

De la solidité des châteaux de cartes : le capitalisme financier et le coronavirus, l'exemple de la zone euro

Jacques Rigaudiat*

Contretemps n°46, juillet 2020



« UN SPECTRE HANTE L'EUROPE », OU PLUTÔT LA ZONE EURO, et ce n'est certes pas celui du communisme, mais de l'explosion en vol de l'euro. La crise économique qui vient, celle du coronavirus, même si déclenchée par une cause sanitaire étrangère aux contradictions du capitalisme, n'est jamais – après la bulle Internet de 2000-2001 et la crise des subprimes de 2007 – que le troisième des avatars majeurs que le capitalisme de notre temps, un capitalisme mondial et financiarisé, aura connu depuis le début de ce siècle nouveau. Elle est aussi la énième – on renonce à compter – depuis qu'il s'est véritablement installé dans le courant des années 1980. C'est dire si, bien plus que son prédécesseur, le capitalisme que l'on dira par commodité fordo-keynésien, ce nouveau stade est d'une instabilité chronique. Pourtant ce château de cartes tient toujours. Certes, peut-on se demander, pour combien de temps encore ? Il n'empêche, pour l'instant, apparemment, il tient.

On le sait, dans ce stade du capitalisme, les banques centrales – la Banque centrale européenne (BCE), pour l'euro, et avec elle les banques centrales nationales (Banque de France, d'Italie, Bundesbank...) qui composent le Système européen des banques centrales (SEBC) – jouent un rôle nouvellement acquis, celui de régulateur ultime et, devant l'inaction – faut-il dire l'impuissance ? – des États, en définitive unique. À grands coups de baisse des taux directeurs et d'achats massifs de titres mobiliers, en particulier d'obligations, sur le marché (le « *quantitative easing* », QE), la politique monétaire « *non-conventionnelle* » est de fait devenue, à rebours de ce que son intitulé indique, la doxa de ce temps. Signe, justement, que les temps ont décidément bien changé...

Gardiennne des lieux qu'elle est ainsi missionnée pour maintenir si possible en l'état, la BCE en est donc aussi par nécessité la vigie attentive. Qu'un incident survienne, qu'un incendie s'allume et il lui faudra intervenir. Aussi l'état des lieux qu'elle dresse régulièrement, le « *Financial stability review* », est-il par là-même l'inventaire de ses inquiétudes, celui donc des fragilités repérables du système. Aussi est-ce avec le dernier de ceux-ci – qui a été

* Jacques Rigaudiat est économiste. Il est coauteur, avec A. Trouvé, D. Plihon et P. Khalfa de *Cette Europe malade du néolibéralisme, l'urgence de*

désobéir aux traités, ATTAC/ Fondation Copernic, éditions Les liens qui libèrent, 2019.

publié fin mars^{1/} et intègre ainsi les tout premiers éléments de la crise économique qui vient et en analyse aussi les prodromes – que nous ferons la visite de ce château de cartes. Donnons-en immédiatement la substance telle que formulée par la BCE : « *Legacy debt and the potential for financial fragmentation pose pronounced medium-term challenges to both economic recovery and financial stability.* » (« *De sérieux problèmes à moyen terme pour la reprise économique et la stabilité financière* »)... sans surprise, l'inquiétude, on le comprend, est passablement grande car les problèmes sont « *sérieux* ». Quelles en sont les raisons ? Le niveau d'endettement et la fragmentation financière. Suivons donc le guide.

L'endettement

Un endettement général, systémique et systématique

Pour les assujettis à la discipline européenne que nous sommes, l'endettement comme sujet de préoccupation est, à l'évidence, l'endettement public. Nous savons tous – sans d'ailleurs trop savoir pourquoi cette frontière –, que, depuis les « *critères de Maastricht* », jusqu'à 60 % du PIB passe encore, mais qu'au-delà ça craint ; de même, puisque les États devraient se comporter en bons pères de famille et qu'il ne leur faut ainsi « *pas vivre au-dessus de leurs moyens* »^{2/}, dans le cadre de cet idéal petit bourgeois que l'UE cherche non sans quelque peine à faire intégrer aux États, la « *règle d'or* » de l'équilibre budgétaire, imposée aux finances publiques par le TSCG de 2012, apparaît dès lors comme du pur bon sens. Bref, l'endettement public, tel est apparemment l'ennemi principal du néolibéralisme européen. Or, tel n'est pas le propos de la BCE. Non qu'elle ne s'intéresse pas à la dette publique – on y viendra – mais parce que sa préoccupation n'est pas seulement là. Pour le comprendre, il faut avoir bien en tête que l'endettement est LA caractéristique globale du système économique néolibéral – en cela, on le dira systémique, et que, pour des raisons différentes, il touche tous ses agents, ce pour quoi on le dira systématique. Ainsi, à rebours de ce que l'on pourrait penser, la période post 2007 n'a-t-elle pas été celle d'un désendettement, pas même celle d'un arrêt de l'endettement.

D'un côté, les « *pays avancés* ». Après une marche d'escalier au moment de la crise, due à un saut brutal de l'endettement public, la montée inexorable de l'endettement s'est poursuivie à un palier supérieur de l'ordre de 25 à 30 points de PIB ; autant dire qu'au-delà de la crise de 2007-2009, l'endettement

^{1/} European Central Bank, « *Financial stability review* », may 2020. Ce rapport, publié le 26 mai, est en ligne sur le site de la BCE.

^{2/} C'est en tout cas ce que Europa, le site officiel de la Commission, n'hésite pas à dire sous l'onglet

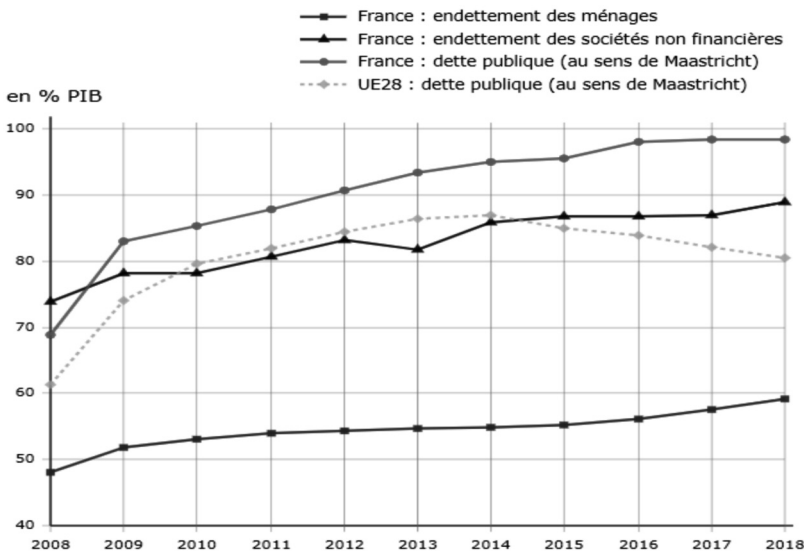
Procédures de déficit excessif : « *Entre 2011 et 2013, l'UE a introduit des règles plus strictes pour contrôler de plus près les dettes et déficits publics et veiller ainsi à ce que les États-membres ne vivent pas au-dessus de leurs moyens* »

privé (ménages et sociétés non financières) s'est ensuite retrouvé sur une pente ascendante prolongeant presque exactement la tendance d'avant-crise. De l'autre, les « *pays émergents* », où la dette a pendant ce même temps littéralement explosé, quasi uniquement du fait de l'endettement privé.

Au total, un endettement global (public et privé) qui, dans les « *pays avancés* », représente de l'ordre de 2,7 fois leur PIB et est, certes, composé à 40 % de dette publique, mais, subséquemment, à 60 % de dette privée. On comprend mieux ainsi que le premier souci de la BCE soit d'abord à l'égard du caractère soutenable (ou pas) de la dette privée. On comprend encore mieux pourquoi les problèmes financiers priment désormais sur ceux de l'économie réelle : ils lui sont quantitativement de beaucoup plus importants, très exactement 2,7 fois plus.

Et la France dans tout cela ? Parmi les pays avancés, elle est (cf. Graphique 1) dans une honnête moyenne : un endettement global de 246,5 % de son PIB, composé à 60 % d'endettement privé et – grande surprise – à seulement 40 % d'endettement public. La France n'est donc nullement comme on veut nous le faire accroire ce mauvais élève incorrigible qui devrait s'inspirer du premier de la classe, l'Allemagne. Elle n'est ni cette cigale impénitente à mettre dans le sac des supposés « *pays du Club Med* », ni ce pelé, ce galeux sur lequel il conviendrait de crier haro ! La France est tout bonnement dans la banale normalité d'un système qui fonctionne à l'endettement général.

Graphique 1. Les endettements en France



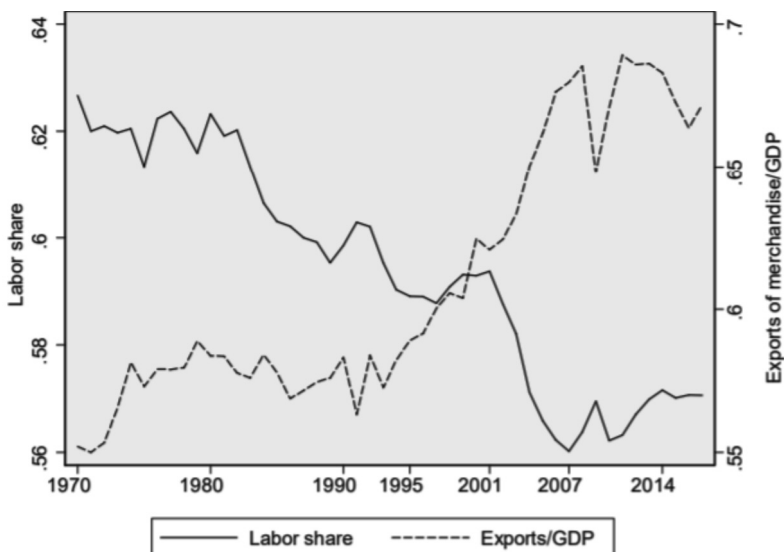
Source Insee.

La crise d'hier n'a donc pas été l'occasion d'un arrêt de l'endettement, tout au contraire, de façon très générale, sa montée s'est poursuivie. Il y a à cela une raison simple : tel qu'il est, le système serait tout simplement incapable de survivre à son interruption. Si la BCE s'inquiète tant aujourd'hui des endettements de toutes sortes, c'est qu'il lui faut pouvoir assurer la poursuite de cette course sans fin et c'est rien moins que problématique...

Au cœur du système : l'endettement des ménages

L'endettement des ménages est au cœur des problèmes du système. On sait que le projet néolibéral, c'est d'abord la reconquête d'une fraction de la richesse produite par le capital sur le travail, soit, en d'autres termes, d'obtenir une hausse du taux d'exploitation, afin de rehausser un taux de profit déclinant. Aussi la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée (cf. Graphique 2) est-elle le marqueur statistique général caractéristique de ce moment. Ceci est suffisamment documenté pour que je n'y revienne pas ici.

Graphique 2. Part du travail dans la valeur ajoutée, part des exportations dans le PIB^{3/}



^{3/} Source : Ariell Reshef & Gianluca Santoni, « Are Your Labor Shares Set in Beijing? The View through the Lens of Global Value Chains », Working

papers, No 2019-16 December, CEPII. Les données portent sur un échantillon de 39 pays qui représentent 85 % de la valeur ajoutée mondiale.

Le problème économique qui se pose alors est celui d'une insuffisance de la demande globale, et en particulier celle des ménages. En décrochant l'évolution des salaires de celle des gains de productivité, l'économie néolibérale rompt avec les équilibres du modèle fordien qui l'a précédée. Si celui-ci avait fort à faire avec l'inflation, celle-là a, au contraire, à se dépêtrer d'un risque permanent de déflation, c'est-à-dire de baisse générale et durable des prix. Seule porte de sortie possible à ce dilemme : l'endettement, qui permet d'anticiper sur les progrès à venir espérés pour les revenus et de trouver un débouché au surcroît produit. L'endettement se substitue ainsi à la hausse du pouvoir d'achat. L'espérance remplace en somme la réalité...

Problème, derechef : avec les niveaux d'endettement qui sont désormais ceux des ménages^{4/} et la charge qu'ils représentent dans leur revenu^{5/}, si les perspectives attendues ne sont pas au rendez-vous, et plus largement au moindre accident de parcours, c'est la catastrophe. Si la réalité qui vient déçoit l'espérance de ce qui était attendu, alors, la pyramide de Ponzi qu'est devenue l'économie est en risque de s'effondrer.

C'est ce qui s'est passé en juillet 2007 avec la crise des subprimes, les crédits hypothécaires américains ; c'est à nouveau ce que redoute aujourd'hui la BCE.

Ainsi, le risque de déflation n'est-il conjuré qu'au prix d'un risque de défaut. Pour peu que, comme les subprimes, ces créances soient « *titrisées* » – c'est-à-dire soient elles-mêmes portées par d'autres supports financiers – et ainsi subrepticement présentes sur les marchés, alors le risque est diffusé à l'ensemble de l'édifice financier et devient « *systémique* ». L'incendie, au départ local, met alors le feu à la prairie tout entière... Le capitalisme peut bien déplacer ses contradictions, il ne peut pour autant les résoudre.

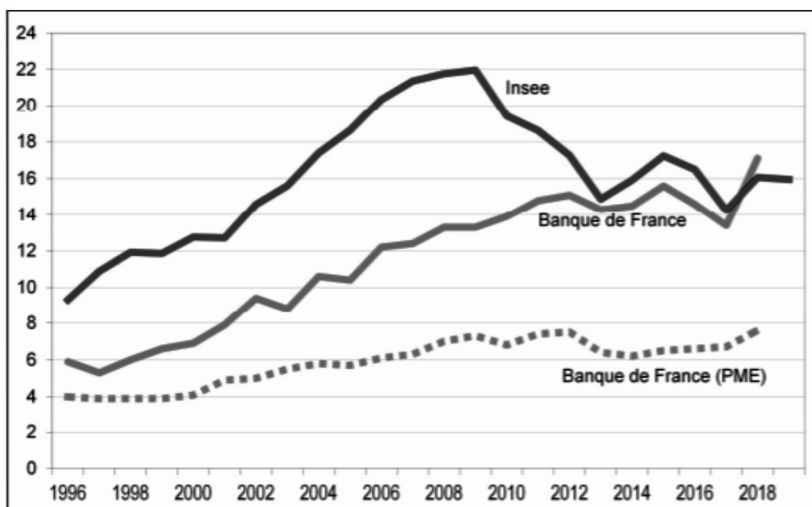
La financiarisation de l'endettement des entreprises

Si les ménages sont donc au cœur du problème, les entreprises ne le sont pas moins. S'il y a pression sur les salaires, c'est bien sûr pour faire plus de profit, mais c'est surtout pour mieux le servir aux actionnaires. C'est pourquoi la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée ne s'est pas seulement traduite par la hausse symétrique concomitante de celle des profits ; elle s'est aussi accompagnée d'un accroissement de la part de ces derniers qui a été versée aux actionnaires (cf. Graphique 3). Le dividende est devenu l'objectif ultime.

^{4/} Si en Europe, seuls les ménages de deux pays (Pays-Bas et Chypre) tangentent les 20 % de charges de dette par rapport à leur revenu, ce niveau est celui actuel des ménages étatsuniens.

^{5/} Soit pour la France de l'ordre de 10 % ; un peu plus que l'alimentation et à peine moins que les transports.

**Graphique 3. Taux de distribution des dividendes
(en % de la valeur ajoutée)^{6/}**



Le résultat de ce double déplacement ? C'est Michel Husson qui le donne en conclusion de la note dont est tiré ce graphique : « *on constate alors qu'aujourd'hui, les salariés travaillent en moyenne 20 jours (ouvrables) par an pour les actionnaires. C'était la moitié il y a 25 ans.* »

Si donc les actionnaires s'en félicitent, les entreprises sont, quant à elles, face à une nouvelle question : si une part plus importante du résultat part en distribution de dividendes, où trouver l'argent pour continuer à investir ? Des deux réponses possibles – réaliser une augmentation de capital en émettant des actions, ou s'endetter –, le néolibéralisme n'en retient qu'une seule : l'endettement. À cela une raison simple, émettre des actions nouvelles et ainsi augmenter les fonds propres, c'est prendre le risque de diluer ses actionnaires et en tout cas de baisser et la valeur et le rendement des actions. Tout le contraire de ce qui est recherché : la maximisation du RoE le « *return on equity* » – nom euphémisé du taux de profit, qui est tout simplement le rapport entre les fonds propres apportés par les actionnaires et le bénéfice –, est le critère de gestion par excellence du néolibéralisme. Il ignore superbement la

^{6/} Source M. Husson, « *Où sont passés les dividendes (bis) ?* », note hussonet n°132, 2 juin 2020. Le lecteur attentif aura remarqué la discordance entre les données Insee et celles de la BdF ; c'est

précisément l'objet de la note de M. Husson que d'en élucider la signification. Je ne peux que conseiller sa lecture ; elle est en ligne sur son très excellent site <http://hussonet.free.fr/>.

dette. Aussi, « *l'optimisation de la rentabilité des fonds propres* » passe-t-elle par « *l'effet de levier* », nom pompeux donné au rapport dette/fonds propres. Autant dire, en d'autres termes, que cette chasse frénétique au capital immobilisé^{7/} auquel de l'endettement est ainsi substitué vise à contrecarrer l'augmentation de la composition organique du capital.

S'endetter, donc, reste à savoir comment. Traditionnellement, dans l'ancien monde, c'était le métier des banques : l'épargne des ménages placée dans les banques de dépôts était « *transformée* » par celles-ci à travers des prêts bancaires aux entreprises, ceux-ci venant en complément de l'autofinancement dont disposaient ces dernières.

Sous l'empire de quatre facteurs conjoints, ce paysage a été radicalement bouleversé par la financiarisation. D'abord, (i) la baisse massive des taux d'intérêt et avec elle le retour des taux d'intérêt réels négatifs, a rendu le marché obligataire bien plus intéressant que l'emprunt bancaire ; ensuite, parce que (ii) l'effet de levier évoqué précédemment autorise les financiers rapines (et économiquement désastreuses) que sont les opérations de LBO^{8/}, qui se sont largement répandues ces dernières décennies ; enfin, pour les entreprises qui veulent satisfaire leurs actionnaires en dépit de maigres profits réels, (iii) le rachat de leurs propres actions par endettement permet, à défaut de dividendes, de fabriquer, de toutes pièces –et sans trop se fatiguer sur le terrain industriel –, une plus-value sur les actions^{9/}. À tout cela, se sont, de surcroît, ajoutées depuis la dernière crise des (iv) réformes comptables prudentielles (Bale III) concernant les banques : elles ont ainsi « *subi des contraintes de bilan à leur actif (exigences de liquidités) et à leur passif (exigences de fonds propres), qui les ont amenées à réduire sensiblement leur rôle dans l'intermédiation internationale* »^{10/}. Autant dire que l'endettement par émission d'emprunts obligataires sur le marché est devenu le mode général de financement des entreprises (mondialisées). Aujourd'hui, sur la zone euro, leur endettement représente 80 % du PIB.

^{7/} Frénétique, car si, en termes financiers, elle se traduit par la place croissante faite à l'endettement par rapport à l'émission d'actions et la constitution de fonds propres, elle prend aussi d'autres formes non moins systématiques dans l'économie réelle. Ainsi de l'externalisation des fonctions lourdes en capital (immobilier, flotte de véhicules...) et le repli sur le « *cœur de métier* » grâce à la sous-traitance, ou de la transformation du procès de travail pour limiter le capital circulant (flux tendus, zéro stock...) ou immobilisé (open space, desk sharing, co working...).

^{8/} Le LBO, « *leveraged buy out* », achat par effet de levier, désigne l'opération par laquelle une

société acquiert ou prend le contrôle d'une autre, en empruntant les fonds nécessaires. Le remboursement de l'emprunt se fait en se payant sur la bête, soit en siphonnant ses liquidités (exemple, l'achat de l'aéroport de Toulouse par un fonds chinois), soit en vendant ses bijoux de famille (son immobilier, typiquement, mais aussi ses machines, exemple : Alstom Belfort et General Electric), soit en la dépeçant en la vendant « *par appartements* ».

^{9/} Au prix d'une contradiction secondaire : ce n'est pas bon pour le ROE ! Mais c'est excellent, il est vrai, pour les détenteurs d'actions ou... de stock-options.

^{10/} Michel Aglietta & Sabrina Khanniche, *op. cit.*

Problème, en se diffusant largement cette pratique a concerné de plus en plus d'entreprises, pas toutes en situation florissante. Ainsi, « *au niveau mondial, la part des sociétés notées BBB (la plus basse note possible dans cet univers) représente 50 % des émissions contre 34 % en 2008. Dans ce cas, toute détérioration des profits eu égard au coût du service des dettes fait basculer ces emprunteurs dans les dettes risquées et fait grimper leurs spreads^{11/} de crédit* ». C'est très précisément ce qui s'est passé en février dernier, en particulier avec les « *high yield bonds* », ces obligations à haut rendement, qui ne rapportent que pour autant qu'elles sont risquées, car émises par des entreprises dont la notation est mauvaise. Avec la crise de la Covid 19, et les perspectives économiques plus qu'incertaines qu'elle entraîne, les dégradations de note se sont multipliées. D'un autre côté, les spreads – les écarts de taux – se sont brutalement envolés. En effet, « *aversion pour le risque* » aidant, les taux d'intérêt pour les entreprises les mieux notées ont baissé, quand ceux des moins bien notées mais en bon état (« *investment grade* ») ont augmenté, et que le saut a été encore plus brutal pour les entreprises les moins bien notées (« *high yields* »). Dégradation de note et augmentation des spreads, double peine donc, pour ces entreprises, pour lesquelles la facture est ainsi devenue très (trop) salée.

Le marché obligataire était en somme en train de rejouer, mais côté entreprises, la pièce qui avait été servie en 2007, côté ménages, avec les subprimes ! De là cette conclusion de Michel Aglietta, qu'on ne peut que partager : « *La dette des entreprises est donc devenue le cœur des vulnérabilités financières accumulées dans le secteur privé* ». C'est très exactement la situation de la zone euro. Simplement, marché échaudé craignant l'eau froide, les choses ne se sont pas jouées exactement comme ça. Instruits du précédent de 2007, les détenteurs de « *high yields* » s'en sont très massivement et très rapidement défait, et l'intervention de la BCE à compter du 25 mars n'y a à ce jour rien fait. Ces entreprises se sont ainsi trouvées dans l'incapacité de placer leur papier et d'emprunter. Là encore, la contradiction n'a fait que se déplacer : si les marchés se sont ainsi délestés du risque de défaut qui les menaçait, c'est au prix d'un risque de faillite pour les entreprises, qui à son tour... Bref, tout cela n'est qu'un expédient temporaire, qui relève du passage de patate chaude. Comme l'explique la Banque de France dans son langage inimitable : « *Enfin, le stress de liquidité sur les marchés financiers et la remontée du risque de crédit ont mis en lumière des tensions entre les comportements individuellement justifiés et leurs conséquences collectivement sous-optimales* :

^{11/} Le « *spread* » est l'écart qui existe entre le taux auxquels empruntent les entreprises les mieux notées et celles qui le sont moins bien ; il est

supposé correspondre à la rémunération du risque pris par le prêteur et constitue ainsi sa « *prime de risque* ».

par exemple, certains investisseurs ou fonds de gestion – en renforçant leur position de liquidité par prudence – ont pu être amenés à augmenter les problèmes au niveau global, créant des tensions de liquidité pour d'autres parties prenantes, notamment les entreprises non financières. L'absence d'une approche macroprudentielle pour les fonds d'investissement, qui contribuent pour une large part au financement désintermédié de l'économie réelle, comme la fragilité de la finance à effet de levier constituent également deux points d'attention pour les autorités françaises »^{12/}.

Aussitôt ouverte, la crise du Covid 19 s'est donc immédiatement traduite sur le terrain financier par une détérioration brutale et générale des conditions de financement de l'économie. En dépit de l'intervention massive de la BCE (cf. ci-dessous), en cette veille d'été, les entreprises mal notées (« *corporate high yield* ») ne parviennent toujours pas à accéder dans de bonnes conditions à des financements, alors que les autres (« *corporate investment grade* ») ont pu retrouver le chemin des marchés, mais à des taux relevés ; de même pour le marché monétaire (celui des liquidités à court terme, « *money market fund* ») qui a retrouvé un fonctionnement quasi-normal. Il n'en va, par contre, pas de même pour les autres compartiments.

D'abord celui des fonds propres (« *equity* ») qui reste en difficulté ; les introductions en Bourse ou les augmentations de capital devront donc attendre, ce n'est pas, on l'a vu, un élément absolument essentiel du système financier, du moins à court terme. Enfin, et c'est une toute autre paire de manches, le marché de la dette des États (« *sovereign* ») est lui bien bloqué. De là, la crainte de la BCE d'une fragmentation financière.

Le risque de fragmentation : la dette des États et l'euro en question

Maastricht : La dette des États dans la main des marchés

Il en va désormais des États comme des entreprises, et ce n'est pas une métaphore. Pour ce qui concerne l'UE, et *a fortiori* la zone euro, le Traité de Maastricht a, en effet, marqué l'entrée dans un monde nouveau^{13/}, celui de la finance néolibérale. Depuis l'article 101 de ce traité (aujourd'hui repris par l'article 123 du TFUE-Traité de Lisbonne), « *il est interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres, ci-après dénommées*

^{12/} Banque de France, « *Évaluation des risques du système financier français* », Juin 2020.

^{13/} J'ai longuement traité de ce sujet de la dette

publique et du rôle de la BCE dans J. Rigaudiat, *La dette, arme de dissuasion sociale massive*, Éditions du Croquant, 2018.

“banques centrales nationales”, d’accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l’Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres ; l’acquisition directe, auprès d’eux, par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite. »

Voilà qui a le mérite de la clarté et n’a pas besoin d’exégèse particulière ! Jusqu’au compte unique du Trésor à la Banque de France qui, depuis lors, doit présenter un solde positif à la clôture journalière...

Par cette disposition, qui est tout sauf anodine, était ainsi rompu le dernier fil du lien qui depuis Crésus reliait le souverain – despote, roi ou République – à la monnaie. Là où, naguère encore, l’État pouvait demander à sa banque centrale de faire marcher la planche à billets et lui donner l’argent ainsi créé – quitte à devoir ensuite dévaluer –, il est désormais forcé – puisqu’avec Maastricht il y a consenti – à emprunter sur les marchés, aux conditions que ceux-ci veulent bien lui accorder.

Une page d’histoire était ainsi tournée. La monnaie néolibérale pouvait alors pleinement advenir : une monnaie de banque centrale, « *seule habilitée à autoriser l’émission de l’euro [et] indépendante dans l’exercice de ses pouvoirs et dans la gestion de ses finances. Les institutions, organes et organismes de l’Union ainsi que les gouvernements des États membres respectent cette indépendance* » (TFUE, art. 283). Exit donc le politique, et avec lui tout éventuel lien avec la démocratie. La monnaie et la finance aux financiers, en somme.

Autant dire que, financièrement, comme les entreprises, les États de la zone euro sont dans la main des marchés, auprès desquels seulement ils peuvent emprunter.

Lors de la crise des « *subprimes* » de 2007, il avait fallu attendre fin 2014 pour que la BCE se résigne à s’engager dans une politique de « *quantitative easing* » et à ainsi véritablement intervenir par des achats massifs de titres privés sur les marchés. Il avait même fallu attendre janvier 2015 pour que – horreur des horreurs pour des néolibéraux – elle s’engage dans des achats de titres publics, le PSPP (« *public sector purchase program* »). C’est dire si, après avoir menacé d’embraser toute la prairie, le feu était alors au lac, risquant même d’emporter l’euro...

La BCE avait ainsi dû, non sans quelques crise de nerfs^{14/}, renoncer à maintenir intacte sa doctrine néolibérale. Il était patent qu’elle sortait de son mandat, mais à défaut d’être

^{14/} La démission de son économiste en chef allemand et le refus obstiné du gouverneur de la Bundesbank.

admise par la Cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe, cette sortie salvatrice fut sanctifiée par la Cour de Justice de l'Union européenne^{15/}. C'était bien là l'essentiel.

La BCE, pompier impuissant

Même motif, même punition ; la crise financière de la Covid 19 a immédiatement pesé sur l'appréciation de la dette des États par les marchés. Il faut dire que les perspectives ne sont pas réjouissantes : tous les pays vont devoir considérablement alourdir leur endettement, et la crise a d'abord et plus fortement frappé ceux qui étaient déjà les plus endettés. Face à cette situation, les marchés ont immédiatement réagi et les écarts (par rapport à l'Allemagne) de taux des emprunts de la Grèce, de l'Italie, de l'Espagne et du Portugal se sont aussitôt envolés .

Pour ces pays et leurs citoyens, c'était la promesse d'une triple peine : forte augmentation et de leur dette et des taux auxquels ils vont devoir emprunter, mais aussi de ceux de la dette ancienne arrivant à maturité et qu'il faut « rouler », renouveler donc... Au total, une augmentation considérable de la charge de leur dette. Cette situation insoutenable conduisait tout droit à la nécessité, dans des délais plus ou moins rapprochés, d'une demande de moratoire par chacun de ces pays mais – hormis la Grèce^{16/} – assurément d'abord pour l'Italie, nation la plus endettée mais aussi troisième puissance économique de l'Union !

Autant dire que, une nouvelle fois, l'euro était directement menacé. Pour éviter l'explosion en vol, la BCE a dû immédiatement intervenir en sortant le « bazooka monétaire » de la « politique non conventionnelle ». Elle a ainsi (encore) inventé un nouveau programme, évidemment « provisoire », d'achat de titres sur les marchés : le PEPP (« Pandemic Emergency Purchase Program ») de 750 Md€, destiné à durer « au moins jusqu'à la fin de 2020 ».

Le problème c'est que la situation est cette fois-ci suffisamment sérieuse pour que pas grand-chose n'y puisse faire. À fin mai, la BCE avait déjà dépensé 235 des 750 Md€ programmés, dont 51 Md€ d'obligations italiennes – soit la totalité des emprunts obligataires émis tant par l'État que par les entreprises italiennes. À ce rythme, le programme n'aurait pas suffi à tenir

^{15/} Sur ces points, cf. <http://www.regards.fr/monde/article/les-fourmis-contre-les-cigales-la-revanche-de-la-cour-constitutionnelle> et <https://blogs.mediapart.fr/jacques-rigaudiat/blog/030620/la-boetie-et-la-cour-de-justice-de-l-union-europeenne>

^{16/} Sur la situation de la Grèce, cf. M. Husson, « Grèce : le bon élève sera quand même puni », *Alternatives économiques*, 15 mai 2020.

l'année. Le 4 juin furent ainsi décidés une rallonge de 600 Md€ et un allongement du terme, désormais « *au moins jusqu'en juin 2021* ». Le provisoire va durer.

Et tout cela pour quel résultat ? En dépit de ces achats massifs, la situation n'est pas revenue à la normale, à preuve le spread de l'Italie (cf. Tableau 1)^{17/} qui, en dépit de tout cela, s'est alourdi de plus d'un tiers...

Tableau 1. Taux des obligations d'État à 10 ans

	30/01/20	10/06/20
1 Italie	+ 0,918	+ 1,465
2 Allemagne	- 0,504	- 0,437
1-2= Spread	1,422	1,902

Source Boursorama

Dans ce stade nouveau du capitalisme, les États^{18/} sont en quelque sorte les réceptacles de toutes les contradictions. Affaiblis fiscalement par une croissance structurellement anémique, alors qu'une part de leurs dépenses suit une logique – et donc une dynamique – déconnectée de celle de l'économie, les États sont dans une situation financière précaire permanente ; ils sont, de plus, privés de ressources par l'attrition des recettes et le dumping fiscal auxquels ils se livrent et par lesquels ils se détruisent les uns les autres^{19/}. Ils sont ainsi condamnés au déficit budgétaire dès lors que la moindre crise survient. D'abord, parce que les recettes fiscales et sociales s'effondrent, indexées qu'elles sont sur la croissance ; ensuite, parce que les dépenses des communs : les retraites, la santé, l'éducation... continuent leur chemin, indifférentes qu'elles sont aux aléas de l'économie, jouant ainsi un rôle bénéfique de « *stabilisateurs automatiques* » ; enfin, parce que pour faire face à l'aléa, il faut bien consentir de surcroît à des dépenses supplémentaires : chômage partiel, décalage de recettes fiscales et sociales, garantie de prêts... Tout cela se résume en deux mots : endettement supplémentaire. Le tout est de savoir jusqu'à quel point...

En mettant immédiatement en œuvre des moyens considérables, la BCE est parvenue à circonscrire provisoirement l'incendie, pas à le contrôler, encore moins à l'éteindre, car cela de toutes façons elle ne le peut. Elle est un

^{17/} Sur ce point, cf. Anne-Laure Delatte & Alexis Guillaume, « Covid 19: a New Challenge for the EMU? », CEPII, Working paper, No 2020-08, June 2020.

^{18/} Par État, j'entends ici, par commodité mais provisoirement, l'ensemble des collectivités publiques :

État proprement dit, donc, mais aussi Collectivités locales et administrations de sécurité sociale.

^{19/} Pour une analyse récente, cf. Vincent Vicard, « *L'évitement fiscal des multinationales en France : combien et où ?* », Lettre du CEPII, n° 400, Juin 2019.

pompiers impuissants, car les États sont malades du néolibéralisme et leur dette n'est qu'un symptôme. L'incendie se poursuivra donc et il faudra y mettre encore plus de moyens, faute de quoi, tout cela risque fort de devenir hors de tout contrôle....

La crise qui vient... 2020 : cataclysme annoncé

Or, nous sommes désormais dans le chaos le plus total. Aujourd'hui, les dernières prévisions de l'UE anticipent pour 2020 une chute de la croissance de -7,4 % pour l'Union européenne et de -7,7 % pour la zone euro. La perspective de reprise pour 2021 est de +6,1 %, ce qui laisserait donc à cette date un écart non rattrapé. Dans les prévisions de l'UE, le rebond prévu en 2021 n'est donc pas suffisant pour compenser la chute de 2020.

Pour ce qui est de la France, les chiffres sont cataclysmiques. Les prévisions officielles n'ont d'ailleurs cessé de se dégrader au fil des pas moins de trois lois de finances rectificatives (LFR) qui se sont succédé. La dernière en date, la LFR 3 examinée fin juin au Parlement, a été bâtie sur la base d'une chute de 11 % du PIB en 2020 ! Avec dans ses composantes (cf. Tableau 2) des chutes vertigineuses, en particulier de l'investissement des entreprises qui reculerait de près d'un quart !

Chute de l'économie, chute de l'activité, ce sont bien évidemment des emplois perdus et du chômage supplémentaire. Dans ses dernières estimations, l'UNEDIC prévoit que 2 millions d'emplois seront perdus à fin 2020, soit, pour ce qui la concerne, 630 000 chômeurs indemnisés supplémentaires. Mais au total, une fois pris en compte les non indemnisés et les jeunes qui arriveront à la rentrée sur le marché du travail et ne pourront pas trouver d'emploi, sans aucun doute de 2 à 2,5 millions de chômeurs supplémentaires...

Au total – pour autant du moins que les choses soient discernables fin juin –, c'est une situation sans précédent, hors temps de guerre. Comme le dit l'UNEDIC dans ses prévisions : « *malgré l'incertitude qui entoure ce chiffre, retenons surtout que le PIB 2020 marquera un recul de l'économie sans précédent dans l'histoire récente, très nettement en dessous du recul d'activité de -2,8 % observé lors de la crise financière de 2008-2009* ». « *Très nettement en-dessous* », c'est le moins que l'on en puisse dire, plus basse, elle l'est de quatre fois !

Tableau 2. Les prévisions économiques pour la France dans la LFR 3

Prévisions économiques pour la France		
% en moyenne annuelle	2019*	2020
Produit intérieur brut (CJO)	1,5	-11,0
Consommation finale des ménages	1,5	-10,0
Consommation finale publique	1,7	-0,3
Formation brute de capital fixe (FBCF)	4,3	-19,3
<i>dont : entreprises non financières</i>	3,7	-24,2
Importations	2,6	-15,5
Exportations	1,8	-15,5
Contribution de la demande intérieure privée hors stocks (en pt de PIB)	1,5	-9,9
Contribution des variations des stocks et objets de valeur (en pt de PIB)	-0,4	-1,1
Contribution du commerce extérieur (en pt de PIB)	-0,3	-0,1
Indice des prix à la consommation	1,1	-0,4
Indice d'inflation sous-jacente brut	0,8	0,4
Déflateur du produit intérieur brut	1,2	1,4

Données corrigées des jours ouvrables

* Comptes nationaux trimestriels (résultats détaillés du 1^{er} trimestre 2020)

Cette crise qui va durement frapper l'économie réelle trouve sa traduction financière dans une dégradation considérable des comptes de l'État (cf. Tableau.3), et, plus largement, de l'ensemble des collectivités publiques. Détérioration due pour l'État à une chute des recettes (-72 Md€) plus que d'une hausse des dépenses de soutien de l'économie (+57 Md€). En tenant compte des titres de dette qui arrivent à échéance au cours de l'année et qu'il faudra donc « rouler », le besoin de financement de l'État, ce qu'il devra emprunter sur les marchés, est ainsi de près de 360 Md€, quasiment 1 Md€ par jour !

Les modalités pratiques de cet endettement ne sont pas véritablement connues^{20/}, au moment où ces lignes sont écrites, mais sur la base de ce qui était prévu fin avril pour la LFR 2, j'en ai ici tenté une évaluation.

Encore ne s'agit-il que du seul État, à cela il faut de surcroît ajouter le déficit de la Sécu, annoncé à près de 47 Md€ et pour laquelle ce sont essentiellement les chutes de recettes dues à la fois à la crise mais aussi à la décision du gouvernement de différer la perception des cotisations qui sont en cause. Il faut enfin rajouter le déficit de l'Unedic, doublement saignée à blanc par la chute des cotisations et par l'explosion de ses dépenses d'indemnisation, et

^{20/} Ce qui montre aussi que les formes de l'endettement n'étant pas présentées au Parlement n'y sont donc pas discutées. Ce scandale démocratique

laisse évidemment les mains totalement libres au ministère des Finances...

chiffré par celle-ci à 26 Md€. Au total, surtout si on y ajoute les collectivités locales, on devrait n'être pas loin des 450 Md€ d'appel sur les marchés, dont 300 Md€ d'endettement maastrichtien supplémentaire, soit de l'ordre de 14 points de PIB valeur 2020...

Tableau 3. Déficit et endettement de l'État^{21/}

en Md	Exécution 2019	LFI 2020	LFR 3	Ecart à LFI
BUDGET				
Dépenses	392,2	400,4	457,4	+57,0
Recettes	299,5	307,3	235,3	-72,0
Solde État	-92,7	-93,1	-222,1	128,9

BESOIN DE FINANCEMENT		
Déficit État	93,1	222,1
Amortissement dette	136,4,	136,4
Divers	1,0	1,0
Besoin de fin	230,5	359,5

RESSOURCES DE FINANCEMENT		
Émission dette moyen long terme	205,0	279,9
Émission dette court terme	10,0	64,1
Divers trésorerie	15,5	15,5
Ressources de financement	230,5	359,5

Et après? « *Winter is coming* »

Ces diverses prévisions, déjà cataclysmiques en elles-mêmes, tablent plus ou moins explicitement sur un retour rapide à la normale dès 2021. Rien de moins certain, comme l'écrit l'Insee dans sa dernière note de conjoncture : « *la reprise économique, en France et dans le monde, restera au mieux progressive au second semestre* ». Le chaos va s'installer rapidement et cela dès la rentrée de septembre. Car si l'appareil productif est, *a priori*, intact,

^{21/} Ce tableau est construit à partir des données budgétaires de la LFR 3 et, s'agissant du tableau de financement, d'un calcul personnel réalisé à

partir des données de l'Agence France Trésor concernant la LFR 2 publiées dans son Bulletin mensuel d'avril 2020.

l'économie n'en va pas moins, en effet, subir quatre chocs simultanés, dont les effets seront durables et dévastateurs :

Le premier est un choc de « *productivité négative* ». La nécessité – du moins tant que la Covid 19 circule et faute de vaccin ou de traitement efficace –, de faire respecter la distanciation sociale entraîne nécessairement des surcoûts de production dans tous les secteurs, ils se répercuteront sur les marges ou sur les prix. De là, un effet dépressif sur la demande.

Le second est un choc de liquidité et donc de solvabilité des entreprises^{22/}. Pendant la crise, l'absence de recettes, alors que les coûts continuent de courir, amène les entreprises à brûler leur trésorerie, nombre d'entre elles n'y survivront pas...

Le troisième est un choc de demande interne. Chute de l'investissement des entreprises, montée du chômage et pertes de revenu des ménages, constitution d'une épargne de précaution... vont venir se conjuguer pour déprimer la demande interne.

Le quatrième est le choc que produit cette pandémie mondiale sur la demande externe. Les touristes étrangers ne reviendront pas de sitôt ; le carnet de commandes d'Airbus était, disait-on, rempli pour 10 ans, avec le trou d'air durable que va subir le transport aérien, il risque fort de l'être en fait désormais pour 15 ou 20 ans ; il faudra donc revoir à la baisse le programme de production, ce qui se répercutera en cascade sur le réseau de sous-traitants et sur l'emploi, d'ores et déjà 6 000 départs non remplacés sont prévus par Airbus...

Tous ces éléments qui joueront de façon conjointe et simultanée dans l'ensemble de l'UE et du monde, font que l'espoir d'une reprise à brève échéance est plus que probablement vain. Si un rebond de l'économie va se faire sentir, qui pourra faire croire à un retour rapide à la normale, il va non moins rapidement buter sur ces quatre éléments. La reprise ne sera donc assurément pas, comme beaucoup voudraient l'espérer, « *en V* », avec un retour rapide au niveau d'activité antérieur. Bien plutôt devrait-elle être en « *racine carrée* » : rebond rapide mais limité, suivi d'une longue stagnation, à supposer que tout cela n'engage pas une spirale déflationniste. « *L'hiver arrive* »...

L'avenir n'est pas – n'est jamais – écrit d'avance ; que « *L'hiver arrive* » ne veut pas dire qu'il n'est pas possible de le combattre et, peut-être, de le vaincre.

^{22/} M. Guerini, L. Nesta, X. Ragot, St. Schiavo, « *Dynamique des défaillances d'entreprises en France et crise de la Covid-19* », OFCE, Policy brief, N°73, 19 juin 2020. En voici l'essentiel : « *Le tissu productif est lourdement affecté par cette crise, avec des niveaux de défaillances sans précédent. Nous trouvons une augmentation des*

défaillances d'entreprises de 1,4 point de pourcentage (de 1,8 % dans un monde sans crise, à 3,2 %), soit une hausse de presque 80 % des défaillances (...). Nous évaluons le nombre d'emplois détruits par les faillites potentielles au 1^{er} janvier 2021 à environ 250 000.

Encore faut-il ne pas en nier par avance la réalité. Il n'est pas encore là, mais il est bel et bien déjà en marche.

Cette situation sans guère de précédent va donc, entre autres, se traduire par de la dette supplémentaire. La croissance ne sera pas au rendez-vous et cela durablement, de la dette donc. Les prêts garantis par les États ne seront pas tous remboursés du fait des faillites ou de l'insolvabilité des entreprises, de la dette encore. Les reports de « *charge fiscale et sociale* » deviendront définitifs, encore de la dette. Un chômage de masse va durablement s'installer, de la dette, encore et toujours...

Un endettement public massif supplémentaire va donc être nécessaire, et l'on parle là de 20 ou 30 points de PIB sur la durée^{23/}, possiblement de 40 pour certains ! Et ceci vaut globalement pour l'ensemble de l'UE. La question est dès lors : Qui va s'endetter ?

Laisser les États seuls face aux marchés, c'est mener l'euro à une inéluctable explosion du fait de l'aggravation insupportable des taux pour certains pays, et donc de leur défaut assuré. Il faut donc que cet endettement soit, d'une façon ou d'une autre, pris en charge. La BCE peut servir de relais, mais dans sa transitivité : les États placent leur dette sur les marchés, qui à leur tour les revendent à la BCE, qui perçoit les intérêts que lui versent les États et qui à son tour leur reverse les dividendes que grâce à cela elle peut dégager... Cette situation est ubuesque : les marchés s'y enrichissent, pas les États^{24/}. La BCE peut bien servir de relais, elle ne peut être une réponse à tout et surtout pas durablement. Et l'euro, là non plus, n'y survivrait pas. La dette portée par la BCE devra être annulée ou, à tout le moins, neutralisée.

Il faudra donc y mettre de la solidarité et que cette dette soit une dette commune. C'est devant ce constat et ces impasses que Macron et Merkel se sont résolus à faire leur proposition. Mais, à supposer qu'elle sorte indemne des discussions, ce n'est certes pas avec un programme de 750 Md€, au surplus étalé sur plusieurs années, que la réponse sera trouvée. Or, on parle ici de 20 ou 30 points d'un PIB de l'UE de 15 000 Md€ ! Il faudra peut-être aussi alors se demander, tout cela pour quoi faire ?

De par cette situation, des barrières se sont écroulées : la BCE intervient massivement et durablement hors des strictes limites de son mandat et la CJUE

^{23/} C'est l'estimation qu'en fait pour fin 2021 J. Pisani-Ferry dans sa chronique du Monde, estimation que je partage. Cf. https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/06/20/jean-pisani-ferry-la-posterite-du-plan-de-relance-europeen-sera-une-affaire-d-execution_6043532_3232.html

^{24/} La situation de l'Italie est à cet égard exemplaire : ses émissions sont actuellement très abondamment souscrites. Les marchés empochent en effet le produit de taux d'intérêts conséquents, supposés représenter le coût du risque. Or de risque il n'y a pas, puisque, pour l'instant du moins, la BCE rachète tout ! Voilà pourquoi ils se précipitent.

a accordé sa bénédiction ; les dispositions financières de Maastricht et du TSCG sont « *suspendues* » ; le budget européen sera en déficit et un emprunt commun sera émis...

Les barrières dérisoires de leurs traités imbéciles sont ainsi, de fait, abolies. Tout redevient possible. Leur château de cartes s'est écroulé, mais ils ne le savent pas encore. ■