



## **DE L'INCAPACITÉ DES DÉCIDEURS EUROPÉENS À APPORTER UNE RÉPONSE POLITIQUE SATISFAISANTE À L'EFFONDREMENT DE L'ECONOMIE**

**Note de discussion de la CES 2009/2**

### **I. Introduction**

Les décideurs européens se font des illusions. Ils sous-estiment la nature de la crise économique et financière tout en surestimant l'importance de la réponse politique qu'ils ont apportée à ce jour.

### **II. Sous-estimation de la crise: « La poule aux œufs d'or a disparu »**

Les décideurs refusent de comprendre que le modèle de croissance basé sur la « bulle des actifs », créée au cours de la décennie écoulée par les génies de la finance de Wall Street, est confronté à de grandes difficultés. Il n'est plus possible d'inciter les représentants du secteur privé à s'endetter davantage pour continuer à dépenser. Au cours des années à venir, les ménages, les sociétés et les banques s'efforceront au contraire de réduire leur charge excessive en termes de dette en s'abstenant de dépenser et d'investir.

A moins que la politique ne parvienne à mobiliser de nouveaux moteurs de demande afin de compenser la baisse de demande du secteur privé, le ralentissement de l'activité économique ne sera pas temporaire. Il est dès lors futile, et même dangereux de se focaliser sur les stratégies existantes de « sortie » des mesures budgétaires expansionnistes comme le fait la Commission en mettant dès maintenant en place des stratégies de « déficit excessif » à l'égard de certains pays. Une telle approche est fondée sur l'hypothèse erronée que le phénomène de baisse de croissance disparaîtra automatiquement après quelques trimestres. Que nous le voulions ou non, le processus de désendettement de la charge de la dette privée implique que les déficits publics élevés et l'endettement subsisteront pendant longtemps.

### **III. Surestimation de la réponse politique: le cas des ministres des finances**

En outre, et en dépit du fait que nous sommes confrontés à la pire crise depuis la Grande Dépression, les décideurs européens sont dangereusement sûrs d'eux.

Les ministres des finances rejettent l'idée d'ajouter davantage d'incitation fiscale à l'économie, en affirmant que l'Europe, contrairement aux Etats-Unis, a des systèmes de cotisation de chômage plus forts, des politiques d'emploi public plus fortes et des

politiques fiscales redistributives claires. On pense dès lors que les économies européennes se stabilisent d'elles-mêmes, rendant ainsi superflues les mesures de politique fiscale discrétionnaires.

Cependant, les ministres des finances ignorent malheureusement que ces systèmes de « stabilisateurs automatiques » ont été gravement affaiblis. Pendant plus d'une décennie, les ministres des finances eux-mêmes ont conduit des réformes structurelles destinées à affaiblir les systèmes de cotisation, à réduire l'emploi public et à diminuer les taux marginaux d'imposition des revenus les plus élevés. Cela a pu rendre les économies plus « flexibles » mais a aussi réduit la capacité de l'Europe à résister aux chocs négatifs. Les ministres des finances feraient donc mieux de réfléchir à deux fois avant de rejeter les plans d'incitation fiscale.

De plus, les ministres des finances confondent cause et conséquence. L'augmentation rapide des déficits publics à des niveaux de 6% à 8% du PIB pour l'Italie, la France, et l'Allemagne ou même 10,5% du PIB pour le Royaume-Uni (d'ici 2010) est perçue comme rassurante par les ministres des finances: les stabilisateurs automatiques sont destinés à assurer la relance.

C'est une faute majeure. L'augmentation spectaculaire des déficits n'est guère rassurante et même extrêmement alarmante. Elle révèle que la crise frappe l'économie réelle beaucoup plus durement que ce qu'on l'on prévoyait. Et étant donné que les « stabilisateurs automatiques » ne peuvent tout au plus qu'amortir la moitié des chocs négatifs, cela implique que l'autre moitié d'un (énorme) choc doit encore se répercuter sur l'économie, ce qui causera d'énormes dégâts aux investissements et aux emplois.

Les estimations de l'OCDE<sup>1</sup> publiées récemment illustrent ce constat. D'une part, les déficits publics dans la zone euro devraient augmenter d'un pourcentage cumulé de 12% du PIB au cours de la période 2008-2010. (A ce propos, l'effort fiscal des Etats-Unis est deux fois plus élevé, voir graphique). Néanmoins, la zone euro restera confrontée à la fin de 2010 à un niveau d'activité économique de 8% inférieur au niveau potentiel du PIB. Le chômage de masse fera son apparition dans la zone euro et atteindra près de 7% en 2007 et jusqu'à 12% à la fin de 2010.

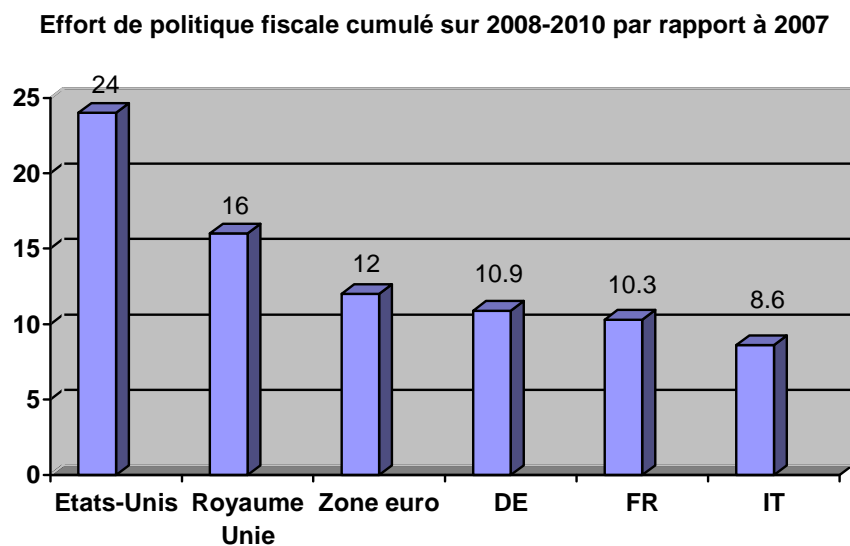
La crise financière se fait à ce point ressentir sur nos économies que le choc infligé après l'intervention des stabilisateurs automatiques (ainsi que certaines mesures discrétionnaires supplémentaires) restera dévastateur. L'augmentation des déficits publics est donc tout sauf rassurante mais doit être perçue comme un avertissement que la politique fiscale perd en fait la bataille contre les forces de récession.

Il convient aussi de souligner que les dépenses discrétionnaires déroutantes et les stabilisateurs automatiques ne permettront pas de surmonter le paradoxe engendré par le déficit: les deux politiques engendrent des déficits accrus. Cependant, l'incitation fiscale discrétionnaire agit à titre de précaution et vise à arrêter la spirale descendante

---

<sup>1</sup> Prévisions économiques de l'OCDE, rapport intermédiaire, mars 2009.

perverse et à éviter que les stabilisateurs automatiques n'augmentent les déficits de manière aussi rapide et élevée.



Source: Prévisions intérimaires de l'OCDE, mars 2009, en % du PIB

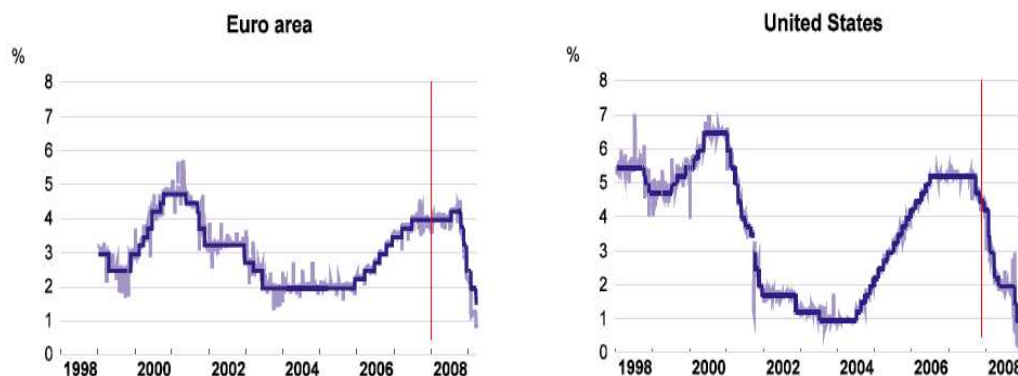
#### **IV. Surestimation de la réponse politique: la politique monétaire se fait attendre**

Entre-temps, la Banque centrale européenne souffre du même mal. Les banquiers centraux européens observent avec finesse que le taux d'intérêt de la zone sur le marché à un jour est aujourd'hui sensiblement inférieur au taux d'intérêt de la BCE.

En affirmant cela, les banquiers centraux de ce côté de l'Atlantique omettent fort à propos qu'il n'y a pas tellement longtemps ils permettaient aux remous du marché financier de faire le contraire. Dès septembre 2007, et jusqu'à l'automne 2008, les taux d'intérêt sur le marché monétaire à trois mois sont passés de 50 de 75 points de base par rapport aux taux d'intérêt repo. Compte tenu du fait que la politique monétaire opère avec un décalage d'un à deux ans, les taux élevés du marché monétaire à partir de l'été 2007 impliquent que la politique monétaire de la BCE au cours de l'année et demie écoulée est un des facteurs qui ont contribué à aggraver la récession actuelle.

Les graphiques suivants illustrent l'énormité de l'erreur commise par la BCE: après l'entrée en récession de l'activité économique (indiquée par la ligne rouge sur le graphique), il n'a fallu que neuf mois pour que la politique monétaire commence enfin à d'opérer des réductions de taux repo. Et comme si cela ne suffisait pas, la BCE a même augmenté les taux repo en juillet 2008 au moment où l'économie était déjà en récession.

Par ailleurs, la Federal Reserve Bank a agi immédiatement. A partir du moment où l'économie a fléchi par rapport à son sommet conjoncturel, le taux d'intérêt américain a été réduit.



Notes : La ligne bleue représente le taux politique principal des banques centrales. La fine ligne bleue représente le taux effectif à un jour.

La ligne rouge verticale représente le moment de l'entrée en récession selon le CEPR pour la zone euro et le NBER pour les Etats-Unis.

Source: E. Laurent (OFCE) utilisant le graphique de la page 39, OCDE 2009

## V. Surestimation de la réponse politique: les taux d'intérêt nominaux à zéro

L'argument selon lequel les taux d'intérêt de la zone euro sont actuellement proches des taux d'intérêt américains révèle un niveau encore plus élevé d'autosatisfaction. Alors que les taux d'intérêt américains atteignent le taux d'intérêt nominal de zéro, la Réserve fédérale est incapable de faire baisser les taux d'intérêt. Compte tenu de la situation catastrophique de l'économie américaine, le président de la Fed, M. Breanne and co, voudraient certainement des taux d'intérêt à court terme encore moins élevés mais ils ne le peuvent tout simplement pas.

Cela fausse la comparaison en faveur de la CES. En fait, si l'on attend suffisamment longtemps, la politique de taux d'intérêt de la Banque centrale européenne commence automatiquement à ressembler à la politique de la Réserve fédérale: dans un marathon même le coureur le plus lent finit par rattraper le reste du peloton lorsque l'arrivée est en vue.

De plus, le fait que les taux d'intérêt de la zone euro se rapprochent des taux américains ne réconforterait pas mais alarmerait les banquiers centraux européens: cela signifie que la Banque centrale européenne perd la bataille contre la chute rapide de l'inflation ce qui provoque une augmentation des taux d'intérêt pendant la récession. Voici la recette du désastre: si l'inflation baisse suffisamment et se transforme en déflation, les taux d'intérêt réels augmenteront encore plus et la récession et la déflation s'autoalimenteront. Au lieu de se cacher derrière des

comparaisons subjectives avec la politique de la Réserve fédérale, les banquiers centraux européens devraient être extrêmement préoccupés par le scénario de déflation qui se déploie actuellement.

## **VI. Surestimation de la réponse politique: l'assouplissement quantitatif réel de la politique monétaire a également trop tardé**

La politique des taux d'intérêt étant entravée par le taux zéro, la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre ont récemment adopté une politique d'assouplissement monétaire quantitatif en achetant des effets privés et des obligations d'Etat. Ce faisant, elles essaient de faire baisser les taux d'intérêt du marché au plus long terme et pas seulement au plus court terme du marché.

Les banquiers centraux européens répondent à la politique monétaire non conventionnelle de leurs pairs en faisant référence à la politique « d'apport accru de crédit » de la BCE: en injectant massivement des liquidités dans le secteur bancaire, le bilan de la BCE a explosé pour atteindre 16% du PIB. Il est actuellement plus élevé que le bilan de la Fed qui s'élève à 13% du PIB<sup>2</sup>.

Ce faisant, la Banque centrale européens confond une fois de plus un signe de la détresse du marché financier avec une réponse politique adéquate. La forte augmentation du bilan de la BCE met une fois de plus l'accent sur le fait que les solutions adoptées sont erronées, ce qui est alarmant: tandis que les banques continuent de se méfier les unes des autres et rechignent à se consentir des prêts sur le marché interbancaire, la BCE est devenue une chambre de compensation. Les banques qui possèdent des liquidités excessives accumulent cet argent et le stockent auprès de la BCE, tandis que les banques qui ont besoin de liquidités se tournent vers les facilités de prêt de la BCE. De manière logique, une telle situation accroît le bilan de la banque centrale ainsi que les profits des banques centrales<sup>3</sup>. Il est cependant difficile de comprendre pourquoi il faudrait en déduire que la politique monétaire est suffisante. S'il est vrai que cette énorme injection de liquidités par la Banque centrale européenne dans le système bancaire permet d'éviter une désintégration totale du secteur bancaire, ces liquidités ne sont pas injectées dans l'économie pour soutenir l'expansion du crédit et l'investissement. Les liquidités apportées à une partie du système bancaire sont simplement renvoyées au bilan de la BCE sous forme de dépôts provenant de l'autre partie du secteur bancaire. L'économie est enfermée dans un « piège de liquidités » et les banquiers centraux européens présentent cela comme un « assouplissement quantitatif de la politique monétaire » et comme une réponse politique agressive à la crise ! Une fois de plus, des signaux alarmants révélant l'effondrement économique et l'échec de la politique visant à remettre l'économie sur les rails sont utilisés pour justifier une attitude d'autosatisfaction politique.

---

<sup>2</sup> Ces chiffres ignorant également que l'augmentation du bilan de la banque central depuis la fin de 2008 est beaucoup plus importante qu'aux Etats-Unis ou dans la zone euro. De même, on estime que des décisions récentes de la Réserve fédérale ont fait monter le bilan de la Fed jusqu'à 33% du PIB...

<sup>3</sup> Jusqu'il y a peu, la BCE prêtait de l'argent à des taux qui étaient de 100 à 200 points de base plus élevés que le taux d'intérêt que la BCE paie sur les dépôts. Cette marge de taux d'intérêt, appliquée à des volumes importants de prêt et d'emprunt a généré d'énormes profits pour la BCE.

## **VII. Conclusion: les décideurs économiques européens se cachent la tête dans le sable**

Il n'y a qu'une conclusion à tirer et elle est extrêmement préoccupante. Les ministres des finances ainsi que les banquiers centraux d'Europe interprètent systématiquement de façon erronée les signaux venant de l'économie: historiquement, les déficits publics élevés et les faibles taux d'intérêt nominaux ne sont pas perçus comme un signe que la politique fiscale et monétaire apporte une réponse appropriée à la crise. C'est même le contraire. Les déficits élevés et les taux d'intérêt proches de zéro nous enseignent que la politique perd en fait la bataille contre la dépression et la désinflation et que de meilleures mesures politiques, plus nombreuses, doivent être prises. Si les décideurs européens n'interprètent pas les signaux politiques de manière adéquate, le pire reste à venir pour nos économies.

Ronald Janssen  
CES  
Le 10 avril 2009, Bruxelles