui pourrait venir remettre en cause cette situation d'emprunts massifs à taux faibles ? L'inflation bien sûr, qui commanderait aux Banques centrales de remonter leurs taux car leurs statuts leur fixent une obligation de maintien du pouvoir d'achat de la monnaie

Inflation, vous avez dit inflation ! Mais elle est où l'inflation ? On la cherche désespérément : selon l'[OCDE](#) pour 2019 (donc avant l'effondrement du prix du pétrole en 2020) on en est à 1,2% pour la zone Euro, 1,5% pour l'ensemble du G7 et 1,9% pour le Canada. Bien des responsables économiques voudraient volontiers avoir une inflation plus soutenue, pour dévaloriser les dettes et alléger le poids réel des remboursements futurs. Officiellement les Banques centrales se fixent un objectif d'inflation de 2% mais désespèrent de l'atteindre : les prix des biens et services (sur la base desquels se calculent les indices d'inflation) restent d'une stabilité remarquable (ou désespérante, question de point de vue), les hausses des uns étant compensées par les baisses des autres. Les prix des actifs (financiers ou immobiliers) sont beaucoup moins sages, mais il faut bien un exutoire aux quantités considérables de monnaies qui sont éditées (numériquement) par le système bancaire et qui ne vont pas alimenter la consommation courante du fait d'une distribution des revenus très inégalitaire qui débouche sur un excès d'épargne pesant à la baisse sur les taux d'intérêt.

Certes, des esprits chagrins vous feront remarquer que quand on cherche l'inflation, on la trouve, même sous forme d'hyperinflation comme l'illustre le tableau ci-dessous mis à jour régulièrement sur Twitter par le spécialiste de l'hyperinflation [Steve H. Hanke](#) :

Hanke Inflation Weekly

Country	Free-Market Exchange Rate	Date of Hanke Measurement	Hanke Annual Measured Inflation Rate ¹	IMF Year-End Inflation Projection ²	Hanke - IMF Differential
Venezuela†	252,682.93 VES/USD	07/23/20	2,207%	15,000%	-12,793% pts.
Zimbabwe	95.00 ZIM/USD	07/23/20	776%	154%	621% pts.
Lebanon	8000 LBP/USD	07/23/20	429%	18%	412% pts.
Syria	2000.00 SYP/USD	07/23/20	236%	N/A	-
Sudan	143.00 SDG/USD	07/23/20	110%	96%	14% pts.
Iran	220,000 IRR/USD	07/23/20	83%	42%	41% pts.
Argentina	75.86 ARS/USD	07/23/20	71%	N/A	-
Brazil	5.20 BRL/USD	07/23/20	39%	3%	36% pts.
Turkmenistan	23.8 TMT/USD	07/23/20	34%	8%	26% pts.
Nigeria	473.00 NGN/USD	07/23/20	32%	14%	18% pts.
Libya	5.89 LYD/USD	07/23/20	31%	22%	08% pts.

Computed by Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University.

¹ Hanke annual inflation rates are implied using PPP from free and black market exchange rate data.

² These are the International Monetary Fund's year-end inflation projections for 2020 as of the April 2020 World Economic Outlook.

† The redenomination ratio of Venezuela's new sovereign bolívar (VES) to old bolívar fuerte (VEF) is 1:100,000.

Toutefois je vous rassure immédiatement : ni aux Etats-Unis, ni en Allemagne ni en France ni au Canada nous ne devrions connaître demain d'inflation à deux chiffres et encore moins à trois ou quatre : la FED, la BCE, la BoJ, la BoE ou la BNC auront fait flamber leurs taux bien avant qu'on en arrive là. Par contre, un petit 4 % d'inflation ne serait pas pour déplaire : les taux d'intérêt réels deviendraient systématiquement négatifs, et surtout les dettes seraient

sérieusement dévalorisées. A 4% d'inflation sur 10 ans une dette (non indexée sur l'inflation, ce qui est le cas le plus commun) a perdu un tiers de sa valeur réelle, et au bout de 20 ans plus de la moitié. De quoi faire fondre les ratios d'endettement des Etats comme des entreprises. Et il est probable que les Banques centrales trouveraient la situation supportable voire, sans oser l'avouer, désirable... au grand dam de l'épargnant allemand et de la Cour Constitutionnelle de Karlsruhe qui considèrera que la BCE ne respecte pas les traités en laissant le pouvoir d'achat de l'Euro s'effriter : il ne restera plus à l'Allemagne qu'à choisir entre le sacrifice de ses épargnants en restant dans l'Euro ou le sacrifice de son économie en en sortant... mettant ainsi fin à l'aventure Euro ! Mais l'épargnant, même allemand, ayant une tête à se faire euthanasier... le choix de rester devrait s'imposer au nom de la realpolitik !

D'où pourrait bien venir une résurgence de l'inflation ? Les tenants d'un fort regain d'inflation l'analysent en général dans une optique monétaire. L'expansion continue des bilans des Banques centrales par création monétaire intense finira bien, pensent-ils, par dégénérer en hausse des prix avec la réactivation de la vieille équation monétariste $MV = pT$ dans laquelle M = quantité de monnaie, V = vitesse de circulation de la monnaie, p = niveau des prix, T = production réelle ; toutes choses égales par ailleurs si M augmente, p augmente. Mais pourquoi se réactiverait-elle alors qu'elle n'a pas fonctionné ces dernières décennies pendant lesquelles la masse monétaire supplémentaire ne s'est pas portée sur les transactions courantes mais sur les seuls actifs, dont les prix ont flambé ? Pourquoi cette tendance à la hausse des prix de l'immobilier et des produits financiers s'interromprait-elle ? Il faudrait pour cela modifier radicalement la répartition des revenus de telle sorte que la masse monétaire supplémentaire alimente les revenus des ménages modestes à forte propension à consommer, boostant ainsi la demande de biens et services. Et encore faudrait-il, pour que les prix augmentent, que l'appareil de production soit hors d'état de répondre à ce surcroît de demande. De plus, dans la période immédiate de pertes de revenus et de chômage on doit craindre une diminution plutôt qu'une augmentation de la demande de biens et services. Pour qu'on assiste à un redémarrage puissant d'inflation monétaire, hors de tout contrôle et pouvant dégénérer en hyperinflation, sans doute faudrait-il une situation d'effondrement politico-économique qui conduirait à une fuite devant la monnaie en période de désorganisation de la production et de pénuries induites, avec un circuit économique hors d'état de fournir une contrepartie réelle à une somme monétaire. Le Venezuela peut donner une idée d'une telle situation... que je ne souhaite à personne.

Toutefois, l'inflation pourrait renaître au sein de l'économie réelle dans des proportions modérées (inflation à un chiffre) et c'est le scénario que je privilégie, celui d'une stagflation associant stagnation et petite inflation. On lit souvent que tout dans l'économie réelle milite pour une inflation minimale, et que le risque est plutôt celui de la déflation avec la baisse de la demande induite par la récession Covid, dans une économie mondiale hyperconcurrentielle où les parts de marché ne peuvent être maintenues qu'en serrant les prix au maximum. Mais c'est oublier que les prix des biens de grande consommation ne peuvent que refléter les coûts. Or une baisse de demande ne peut qu'entraîner une baisse de production. Dans des économies où les coûts fixes (indépendants des quantités produites) sont de plus en plus importants, une baisse de production se traduit par une augmentation du coût fixe par unité produite (coût fixe

unitaire) qui augmente le coût de revient global et incite à augmenter le prix pour préserver la marge : plus la récession sera intense et plus elle durera, plus l'effet prix de l'augmentation du coût fixe unitaire sera forte.

Par ailleurs, si un scénario de fragmentation du marché mondial venait à se mettre en place, les tarifs douaniers à la hausse, les taxes environnementales (taxe carbone aux frontières) et la réduction de la concurrence par fragmentation géographique des normes seront autant d'éléments qui viendront faire augmenter les prix à la consommation et donc l'inflation mesurée. Les Banques centrales y trouveront argument pour ne pas augmenter leurs taux en arguant, à juste titre, qu'il s'agit là d'un phénomène réel et pas d'un phénomène monétaire et qui ne peut donc pas être combattu par des mesures monétaires de diminution de la masse monétaire ou de hausse des taux. Les gagnants de cette inflation seront les endettés, les salariés et autres actifs en état d'obtenir une indexation de leurs revenus sur les prix, et les détenteurs de biens réels. Les perdants seront les créanciers et les rentiers qui verront le pouvoir d'achat de leur capital monétaire ou de leur rente se rétrécir comme peau de chagrin, en particulier les retraités, qui ne disposent pas d'un rapport de force sociétal leur permettant d'obtenir une indexation de leur retraite sur les prix. Et ce ne sera que la nième répétition d'un scénario historiquement bien rodé.

Et alors, *in fine*, le cocktail dette/taux/ inflation est-il soutenable ou bien aussi explosif qu'un stock de nitrate d'ammonium ? Suivant que vous êtes Néandertalien, Sapiens ou Transhumain votre réponse sera différente. Pour le Néandertalien, aucun doute : ça va péter sous peu, achetez de l'or, bientôt à des niveaux stratosphériques du genre 10, 20 ou 30.000 \$ l'once (actuellement 2000, très belle progression par rapport aux 1500 du début de l'année) ou plus encore sachant que le dollar rongé par l'hyperinflation se transportera à la brouette comme le mark allemand de Weimar. Le Néo-néandertalien fera la même analyse de la catastrophe imminente mais préférera se gaver de bitcoins... en priant pour que l'effondrement du monde ne vienne pas effacer les précieux bits informatiques qui attestent de sa fortune cryptée. Le Sapiens se dira que le pire est loin d'être certain, que le modèle actuel est certes instable mais reste soutenable s'il est géré avec doigté. Il fera confiance aux grandes Banques centrales pour naviguer entre le Charybde de la déflation et le Scylla de la grande inflation, pour aboutir *in fine* à faire semblant de rembourser les dettes, en monnaie dévalorisée, en jetant un voile pudique sur les spoliations sous-jacentes, accidents mineurs de l'Histoire qui permettent d'échapper à l'accident majeur de l'effondrement total. Quant aux Transhumains, ils trouveront que les Etats n'en font pas assez en matière de création monétaire pour satisfaire tous les besoins et que là se situe le plus grand danger : prenons les commandes des Banques centrales, imprimons, faisons décoller les hélicoptères monétaires, euthanasions sans pitié tous les rentiers, décrétons l'annulation de toutes les dettes et érigeons sans modération des statues de Gracchus Babeuf (voir sa bio [ici](#)) qui viendront prendre la place des héros déçus d'un vieux monde à effacer !

Et si vous n'arrivez pas à vous déterminer pour savoir si vous êtes Néandertalien, Sapiens ou Transhumain, vous pouvez essayer le test ADN... en espérant qu'il sera plus fiable que les tests Covid PCR ou sérologiques !

5. Et mes sous dans tout ça ! : bail-in ou bail-out, telle est la seule question !

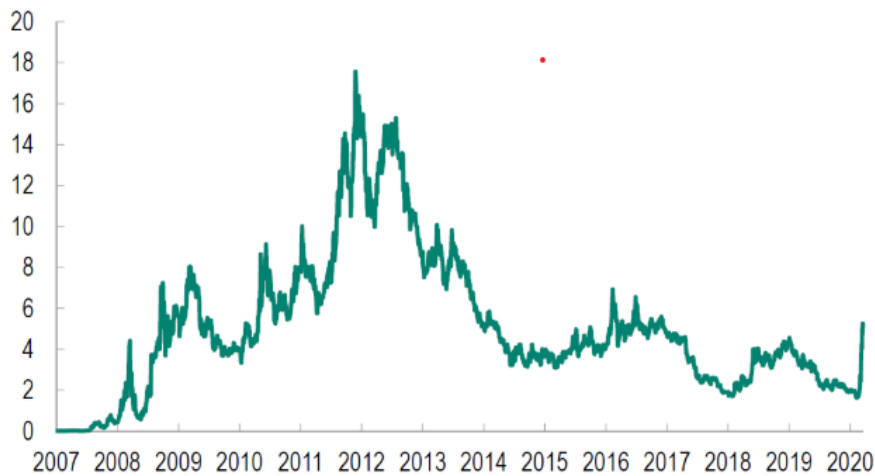
Ne tournons pas autour du pot ! Vous êtes démasqués... je sais bien qu'ayant vu le sommaire en première page vous êtes directement venus à cette page sans lire ce qui précède et qu'une seule question vous intéresse : ma banque risque-t-elle de faire faillite et mes dépôts de s'évaporer ? Finalement, ça tombe bien car je n'ai pas l'intention de répondre à vos autres questions « *Et mes sous dans tout ça* », le format exceptionnellement autorisé à 30 pages se rapprochant bien vite. On essaiera d'être plus complet sur nos sous la prochaine fois.

Par rapport à cette question tout à fait existentielle je suis à la fois pessimiste et optimiste. Pessimiste, car oui votre banque risque bien d'être en difficulté. Optimiste car je ne pense pas que vos dépôts soient menacés à court terme et, pour le moment, le long terme n'est qu'une succession de courts termes qu'il faudra affronter les uns après les autres : ne me demandez pas ce qui se passera dans un an... je raisonne au maximum à six mois ! Au-delà, qui vivra verra !

Pourquoi donc votre banque risque-t-elle d'être en difficulté ? Tout simplement parce que ce n'est pas une vague de faillites qui s'annonce mais un tsunami, dans tous les pays, dans tous les secteurs d'activité ou presque. Et en plus des faillites d'entreprises ce sont des dizaines de millions de chômeurs supplémentaires qui vont, dans le meilleur des cas, voir leurs revenus diminuer fortement ... et faire manger ses enfants passe avant le remboursement du crédit immobilier. Les impayés vont se multiplier, chez les entreprises comme chez les particuliers, sur tous les types de prêts. Jusqu'à un certain point des reports d'échéances ou des reconfigurations de prêts permettront de limiter les dégâts et accompagneront le redémarrage d'activités saines, mais bien des canards boiteux vont périr. Beaucoup de banques ont déjà provisionné des milliards de pertes futures, tout particulièrement aux Etats-Unis où les bilans bancaires sont globalement plus sains qu'en Europe, avec des ratios de fonds propres plus aptes à affronter les tempêtes. Par contre en Europe de nombreuses banques étaient déjà fragiles avant la crise Covid, empêtrées dans des montages toxiques, notamment sur produits dérivés : elles ne supporteront pas la vague d'impayés qui s'annonce. Je ne citerai pas de nom ici, mais il est de notoriété publique qu'une grande banque au moins est très fragilisée aussi bien en Allemagne qu'en Italie ou en France.

D'aucuns, pour se rassurer, vous diront que des stress tests ont été réalisés par les Agences de supervision bancaire depuis le renforcement des exigences de fonds propres instaurées par les accords Bâle 3 (voir [ici](#)) et que ces tests attestent d'une nette amélioration de la solvabilité bancaire depuis la dernière crise financière. Oui mais... ces tests ont été faits sur la base d'hypothèses établies à partir des récessions passées : les chutes de PIB actuelles sont sans rapport, totalement inédites. On attend donc avec impatience la prochaine évaluation du Comité Européen du Risque Systémique, mais on ne peut déjà qu'être impressionné par l'évolution de la probabilité de défaut simultané d'au moins deux grandes banques constatée en mars dernier, bien avant qu'on prenne conscience des dégâts de cette crise Covid.

Probabilité de défaut simultané d'au moins deux grandes banques



Source : Comité européen du risque systémique (CERS).

Dans leur article « [La crise sanitaire va-t-elle générer une nouvelle crise bancaire ?](#) » publié le 19 juin 2020 sur le blog du CEPII, Couppey, Perego et Tripier commentent ainsi ce graphique :

« Selon le Comité européen du risque systémique (CERS), le risque de faillite des banques a fortement augmenté depuis le début de la crise du Covid-19. La probabilité qu'au moins deux grandes banques européennes fassent défaut a dépassé la barre des 5 % au cours du mois de mars 2020.

Si nous sommes encore loin des niveaux record, supérieurs à 15 %, observés lors de la crise des dettes souveraines, la rapidité avec laquelle cet indicateur progresse et les perspectives économiques sombres pour l'année à venir suggèrent un risque substantiel de contagion de la crise actuelle au secteur bancaire.

Par ailleurs, en réalisant un calcul simple, on constate qu'il suffirait que 21 % des prêts ne soient pas remboursés pour épuiser totalement les fonds propres des banques (capital et réserve) qui s'élèvent à 2 500 milliards aujourd'hui dans la zone euro.

Tout cela sans même évoquer les chutes de prix sur les marchés de titres qui dégradent mécaniquement les bilans bancaires en raison des normes comptables qui font enregistrer à leur valeur de marché les titres ayant vocation à être échangés (portefeuille de transaction).

Il n'est donc pas impensable que les fonds propres d'un certain nombre de banques européennes soient épuisés par les conséquences de la crise sanitaire et qu'il faille gérer une crise d'insolvabilité ».

Je suppose que vous avez compris le message et que point n'est besoin d'insister lourdement. Donc, dans quelque pays que vous soyez, il est très possible que votre banque se retrouve en défaut et la probabilité est encore plus grande en Europe qu'aux Etats-Unis, même s'il ne faut rien exclure nulle part. Dès lors la question est celle du mode de résolution de la faillite : *bail-in* ou *bail-out*, déposant ou contribuable ? Depuis des années je m'emploie à vous sensibiliser à cette problématique. Dans la période actuelle je suis optimiste à court terme pour les

déposants mais pessimiste à long terme pour les contribuables, donc je crois plus au *bail-out* qu'au *bail-in*.

Le *bail-in* c'est l'imputation des pertes de la banque aux créanciers : actionnaires, détenteurs d'obligations et en dernier recours déposants. Ces déposants sont en principe garantis à hauteur de 100.000 € ou \$ (ou un peu moins suivant les pays) par des fonds de garantie nationaux (il n'y a pas encore de mutualisation européenne). Cependant au vu des montants modestes accumulés pour ces garanties il est bien clair que ces plafonds ne pourront pas être tenus si un grand établissement coule, a fortiori s'il y en a deux. A titre d'exemple, en France le total des dépôts bancaires s'élève à 2300 milliards € (à peu de chose près le montant du PIB français), les fonds propres du FGDR (Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution) à 4,7 milliards fin 2019. La Société Générale gère plus de 400 milliards € de dépôts dans le monde, la BNP 800. Bien sûr, après faillite d'un grand groupe bancaire l'actif net des pertes ne serait pas nul et couvrirait encore une bonne partie des dépôts, mais le rapprochement de ces encours avec les fonds propres du Fonds de Garantie laisse entrevoir un tel gouffre que la portée du mécanisme de garantie est plus symbolique que réelle. Dormez braves gens... le fonds de garantie veille sur vos dépôts... mais ne dormez que d'un œil !

Le *bail-out* c'est le renflouement par l'Etat qui va nationaliser la banque ou piloter sa reprise par un autre établissement et éviter des pertes aux déposants (mais pas aux actionnaires, les détenteurs d'obligations étant dans un autre deux variable). C'est donc *in fine* le contribuable qui paye, mais il a l'habitude et ne s'en apercevra pas forcément tout de suite, content d'avoir échappé à la fonte de dépôts si lui-même ou un proche était client de cette banque. D'ailleurs, en cette période hamiltonienne, la mutualisation des risques est très à la mode !

Mais pourquoi donc un tel optimisme de ma part pour les déposants ? Tout simplement parce que, dans la période actuelle, recourir à la spoliation des déposants (même si *in fine* ils récupèrent une partie de leurs fonds à travers les mécanismes de résolution) c'est transformer une crise gravissime, mais encore gérable dans la douleur, en un effondrement irréparable qui laisserait plusieurs générations KO. C'est précipiter les déposants dans des paniques bancaires effroyables, puis dans la fuite devant la monnaie tant la perte de confiance serait dramatique. Il suffirait qu'une grande banque fasse défaut sous un régime de *bail-in* pour que l'ensemble du système monétaire-bancaire-financier s'effondre. Face à une faillite bancaire, aucun Etat aujourd'hui ne peut prendre le risque de dire qu'il s'en lave les mains et que les déposants vont payer. Tout serait préférable à cela : endettement supplémentaire des Etats, création monétaire très soutenue, dérapage inflationniste, augmentation des impôts et probablement un mix de tout cela. Donc il n'y aura pas de *bail-in* ! Pour le moment du moins.

Pour autant, pas de risque inutile : diversifiez vos domiciliations bancaires si vous avez des fonds conséquents, n'allez pas flirter avec les plafonds garantis qui n'engagent que ceux qui veulent bien y croire. Bref, un dossier à surveiller comme le lait sur le feu ! Et n'oubliez pas que si vous avez d'un côté des dépôts conséquents et de l'autre côté des dettes dans la même banque, si les dépôts partent en fumée, les dettes restent dues à l'organisme qui gèrera la liquidation. Réfléchir à des remboursements anticipés peut s'imposer.

Pour conclure, rien de tel que de revenir au début ! Le titre de ce numéro est : **Après le désastre : effondrement, résilience ou renouveau ?**

Pour ce qui est du désastre... on est servi, avec des chutes de PIB jusqu'à 20% sur le premier semestre de l'année. On verra dans les mois à venir si on est au bout du désastre ou en cours de chemin vers un désastre plus prononcé. Pour ce qui est du renouveau, c'est-à-dire l'adoption d'un modèle de développement plus respectueux de l'environnement et de la lutte contre le réchauffement climatique tout en s'y adaptant, il faut fermement le maintenir à l'agenda contre les Trump et autres climatosceptiques, en attendant que la résilience rétablisse les bases de la faisabilité économique et de l'acceptabilité sociale d'avancées significatives.

Mais intéressons-nous plus particulièrement à l'effondrement. D'où pourrait-il bien surgir ? Les deux voies que je privilégie sont la perversion cupide de la Finance et l'incompétence de l'écologie politique que j'appelle l'écologisme. Arrivé au 13^e anniversaire de cette chronique plus ou moins trimestrielle (premier numéro en septembre 2007) j'ai dit suffisamment de mal de la Finance et de la nécessité de l'encadrer pour la préserver de ses démons : pas besoin d'en rajouter une couche ! Par contre l'actualité française m'incite à conclure sur l'incompétence de l'écologisme.

En ce mois d'août, tout en rédigeant ce numéro, j'ai bien rigolé de l'affaire de la betterave à sucre, magnifique exemple de la manière dont les écolos nous conduisent à l'effondrement, par pure incompétence, même s'il ne s'agit ici que de l'effondrement d'une filière agricole (de l'ordre de 500.000 ha et 46.000 emplois... une bricole !). Mais ils seraient capables de faire plus et mieux si on leur en donnait l'occasion.

Quelle est donc cette affaire de betterave à sucre ? En 2016 une loi est votée (dite loi Pompili, du nom de la Secrétaire d'Etat chargée de la biodiversité) qui, notamment, interdit l'utilisation des néonicotinoïdes (néonics pour les intimes) comme insecticides. Ces néonics étaient déjà utilisés en enrobage de semences diverses, dont la betterave, se diffusant à l'intérieur de la plante au fur et à mesure de sa croissance, ce qui constitue un usage beaucoup plus respectueux de l'environnement que la pulvérisation et qui épargne les bestioles qui ne s'attaquent pas à la plante, dont elle n'a pas besoin d'être protégée. Mais ces néonics se retrouvent dans les fleurs que viennent butiner les abeilles et c'est l'argument qui a fait pencher la balance vers l'interdiction totale des néonics.

On s'aperçoit aujourd'hui que sans néonics la filière betterave à sucre française est condamnée faute de moyens alternatifs pour protéger cette plante de la jaunisse virale transmise par le puceron vert du pêcher (*Myzus persicae*) ou le puceron noir de la fève (*Aphis fabae*). Le moyen efficace de lutter contre ce fléau reste donc d'enrober les semences de betterave avec des néonics. Pour éviter un effondrement de la filière, le gouvernement français (avec à nouveau Mme Pompili, comme ministre de la Transition écologique) s'apprête ainsi à accorder des dérogations temporaires (comme tous les autres pays européens enclins à plus de pragmatisme l'ont déjà fait) pour des semences de betterave enrobées aux néonics, au grand dam des écolos. Dès lors une grave question se pose à nous, citoyens lambda : allons-nous pouvoir continuer à choisir de cultiver notre diabète au sucre de betterave et/ou au miel ou bien allons-nous devoir exclure l'un ou l'autre faute de coexistence possible ? A moins que nous ne demandions à Bolsonaro d'augmenter sa production de canne

à sucre par déforestation de l'Amazonie ! Mais non, que je suis bête ! Il faut créer une betterave OGM⁷ qui résiste spontanément au *Myzus persicae*. Voilà des perspectives qui devraient ravir nos amis les écolos ! Et vous, vous êtes plutôt néonics, OGM ou Amazonie bolsonarienne ?

Je vous rassure tout de suite, chers lecteurs, vous allez pouvoir continuer à vous goinfrer de morceaux de sucre de betterave trempés dans le miel (ne rajouter du Nutella qu'après accord de votre médecin traitant), sans avoir à choisir entre OGM et Amazonie, mais j'ai besoin de votre aide. Il faudrait que vous expliquiez à vos amis écolos, sans les brusquer, que si nos petites abeilles chéries vont butiner les fleurs et que c'est à travers cette activité mellifère qu'elles peuvent s'intoxiquer avec des pesticides (mais ce n'est pas la principale cause de mortalité⁸), elles ne risquent rien avec les betteraves. Car, sans remettre en cause leurs immenses compétences agronomiques, signalez-leur que les betteraves n'ont pas de fleurs en première année⁹ et que par conséquent les abeilles ne vont pas s'intoxiquer aux néonics dans un champ de betterave à sucre où elles n'ont aucune raison d'aller... surtout si, au préalable, le champ a été correctement désherbé au glyphosate (ça, les écolos détestent) et qu'il n'y a donc pas, au milieu des betteraves, des saloperies de coquelicots (ça, ils adorent pourtant) ou de [datura](#) (ça, ils ne savent pas ce que c'est, au point d'envoyer à l'hôpital des consommateurs de productions bio non désherbées) ! Certes, pour être agronomiquement rigoureux, notons qu'il peut y avoir des phénomènes de rémanence des néonics dans le sol l'année suivante (en fonction des caractéristiques pédologiques du terrain) : il vaut donc mieux ne pas cultiver des plantes à fleur (trèfle, colza, tournesol, maïs) l'année suivante et plutôt du blé, de l'orge ou du triticales, mais cela relève plus des BPA (bonnes pratiques agricoles) que d'interdictions administratives. Finalement, l'agronomie ça ne s'improvise pas selon telle ou telle croyance idéologique... ça s'apprend. Il y a même des écoles pour ça !

Si les écolos n'existaient pas il faudrait les inventer tant ils nous font rire par leur incompetence. Mais c'est un rire jaune, car finalement l'écologisme n'est-il pas une nouvelle forme de populisme ? Le populisme de droite a une peur bleue des impôts et des fonctionnaires, le populisme de gauche a une peur rouge de l'entreprise privée, l'écologisme ou populisme bobo a une peur verte de la science mais espère qu'en se cachant derrière la Nature on ne s'en rendra pas compte ! Or, comme disait ma grand-mère (celle aux emprunts russes jamais remboursés, un thème d'une brûlante actualité) la peur est toujours mauvaise conseillère !

Henri REGNAULT, le 24 août 2020

henri.regnault@univ-pau.fr

Diffusion de LA CRISE : le 10 avril 2020, avant la mise en ligne du N°47, le compteur de LA CRISE était à 156101 ; il est à ce jour à 160213 soit 4112 connexions depuis cette mise en ligne.

⁷ Il existe déjà des betteraves OGM résistantes aux désherbants autorisées à la culture au Canada ([voir ici](#)) et aux Etats-Unis, mais pas résistantes aux virus évoqués ici.

⁸ Pour aller plus loin sur ce dossier complexe, controversé et manipulé par des écolos intellectuellement malhonnêtes, voir cet [article](#) sur les néonics et [celui-ci](#) sur la mortalité des abeilles qui remet les pendules à l'heure sur la responsabilité (limitée) des pesticides, comme le reconnaît aussi la [Coordination rurale](#).

⁹ La betterave est une plante bisannuelle qui ne fleurit qu'en deuxième année. C'est seulement pour la production de semences qu'on laisse des cultures aller en deuxième année, sur des surfaces très limitées. En France l'essentiel de cette production semencière est concentrée autour de [Nérac](#) (Lot et Garonne) sur 3500 ha..