



HAL
open science

Pour une politique européenne de l'offre et de la demande

André Grjebine

► **To cite this version:**

André Grjebine. Pour une politique européenne de l'offre et de la demande. *L'Économie politique*, 2016, 2016/2 (70), pp.39 - 47. 10.3917/leco.070.0039 . hal-03459331

HAL Id: hal-03459331

<https://sciencespo.hal.science/hal-03459331>

Submitted on 1 Dec 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Pour une politique européenne de l'offre et de la demande

André Grjebine, directeur de recherche au Centre de recherches internationales de Sciences-Po
L'Economie politique n° 070 - avril 2016

Face au marasme prolongé, alors que la politique monétaire atteint ses limites, l'Europe a besoin d'une relance massive de l'investissement public. Elle en a la dimension et les moyens, mais malheureusement pas la volonté politique.

La légère reprise au sein de la zone euro ne doit pas faire illusion. La faible croissance ne reflète pas un retard à l'allumage des politiques mises en oeuvre, mais une situation appelée à durer et que certains appellent une "stagnation séculaire". Le temps paraît révolu d'une croissance entretenue, d'une part, par l'innovation et le progrès technologique et, d'autre part, par la consommation. Ce qui veut dire que les politiques conjoncturelles, qu'elles visent à soutenir l'offre ou la demande, ne sont plus suffisantes. Du côté de l'offre, on observe un ralentissement simultané de la croissance démographique et du progrès technologique, celui-ci s'expliquant notamment par des rendements décroissants en matière de recherche et développement. Du côté de la demande, le vieillissement de la population conduit de plus en plus de pays à privilégier l'épargne pour mieux "préparer les vieux jours". L'Allemagne en est le meilleur exemple. La hausse des revenus, mais aussi l'accroissement des inégalités ont sans doute également un impact : comme on sait, les personnes à revenu élevé épargnent davantage que celles qui ont un revenu faible. D'où l'excès mondial d'épargne et la difficulté d'établir un équilibre entre l'épargne et l'investissement (taux d'intérêt réel) compatible avec le plein-emploi. Cet excédent tendanciel du désir d'épargne sur le désir d'investissement a été mis en évidence en 2005 par Ben Bernanke, ancien président de la Réserve fédérale américaine, sous l'expression de "*global saving glut*" (excédent global d'épargne). Cette insuffisance chronique de la demande appelle une politique durable, voire permanente, de soutien de la croissance. Celle-ci devrait porter simultanément sur l'offre et sur la demande.

Le paradoxe européen

Malgré les recommandations d'institutions internationales comme le Fonds monétaire international (FMI) et l'OCDE, du président de la Banque centrale européenne (BCE), Mario Draghi, et de nombreux économistes, qui expliquent régulièrement qu'une politique monétaire ne peut être efficace que si elle va de pair avec une politique budgétaire de soutien de l'investissement et de la croissance, les dirigeants européens rechignent à mettre en oeuvre une telle politique. Ils sont en effet obnubilés par les exigences d'orthodoxie budgétaire et de réduction de l'endettement public inscrites dans les traités européens [\[1\]](#). Selon l'Insee, en France, en janvier 2016, 43 % des chefs d'entreprise interrogés déclaraient avoir un problème de demande et 14 % un problème d'offre, ce qui n'empêche pas le gouvernement français de pratiquer une politique de l'offre, sans

apparemment trop se soucier de la demande.

Ainsi, la construction européenne qui, en raison de sa dimension, réduit les risques d'un soutien collectif de la croissance est, au contraire, le facteur de blocage qui contrarie celle-ci. Le principal obstacle à une politique de relance réside en effet dans l'ouverture des économies, qui annihile, dans une large mesure, les effets favorables d'une telle politique. La relance de la dépense publique conduit à une augmentation des importations et, donc, dans la plupart des pays, à un déficit extérieur. Mais ce qui est difficile à mettre en oeuvre à l'échelle d'un pays ne devrait pas poser de problème à celle d'un grand ensemble économique comme l'Union européenne. Celle-ci devrait permettre une relance communautaire à une échelle suffisamment grande pour réduire cet effet. Au lieu de quoi, les règles institutionnelles et plus encore la difficulté - politique - de trouver un accord pour mettre en oeuvre une relance européenne rendent problématique une telle éventualité.

De ce fait, tous les pays sont amenés, ou acculés, à soutenir leur croissance en renforçant leur compétitivité par la baisse des coûts de production. Dans un ensemble où les économies sont étroitement dépendantes les unes des autres, un tel objectif, qui est au coeur de nos politiques économiques, n'a pas de sens. L'interconnexion de tous les pays fait qu'une réduction de la demande chez l'un a un effet récessif chez tous les autres. L'exemple allemand n'est pas seulement difficile à imiter, il est désastreux pour l'Union européenne prise globalement. Cela ne signifie évidemment pas que les pays européens ne doivent pas s'efforcer de moderniser leur appareil de production, mais qu'ils doivent le faire dans le cadre d'une politique européenne de soutien de la croissance. Pour pallier cette incapacité des gouvernements européens à mettre en place une politique budgétaire expansionniste, la BCE multiplie les stratégies sans parvenir à relancer les économies.

Que peut la politique monétaire ?

La politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing* en anglais, ou QE) mise en oeuvre par la BCE en mars 2015 a été étendue en mars 2016, les achats de dettes, essentiellement publiques, passant de 60 milliards d'euros mensuels à 80 milliards. Ils seront également élargis à des titres d'entreprises de bonne qualité, principalement des grands groupes. En même temps, la BCE a baissé ses trois taux directeurs, le taux principal passant de 0,05 % à 0 %, ce qui signifie que les banques pourront se refinancer gratuitement auprès d'elle. Enfin, elle a annoncé le lancement, dès juin, de quatre nouveaux *targeted longer-term refinancing operations* (TLTRO), des prêts de long terme (quatre ans) réservés aux banques de la zone euro qui prêtent à l'économie. Ces prêts seront assortis d'un taux d'intérêt négatif d'autant plus bas que les crédits accordés aux ménages et aux entreprises (hors immobilier) seront élevés. La politique d'assouplissement quantitatif permet certes d'abaisser le coût de financement des agents économiques, et en particulier des Etats membres. Il n'en demeure pas moins que, jusqu'à présent, l'objectif recherché - celui d'une relance des économies - n'a pas été atteint.

Dans la mesure où la BCE pénalise les réserves excédentaires des banques par un taux d'intérêt négatif tout en leur prêtant à taux zéro, celles-ci ont intérêt à emprunter, mais pas à garder des réserves liquides. Les possibilités de financer des projets industriels étant réduites, elles préfèrent détenir des actifs sûrs. D'où les taux d'intérêt particulièrement bas, voire négatifs, sur les obligations publiques (le revenu des obligations étant fixe, quand la demande d'obligations est forte, leur prix augmente et, *a contrario*, leur rendement baisse). Comme l'observent Christophe Pérignon et Guillaume Vuillemeys, "*les taux négatifs résultent de la ruée sur les titres obligataires, faute d'investissements attractifs*" [\[2\]](#).

Si le crédit aux entreprises et l'investissement repartent modestement dans la zone euro, les

entreprises profitent aussi des taux particulièrement bas pour payer des dividendes ou racheter leurs propres actions. Pour leur part, les consommateurs préfèrent, eux aussi, se désendetter plutôt que de consommer davantage. La conjonction d'une abondance de liquidités et d'une faible demande draine les capitaux vers des placements immobiliers ou financiers qui participent à la croissance, mais ne contribuent guère au renforcement de l'appareil de production. Certes, en raison de la place qu'elle occupe dans une économie, la construction peut jouer un rôle moteur pour entraîner une reprise économique (encore que les crédits immobiliers servent le plus souvent à l'acquisition de biens déjà existants et non à de nouvelles constructions)... en attendant l'éclatement de ces bulles aux lourdes conséquences en termes de perte de croissance et de hausse du chômage [3]. Cette évolution conduit à une croissance chaotique fondée sur l'alternance de bulles financières et immobilières et de récessions résultant de leur explosion.

Adair Turner, ancien président de la Financial Services Authority (FSA), l'autorité britannique de régulation des services financiers, rappelle qu'en 2012, le crédit hypothécaire représentait au Royaume-Uni 65 % du total des crédits accordés par les banques et les crédits immobiliers aux entreprises 14 % [4]. Tout se passe comme si l'immobilier était le dernier ballon d'oxygène de la croissance. Il en était déjà plus ou moins ainsi avant la crise dans la plupart des pays développés, avec des pointes dans certains pays comme l'Irlande et l'Espagne, qui ont connu un surinvestissement immobilier massif.

Les nouvelles mesures annoncées en mars 2016 ont pour objectif d'orienter les crédits vers le financement des investissements productifs. En excluant l'immobilier des TLTRO, elles peuvent se révéler à double tranchant. On ne peut en effet écarter la possibilité qu'en raison de l'insuffisance de la demande, ces nouvelles mesures ne réduisent le rôle moteur de la construction dans le soutien de l'économie, sans pour autant provoquer la reprise recherchée des investissements productifs.

Les investissements ne repartiront vigoureusement que si les perspectives de la demande deviennent plus séduisantes. L'effet bénéfique attendu de l'assouplissement quantitatif risque d'être d'autant plus réduit qu'une forte contrainte est exercée simultanément sur les Etats les plus endettés pour qu'ils rétablissent leur équilibre budgétaire.

"Helicopter money"

Dans ce contexte, la BCE peut-elle faire plus ? L'économiste américain Milton Friedman suggérait de faire face à une déflation en jetant de la monnaie d'un hélicoptère [5]. Plusieurs économistes ont récemment repris cette idée, notamment Adair Turner dans l'ouvrage cité plus haut, ainsi que Martin Wolf [6]. Ces politiques entendent alimenter directement le pouvoir d'achat des ménages, et donc la demande. Reste à savoir si l'argent distribué est effectivement dépensé. On peut se référer ici à deux exemples empruntés à la politique économique américaine de distribution d'argent aux ménages [7]. Ainsi, des chèques correspondant à des réductions sur les impôts de 2001 et de 2008 ont été envoyés à des millions d'Américains pour des montants pouvant aller respectivement jusqu'à 600 dollars et 1 200 dollars. La première fois, les bénéficiaires dépensèrent autour de 60 % de la somme perçue. La seconde, ils n'en dépensèrent qu'un tiers environ, la majorité utilisant la somme pour épargner ou réduire leur endettement. Nicholas Colas, responsable de la stratégie des marchés chez le courtier Convergex, en tire la conclusion que cette politique est moins efficace une fois que la crise a éclaté [8].

Malgré tout, Adair Turner estime que si, à la place de la politique d'assouplissement quantitatif consistant à distribuer de la liquidité aux banques, les banques centrales avaient consacré une partie de la monnaie ainsi émise au financement de réductions d'impôts ou de dépenses publiques, les effets auraient été plus forts, plus équitables et moins risqués. Il reprend une proposition de

Francesco Giavazzi et Guido Tabellini consistent à réduire simultanément les impôts dans tous les Etats de la zone euro pendant trois ans en finançant cette réduction par l'émission d'obligations à long terme qui seraient rachetées par la Banque centrale européenne, qui les détiendrait à perpétuité [9].

Ces politiques se heurtent à des obstacles qui paraissent dirimants. Tout d'abord, au sein de l'UE, une politique de relance financée par la BCE buterait sur les contraintes institutionnelles imposées par les traités européens. Par ailleurs, compte tenu de l'affaiblissement du tissu industriel de certains pays européens, notamment de la France, une politique de relance devrait être orientée vers un renforcement de l'appareil de production.

Des investissements publics européens ciblés financés par la BCE

Le sous-investissement public et privé de la plupart des économies européennes explique les faibles progrès de productivité qu'elles ont connus depuis plusieurs années et la désindustrialisation qui caractérise certaines d'entre elles. Il incombe aux Etats de soutenir la croissance par des investissements publics ou la stimulation publique d'investissements privés, comme c'est le cas aux Etats-Unis, pays qui est pourtant généralement considéré comme un modèle de libéralisme. Les principales institutions économiques internationales, en particulier le FMI, l'OCDE et, au niveau européen, la BCE, par la bouche de son président, Mario Draghi, plaident aujourd'hui pour une relance de grande ampleur des investissements publics. Le FMI observe qu'une augmentation de l'investissement public dans l'infrastructure est *"l'un des rares moyens dont les autorités disposent encore pour stimuler la croissance, compte tenu de la politique monétaire déjà accommodante"* [10].

Afin d'éviter une aggravation des déséquilibres à la fois budgétaires et commerciaux, cette politique devrait être développée au niveau européen. Les règles communautaires proscrivent l'achat direct d'obligations publiques par la Banque centrale européenne. Mais cette dernière peut racheter des obligations d'institutions supranationales européennes (dans la limite de 12 % du programme d'assouplissement quantitatif) ou financer des agences nationales. Il s'agirait d'orienter ces achats vers des institutions finançant elles-mêmes des opérations ciblées par l'Union européenne. Ces opérations devraient contribuer à la croissance potentielle : transition énergétique, recherche, formation et éducation. Cette politique européenne transiterait donc par des organismes publics européens et nationaux comme la Banque européenne d'investissement ou, en France, la Caisse des dépôts et consignations. Ces derniers seraient chargés de financer des opérations entrant dans le cadre défini par l'UE, en se refinançant eux-mêmes, directement ou indirectement, auprès de la BCE. En somme, il s'agirait d'associer la politique de la Banque centrale européenne et le plan Juncker [11], en étoffant et en précisant ce dernier. Le scénario envisagé permettrait de raffermir simultanément l'offre et la demande. Dans une optique voisine, Michel Aglietta prône une politique européenne de croissance soutenable fondée sur les investissements bas carbone et reposant sur un dispositif financier impliquant les banques publiques d'investissement et la BCE [12].

Un mécanisme de rééquilibrage intra-européen des balances courantes

Les effets bénéfiques d'une telle politique ne pourront se faire sentir qu'à moyen ou long terme. Dans un premier temps, une politique de relance conjoncturelle entreprise au niveau européen est donc nécessaire. Elle devrait se composer d'une coordination des politiques économiques

nationales, mais également d'une politique véritablement communautaire.

Chaque Etat devrait contribuer au soutien de la croissance de la zone en fonction de la marge de manoeuvre que ses comptes extérieurs lui assurent. Keynes préconisait que, parallèlement aux contraintes pesant sur les pays en déficit, d'autres contraintes s'exercent sur les pays excédentaires. Les nouvelles règles de fonctionnement de l'Europe ("Six-Pack") prévoient certes que les pays ne doivent pas avoir d'excédent extérieur excessif (supérieur à 6 % du PIB). Mais, outre l'asymétrie instituée entre pays déficitaires [13] et excédentaires, les restrictions à l'adoption de sanctions à l'encontre de pays excédentaires sont telles que cette règle est vouée à n'être qu'une pétition de principe. La mise en oeuvre d'un véritable mécanisme de rééquilibrage des balances courantes ouvrirait la voie à une politique coordonnée, les pays excédentaires étant invités à relancer leur économie et à tirer, ce faisant, la croissance de la zone euro. L'afflux de réfugiés en Allemagne a eu dans une certaine mesure l'effet de rééquilibrage que les autorités européennes ne sont pas parvenues à imposer. Mais dans une faible mesure seulement. L'arrivée de 1,15 million de migrants en 2015 a amené les autorités à accroître les dépenses publiques de l'ordre de 6 milliards d'euros en 2015 pour faciliter leur accueil, et ce montant devrait atteindre 16,5 milliards d'euros en 2016, selon l'institut IFO de Munich. Patrick Artus estime que le supplément de croissance en Allemagne en 2015 a été de ce fait de 0,15 point de PIB [14].

Parallèlement au rééquilibrage des politiques nationales, une politique communautaire devrait être mise en oeuvre. La règle d'équilibre budgétaire acceptée par les pays de la zone euro devrait aller de pair avec la mise en place d'un budget de la zone.

Enfin, pour renforcer la relation entre la conjoncture et les créances de la BCE sur des institutions nationales ou européennes, il serait souhaitable d'adopter la proposition, formulée par divers économistes, selon laquelle ces crédits ne sont remboursables que quand le taux de croissance aura dépassé un certain niveau et que les recettes publiques augmenteront en conséquence.

Sortir du paradoxe européen

Une politique européenne d'investissements massifs suppose l'amorce d'une véritable politique budgétaire européenne et celle-ci n'est guère envisageable sans un renforcement du Parlement européen. Une démocratisation de l'exécutif européen apparaît aussi comme une condition *sine qua non* pour échapper au labyrinthe dans lequel l'Union européenne s'est enfermée au fil des ans. Les dirigeants et les peuples européens sont-ils prêts à entériner une telle évolution ? Pas sûr. Pourtant, c'est pour l'Europe le seul espoir de sortir de la stagnation.

La perspective d'une Europe fédérale fait peur parce qu'elle est perçue comme un dessaisissement des Etats nationaux au profit d'un exécutif européen non représentatif et bureaucratique. D'où ce paradoxe qui bloque toute avancée : plus une Union européenne adémocratique impose de contraintes, plus les citoyens européens sont hostiles à une progression vers un Etat fédéral [15]. Les uns - ceux de l'Europe du Sud - parce qu'ils ont le sentiment que l'austérité qui les étouffe est dictée par l'UE. Les autres - ceux d'Europe du Nord - parce qu'ils lui reprochent, à tort ou à raison, de leur imposer de lourds sacrifices pour venir en aide aux pays en difficulté.

En réalité, le transfert de souveraineté a déjà eu lieu. Il s'agit donc moins de transférer des pouvoirs que de redéfinir la nature des pouvoirs déjà détenus par l'UE, plus précisément de passer du juridisme qui prévaut actuellement à un système démocratique. L'élection d'un exécutif élu au suffrage universel au sein de l'ensemble de l'Union, ou au moins de la zone euro, lui donnerait la légitimité nécessaire pour définir une politique économique commune qui permettrait à la fois de s'attaquer au surendettement de certains pays sans les astreindre à des politiques d'austérité contre-

productives et d'imposer aux Etats membres des règles de bonne gestion notamment en matière d'équilibre de leur balance courante.

Sans politiques véritablement communes, l'Union européenne risque de s'enfoncer durablement dans la crise parce que le remède, qui suppose un approfondissement de la construction européenne, est perçu comme la source du mal et non le moyen de le combattre.

André Grjebine, directeur de recherche au Centre de recherches internationales de Sciences-Po
L'Economie politique n° 070 - avril 2016

[...] Notes

- (1) Le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire, signé en mars 2012, engage les Etats signataires à avoir des comptes publics "en équilibre ou en excédent" sur l'ensemble d'un cycle économique et donne un droit de regard à la Cour de justice de l'Union européenne sur la transposition de cette "règle d'or" dans les législations nationales.
- (2) Dans "L'économie manque de demande, pas de liquidités", *Le Monde*, 19 mars 2016.
- (3) Voir, de Thomas Grjebine, "Faut-il encourager les booms immobiliers pour sortir de la "stagnation séculaire" ?", *L'Economie politique* n° 65, janvier-février-mars 2015.
- (4) Dans *Between Debt and the Devil. Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, 2015. On trouvera un compte-rendu de cet ouvrage dans "Pour une réforme radicale de la création monétaire", par André Grjebine, www.laviedesidees.fr, avril 2016.
- (5) Dans *The Optimum Quantity of Money, and Other Essays*, Chicago, Aldine, 1969.
- (6) Dans "Helicopter Drops Might not Be Far Away", *Financial Times*, 23 février 2016.
- (7) Ces mesures n'ont cependant pas été financées par de la création monétaire mais par le budget de l'Etat.
- (8) Cité par David Oakley dans "Helicopter Money Brings a Whiff of Cordite", *Financial Times*, 28 février 2016.
- (9) "How to Jumpstart the Eurozone Economy", par Francesco Giavazzi et Guido Tabellini, www.voxeu.org, 21 août 2014.
- (10) Perspectives de l'économie mondiale d'octobre 2014. Ce rapport définit les infrastructures comme "les structures fondamentales qui facilitent et favorisent l'activité économique". Il précise qu'il s'agit des infrastructures de transport, de production d'électricité et autres services d'utilité publique, ainsi que des systèmes de communication. Bizarrement, la formation, l'éducation et la recherche ne figurent pas dans cette liste.
- (11) Au moment de son élection comme président de la Commission européenne, le 15 juillet 2014, Jean-Claude Juncker a annoncé un "plan pour l'emploi, la croissance et l'investissement" d'un montant de 300 milliards d'euros. Selon son auteur, ce plan ne doit pas être financé par de nouvelles dettes, mais par "une meilleure utilisation du budget de l'Union européenne et de la Banque européenne d'investissement".
- (12) Voir "Après la COP21, mobiliser la finance pour la croissance soutenable", Terra Nova, 2 mars 2016.
- (13) Un déficit courant est considéré comme excessif dès 3 % du PIB.
- (14) Dans "Qu'aurait été la croissance de l'Allemagne en 2015 sans les éléments exceptionnels qui l'ont soutenue ?", *Flash économie* n° 288, 14 mars 2016, Natixis.
- (15) Voir "Les blocages institutionnels compromettent-ils la survie de la zone euro ?", par André Grjebine, in Jean-Bernard Auby et Pascale Idoux, *Le gouvernement économique européen*, Bruylant, à paraître.