

Vulnérabilités et risques de la zone euro

Par **Norbert Gaillard**

Norbert Gaillard est économiste et consultant indépendant, spécialiste de la notation financière. Son dernier ouvrage est : *Moral Hazard: A Financial, Legal, and Economic Perspective*, Abingdon & New York, Routledge, 2022.

La guerre en Ukraine a mis au jour les vulnérabilités de l'Union européenne. L'arrêt progressif des importations d'hydrocarbures russes alimente la hausse des prix de l'énergie, ce qui met en difficulté les pays les plus industrialisés et nourrit l'inflation. Dans un contexte post-Covid où les dettes publiques sont à un niveau très élevé, les marges de manœuvre des gouvernements sont réduites, tandis que le mécontentement des populations frappées par l'inflation profite déjà aux populistes.

politique étrangère

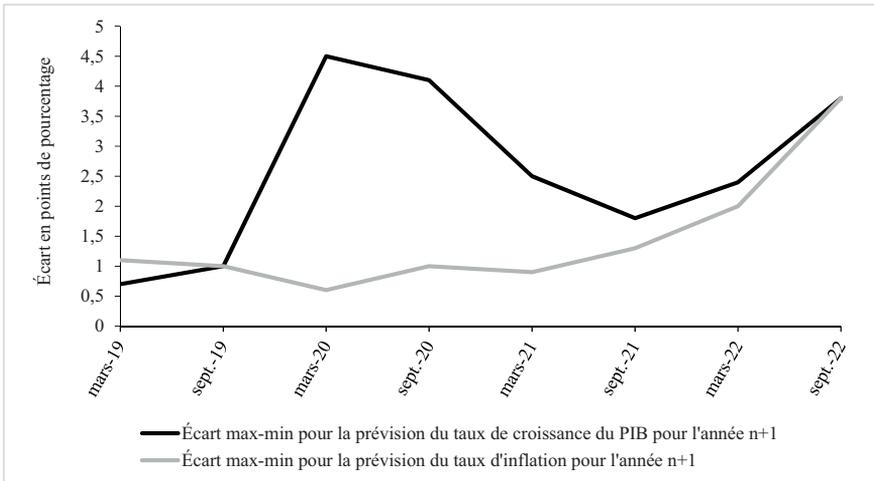
Les trois années qui viennent de s'écouler ont été marquées par des événements de portée mondiale que peu de gouvernants, chercheurs ou investisseurs avaient anticipés. Certains de ces événements sont des « chocs », comme la pandémie de Covid-19 et l'invasion de l'Ukraine par l'armée russe. D'autres constituent des accélérations, ou au contraire des inflexions, de tendances structurelles ; citons par exemple l'intensification du changement climatique et le rebond de la pauvreté.

Les mutations en cours demeurent difficiles à appréhender et donnent lieu à des diagnostics et des recommandations divergents de la part des intellectuels et experts, ce n'est pas nouveau¹. En revanche, elles ont provoqué un dissensus profond et inédit au sein de la communauté des conjoncturistes. Le graphique 1 présente les écarts entre la prévision la plus optimiste et la plus pessimiste pour les taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) et d'inflation de la zone euro entre 2019 et 2022.

1. Pour des visions antagoniques sur la guerre en Ukraine, voir R. Kuzniar, « L'Europe centrale et orientale face au concept de zone d'influence », *Politique étrangère*, vol. 87, n° 2, 2022, p. 53-65, disponible sur : www.cairn.info.

L'échantillon de prévisionnistes comprend² une vingtaine d'entités (banques, instituts de recherche économique, bureaux d'information et d'étude financière et consultants). On constate que le fameux « consensus de marché » a volé en éclats en 2020. Auparavant, on observait à peine un point de pourcentage d'écart entre minima et maxima en matière de prévision de taux d'inflation et de croissance du PIB. Avec la pandémie mondiale, le différentiel a bondi pour ce qui est des prévisions de croissance, sans revenir au niveau d'avant crise. La même tendance est observée pour l'inflation au printemps 2022, en raison cette fois de la guerre russo-ukrainienne.

**Graphique 1 : Le « dissensus de marché »
concernant les prévisions économiques en zone euro**



Source : calculs de l'auteur d'après les « Eurozone Barometer » de MJEconomics.

Le graphique se lit de la façon suivante : en mars 2019, l'écart entre la prévision la plus haute et la prévision la plus basse pour le taux de croissance du PIB 2020 en zone euro était de 0,7 point de pourcentage ; en mars 2020, l'écart de prévision pour le taux de croissance du PIB 2021 atteignait 4,5 points de pourcentage.

Pourquoi de telles divergences d'opinions ? Parce que les scénarii extrêmes, jugés ces dernières années très peu probables *ex ante* (mais impliquant de très grandes pertes économiques et financières), sont désormais envisagés sérieusement par certains économistes. On entend ici s'appuyer sur ce constat pour analyser les principaux risques auxquels

2. Les diverses prévisions sont collectées, compilées puis publiées sous forme d'« Eurozone Barometer » par MJEconomics.

est confrontée la zone euro et déterminer dans quelle mesure ils sont susceptibles de menacer sa pérennité. Seront abordés successivement la faiblesse géopolitique du continent, le danger inflationniste, et enfin les risques politique et systémique³.

La faiblesse géopolitique de la zone euro et ses conséquences

La guerre déclenchée par la Russie contre l'Ukraine le 24 février 2022 a démontré la vulnérabilité militaire, énergétique et industrielle du continent européen.

La vulnérabilité militaire

La guerre russo-ukrainienne a provoqué un retour spectaculaire du risque géopolitique, trop négligé depuis l'effondrement de l'Union soviétique⁴. Jusque-là, c'étaient surtout les cyberattaques – dont les origines sont parfois difficiles à déterminer – qui faisaient l'objet d'une attention croissante de la part des entreprises et des institutions financières. En mars 2022, la Banque centrale européenne (BCE) rappelait⁵ que les risques liés à la cybersécurité étaient restés un sujet d'inquiétude majeur pour le secteur bancaire en 2021. Deux semaines avant l'invasion de l'Ukraine, la BCE alertait⁶ sur la menace imminente de cyberattaques russes.

Si le conflit opposant Moscou à Kiev a plutôt révélé la résilience de l'Union européenne (UE) en matière de cybersécurité, il a fait la preuve de sa vulnérabilité strictement militaire. Elle peine en effet à livrer suffisamment d'armes lourdes à la résistance ukrainienne, de peur de provoquer une baisse dangereuse des stocks d'armement. Cette faiblesse capacitaire est peu surprenante quand on sait qu'en 2020 huit des quatorze États à la fois membres de la zone euro et de l'Organisation du traité de l'Atlantique nord consacraient⁷ moins de 2 % de leur PIB aux dépenses militaires – seuil minimum fixé par l'alliance militaire en 2014. Ces États ont très longtemps eu un comportement de « passager clandestin », qui semble avoir été fructueux puisque les pays les moins

3. Le risque systémique correspond au risque que les difficultés financières ou l'insolvabilité d'une entité (une entreprise, une banque, une compagnie d'assurances, un fonds d'investissement, un État) mettent en péril la stabilité du système financier international.

4. N. Gaillard, *Country Risk: The Bane of Foreign Investors*, Cham, Springer, 2020.

5. « Annual Report on Supervisory Activities 2021 », Banque centrale européenne, 31 mars 2022, p. 22-23. On notera que ce rapport mentionne deux fois plus souvent le risque cyber que le terme « systémique », pourtant au cœur des préoccupations des régulateurs et banquiers centraux depuis 2008.

6. J. O'Donnell et H. Jones, « European, U.S. Regulators Tell Banks to Prepare for Russian Cyberattack Threat », Reuters, 9 février 2022.

7. Données de la Banque mondiale, disponibles sur : <https://donnees.banquemondiale.org>.

Les pays les moins « militarisés » ont les notations financières les plus élevées

« militarisés » ont les notations financières les plus élevées (par exemple le Luxembourg, la Belgique, l'Allemagne et les Pays-Bas), alors que les plus « militarisés » sont considérés comme relativement moins solvables (Lettonie, Lituanie, Portugal et Grèce).

Berlin s'est ressaisi en adoptant, en juin 2022, un plan de modernisation de la Bundeswehr de l'ordre de 100 milliards d'euros⁸. Les autres États « passagers clandestins » suivront-ils le mouvement et quelles seront leurs priorités ? La défense des infrastructures critiques et la préparation à des guerres hybrides sont sans doute à privilégier⁹. Les efforts budgétaires devront être soutenus dans le temps pour s'avérer efficaces et restaurer la crédibilité de l'Europe.

La vulnérabilité énergétique

En 2020, 53 % du combustible solide, 43 % du gaz naturel et 27 % du pétrole brut importés dans l'UE provenaient¹⁰ de la Russie. Le degré de dépendance à l'égard de Moscou était très variable selon les États. Dans le cas du gaz, il allait de 10 % pour la péninsule ibérique à 66 % pour l'Allemagne et 100 % pour la République tchèque et la Lettonie.

Les sanctions prises par l'UE contre la Russie à partir de février 2022 puis les mesures de rétorsion décidées par Moscou ont, entre autres, ciblé¹¹ le charbon, le gaz et le pétrole. La perspective de voir, à plus ou moins brève échéance, les importations d'énergies fossiles russes se réduire à des niveaux négligeables a obligé les États européens à rechercher, en urgence et en ordre dispersé, des fournisseurs alternatifs. Durant les premières semaines du conflit, le président du Conseil italien d'alors, Mario Draghi, et l'énergéticien national Eni (premier producteur étranger en Afrique) sont parvenus à signer des contrats gaziers avec l'Algérie, l'Angola, le Congo-Brazzaville et l'Égypte. De son côté, l'Allemagne a prolongé et relancé ses centrales nucléaires et à charbon, tout en annonçant¹² construire des terminaux gaziers qui recevront du gaz naturel liquéfié (GNL) en provenance du Qatar. Ces stratégies de diversification

8. H. Stark, « La politique de défense de l'Allemagne : un tournant historique ? », *Politique étrangère*, vol. 87, n° 3, 2022, p. 89-102, disponible sur : www.cairn.info.

9. Le sabotage des gazoducs Nord Stream 1 et 2 tend à crédibiliser ces options.

10. « Key Figures on Europe – 2022 Edition », Eurostat, 2022.

11. N. Gaillard, « Ukraine : des sanctions à la "guerre économique" », in T. de Montbrial et D. David (dir.), *RAMSES 2023*, Paris, Dunod et Ifri, 2022, p. 102-107.

12. J. Cristiani, « Algérie, Égypte, Congo, Angola... l'Afrique vole au secours de l'Italie qui ne veut plus dépendre du gaz russe », *La Tribune*, 21 avril 2022 et « Germany Signs Energy Partnership with Qatar », *DW*, 20 mai 2022.

devraient également profiter aux États-Unis et à la Norvège. Malheureusement, plusieurs de ces contrats ne prévoient pas de livraison de GNL avant 2023 ou 2024.

Le mécanisme permettant d'améliorer le niveau de stockage de gaz des pays de l'UE, mis en place au printemps, a été plutôt efficace. À l'occasion de son discours sur l'état de l'Union du 14 septembre 2022, la présidente Ursula von der Leyen s'est félicitée que le niveau de remplissage approche les 84 %. Néanmoins, les gouvernements européens n'écarteront pas le risque de coupures de gaz et d'électricité lors de l'hiver 2022-2023.

La vulnérabilité industrielle

Deux États sont particulièrement vulnérables à la réduction des livraisons de gaz russe : la République tchèque et la Slovaquie. D'abord, leur dépendance en matière d'approvisionnement est quasi totale. Ensuite, ils sont fortement industrialisés¹³ avec des usines très gourmandes en gaz. Enfin, les deux pays étant enclavés, le GNL n'est pas une alternative crédible. Bien qu'au 21 septembre 2022 ils n'aient pas subi un arrêt définitif des importations de gaz – ce qui était le cas de la Bulgarie, du Danemark, de la Finlande, des Pays-Bas et de la Pologne –, leur approvisionnement est déjà menacé. On ne s'étonnera donc pas que Moody's ait abaissé l'*outlook* de notation des deux États de stable à négative en août, signalant une probabilité assez élevée de dégradation à court terme.

Les turbulences qui se profilent pour la République tchèque et la Slovaquie vont brider la capacité industrielle de l'Allemagne, premier client des deux États. Le secteur de la construction automobile outre-Rhin sera le plus touché, mais plus globalement ce sont les chaînes de valeur et la puissance exportatrice de la zone euro qui se trouvent fragilisées pour de nombreux mois.

Finalement, le choc de la guerre russo-ukrainienne a profondément bouleversé le panorama du risque-pays en zone euro. Les États les moins dépendants des hydrocarbures russes et les plus résilients économiquement à court et moyen termes sont ceux qui ont le plus souffert lors de la tourmente des dettes souveraines en 2009-2013. Citons la Grèce, le Portugal, l'Espagne et Chypre, qui avaient reçu l'assistance du Mécanisme européen de stabilité. En revanche, les États les plus compétitifs, les mieux intégrés dans la globalisation et également les plus solvables (Allemagne,

13. En 2021, la part de l'industrie dans la valeur ajoutée s'établissait à 31,2 % en République tchèque et à 27,5 % en Slovaquie. À titre de comparaison, ce taux était de 26,6 % en Allemagne. Données de la Banque mondiale disponibles sur : <https://donnees.banquemondiale.org>.

Autriche et Slovaquie) voient leur modèle productif ébranlé. Cette « revanche » des pays « du Sud » est toutefois bien mince face à une inflation qui touche l'ensemble du continent.

Le risque inflationniste

Après une année 2020 marquée par une forte récession (-6,4 % du PIB) et une quasi-déflation dues à la crise sanitaire, la zone euro a été confrontée à un retour de l'inflation dès 2021. Plusieurs facteurs expliquent ce retournement de tendance : la reprise économique mondiale plus vigoureuse que prévu, notamment en Asie ; des stocks de gaz européen trop bas, en raison du refus de la Russie d'accroître ses livraisons ; des relèvements de la production d'or noir de la part de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole trop modestes pour répondre à la demande croissante ; des incidents techniques, tels que le blocage de la circulation sur le canal de Suez pendant une semaine ; l'indexation du coût de l'électricité européenne sur celui du gaz ou du charbon lorsque la demande est soutenue.

Au moment où l'armée russe envahit l'Ukraine, l'inflation en zone euro avoisine les 5 % sur 12 mois. L'intensité et la durée du conflit, la volonté de Moscou d'instrumentaliser ses exportations d'énergies fossiles ainsi que l'engrenage des sanctions économiques font bondir le prix du gaz. Le contrat à terme (janvier 2023) sur le gaz européen passe¹⁴ de 72 euros le mégawattheure le 21 février 2022 à 170 euros le 7 octobre, après un pic à plus de 300 euros fin août. Cette envolée du prix du gaz entraîne dans son sillage non seulement celle d'autres biens énergétiques, mais aussi celle des produits industriels et alimentaires. Cette spirale inflationniste a contraint les autorités européennes à répliquer.

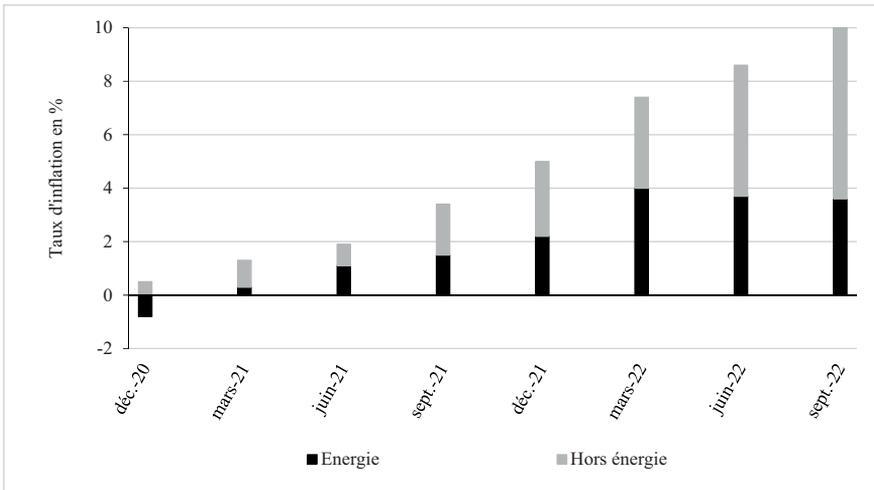
L'action de la BCE

La BCE a procédé à trois relèvements de ses taux directeurs en juillet (50 points de base) puis septembre et octobre 2022 (deux fois 75 points de base), et d'autres relèvements sont anticipés pour les mois à venir. Ce durcissement de la politique monétaire peut sembler contestable *a priori* car l'inflation a été largement nourrie par la montée en flèche des prix de l'énergie. Or, les banquiers centraux, comme les acteurs économiques (ménages, entreprises et institutions financières) censés réagir à la politique monétaire, n'ont aucune prise sur le prix des hydrocarbures. En fait, la BCE cherche à enrayer l'inflation hors énergie, dont la contribution au taux d'inflation a grimpé de 46 % en mars à 64 % en septembre 2022 (voir

14. « Dutch TTF Gas Futures », disponible sur : www.theice.com.

le graphique 2). Cet objectif ne sera atteint que si les anticipations d'inflation à court terme sont ancrées aussi bas que possible. À cet égard, il faut admettre que le risque de récession en zone euro est sans doute le meilleur « allié » de la BCE¹⁵ : un ralentissement ou une baisse de la consommation, de l'investissement et de l'activité bancaire permettrait d'enclencher un cycle désinflationniste.

Graphique 2 : Décomposition du taux d'inflation sur 12 mois en zone euro



Source : Eurostat.

Le taux d'inflation correspond la hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé. En décembre 2020, le taux d'inflation était de -0,3 %.

Une seconde raison, plus officieuse, motive les relèvements de taux de la BCE : la nécessité de limiter la chute de la monnaie unique vis-à-vis du billet vert (-13 % entre le 24 février et le 7 octobre 2022). Le prix de la grande majorité des hydrocarbures étant libellé en dollar, toute dépréciation de l'euro vient renchérir le coût de l'énergie. En outre, la structure spécifique de la zone euro (une devise et une banque centrale pour 19 États) oblige l'institution de Francfort à surveiller et à contenir les fortes fluctuations des taux de change.

L'action budgétaire et fiscale des États et de l'Union européenne

La transmission de la politique monétaire prend plusieurs mois et n'a pas stoppé l'érosion du pouvoir d'achat des consommateurs européens. C'est

15. En septembre 2022, la BCE a déjà révisé sa prévision du taux de croissance du PIB en zone euro pour 2023 de 2,1 % à 0,9 %.

pour cela que les gouvernements ont lancé¹⁶ une série de mesures d'urgence. Celles-ci incluent, entre autres, la baisse de la taxe sur les carburants, le plafonnement du prix de l'électricité et du gaz, l'augmentation de diverses allocations, la baisse des tarifs des transports en commun, le plafonnement des loyers, des chèques-énergie et des abattements fiscaux. En règle générale, les gouvernements n'encouragent pas les revalorisations salariales, de peur de provoquer une boucle prix-salaires et de relever les anticipations d'inflation des acteurs économiques.

Pour leur part, les Vingt-Sept se sont mis d'accord pour réduire d'au moins 5 % la consommation d'électricité aux heures de pointe. Un plafond de 180 euros par mégawattheure pour l'électricité produite à partir du nucléaire et des renouvelables est instauré. Au-delà, les États sont habilités à récupérer les « surprofits » et à les distribuer aux consommateurs. Enfin, une taxation minimale de 33 % s'appliquera¹⁷ aux bénéfices « excessifs » des compagnies pétrolières sur leurs activités européennes de production d'hydrocarbures et de raffinage.

La lutte contre l'inflation menée par la BCE et les gouvernements européens pourrait exiger plus de temps que prévu, mais il y a pire. La politique monétaire de plus en plus restrictive et les politiques budgétaires encore expansionnistes créent une dynamique difficilement soutenable à moyen terme.

Juguler à la fois les risques politique et systémique : une tâche impossible ?

La normalisation des politiques monétaires, initiée par la Réserve fédérale américaine dès mars 2022 et entamée à son tour par la BCE en juillet 2022, vient accélérer le changement de paradigme perceptible dès le début de la guerre russo-ukrainienne. Comme le signalait le gouverneur de la Banque de France François Villeroy de Galhau en mai 2022, il va falloir expliquer aux citoyens que les deux illusions avec lesquelles ils ont vécu pendant plus d'une décennie, à savoir que l'endettement pouvait être presque illimité et quasiment gratuit, se sont envolées¹⁸. Dans un environnement de remontée des taux, deux défis majeurs émergent.

16. Pour une analyse exhaustive, se reporter à G. Sgaravatti, S. Tagliapietra et G. Zachmann, « National Fiscal Policy Responses to the Energy Crisis », Institut Bruegel, 21 octobre 2022.

17. V. Collen et F. Schmitt, « Les Vingt-Sept s'accordent pour taxer les surprofits des énergéticiens », *Les Échos*, 30 septembre 2022.

18. Discours prononcé à l'occasion de la conférence du Haut Conseil des Finances publiques tenue à Paris le 10 mai 2022, disponible sur : www.banque-france.fr.

Le risque politique

Le resserrement rapide de la politique monétaire et la fin programmée de nombreuses mesures de soutien au pouvoir d'achat dans les semaines et mois à venir¹⁹ laissent augurer des tensions sociales. On a déjà pu observer des jacqueries aux Pays-Bas et des grèves en France, Belgique et Allemagne. Ces mouvements pourraient encore prendre de l'ampleur en cas de pénurie d'essence ou de coupure d'électricité et de gaz.

La montée du mécontentement social est susceptible d'alimenter le populisme et de créer des formes de risque politique assez insolites. Le cas italien mérite examen. La coalition d'extrême droite dirigée par Giorgia Meloni a remporté voici quelques semaines les élections générales, raflant respectivement 59 % et 56 % des sièges à la Chambre et au Sénat. Le principal risque est que le nouveau gouvernement italien, fort de cette victoire écrasante, engage un bras de fer avec les institutions européennes et les États membres. En procédant à des baisses d'impôts massives et en dépensant inconsidérément pour sauvegarder le pouvoir d'achat des ménages, le gouvernement italien laisserait filer le déficit public, ce qui ne manquerait pas d'accroître les tensions sur sa dette souveraine. Rome pourrait avancer son statut d'État *too big to fail* (« trop gros pour s'effondrer ») et tabler sur une mise en sourdine des critiques de ses partenaires européens, voire une inflexion de la politique monétaire, ou même un rachat de dette italienne par la BCE. Cette stratégie créerait une situation d'aléa moral²⁰ qui mettrait à l'épreuve les institutions européennes.

**Des formes
de risque politique
assez insolites**

Les règles budgétaires de l'UE étant encore suspendues pour l'année 2023, la Commission européenne ne peut sanctionner le nouveau gouvernement italien sur cette base dans l'immédiat. En revanche, elle garde la main pour sévir en cas de violation de l'état de droit, comme c'est actuellement en discussion pour la Hongrie²¹. Quant à l'éventuelle action salvatrice de la BCE, l'Italie devrait y réfléchir à deux fois avant de l'escompter. L'Eurosystème (qui regroupe la BCE et les banques centrales nationales des États membres de la

19. Voir G. Sgaravatti, S. Tagliapietra et G. Zachmann, « National Fiscal Policy Responses to the Energy Crisis », *op. cit.*

20. L'aléa moral peut se définir comme le comportement excessivement risqué d'un acteur économique engendré par l'assurance qu'il a d'être secouru ou renfloué en cas de difficulté financière. Pour des exemples de débiteurs abusant de leurs créanciers ou garants, se reporter à J. Flores Zendejas, N. Gaillard et R. Michalek, *Moral Hazard: A Financial, Legal, and Economic Perspective*, Abingdon & New York, Routledge, 2022.

21. Interview du commissaire européen à la Justice, D. Reynders, par S. Carraud et J. Comte, « Pour faire respecter l'État de droit en Hongrie, "la pression budgétaire est efficace" », *Contexte*, 20 septembre 2022, disponible sur : www.contexte.com.

zone euro) a mis en place l'Instrument de protection de la transmission de la politique monétaire en juillet 2022. Il consistera à acheter principalement des titres de dette publique et « pourra être activé pour lutter contre une dynamique de marché injustifiée, désordonnée, qui représente une menace grave pour la transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro²² ». Une interprétation stricte de la règle pourrait tout à fait conduire l'Eurosystème à s'abstenir d'intervenir en faveur de l'Italie, au motif que sa politique budgétaire et macroéconomique n'est ni saine ni soutenable. Néanmoins, si jamais la défiance à l'égard de l'Italie s'étendait à d'autres États de la zone euro et en venait à déstabiliser le secteur bancaire, la BCE serait au pied du mur. Ces considérations amènent à se pencher sur le risque systémique.

Le risque systémique

Si l'on écarte le spectre d'une paralysie durable des infrastructures critiques, c'est certainement le risque systémique qui constitue la menace principale pour les États de la zone euro. Celui-ci est d'autant plus complexe à appréhender que sa matérialisation dépend de risques tantôt surestimés tantôt sous-estimés et de l'existence de pare-feux à l'efficacité controversée.

Le retour de l'inflation, la remontée des taux directeurs de la BCE et le ralentissement de l'activité économique ont provoqué une hausse brutale et générale des rendements obligataires souverains européens (voir le graphique 3). Elle vient alourdir la charge de la dette publique, c'est-à-dire le montant des dépenses de l'État consacrées au paiement des intérêts de cette dette. Pour la France, par exemple, la direction générale du Trésor estime²³ qu'une hausse des taux de 100 points de base « coûterait » près de 30 milliards d'euros au bout de dix ans. Au rythme auquel les taux souverains grimpent actuellement, il y a de quoi s'inquiéter.

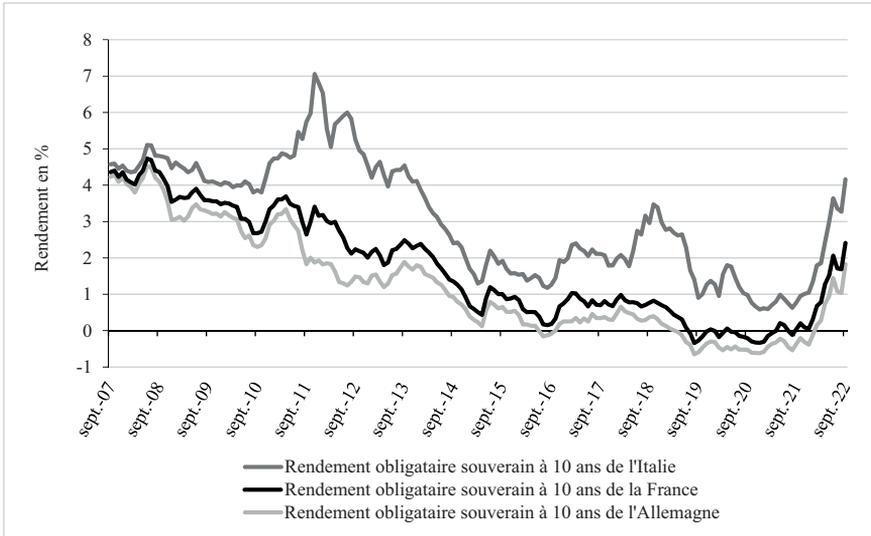
Un argument certes rassurant est que la maturité moyenne des dettes des pays du sud de l'Europe (Espagne, France, Grèce, Italie et Portugal), *a priori* les plus vulnérables financièrement, est aujourd'hui supérieure d'un an à ce qu'elle était en 2010. Du coup, les besoins de financement moyens annuels (toutes choses égales par ailleurs) se sont réduits. Cette tendance, associée aux taux bas des années 2016-2021, contribue à diluer²⁴ l'effet de ce surcoût dû à la hausse des taux.

22. « L'instrument de protection de la transmission », communiqué de presse, Banque centrale européenne et Eurosystème, 21 juillet 2022.

23. P. Copin et J. Dalbard, « La stratégie d'émission de la dette souveraine française », *Trésor-Eco*, n° 297, direction générale du Trésor, janvier 2022.

24. Lire G. Claeys et L. Guetta-Jeanrenaud, « How Rate Increases Could Impact Debt Ratios in the Euro Area's Most-Indebted Countries », Institut Bruegel, 5 juillet 2022.

Graphique 3 : Rendements obligataires souverains à 10 ans des trois principales économies de la zone euro



Source : Réserve fédérale, disponible sur : <https://fred.stlouisfed.org>.
Les rendements présentés sont des moyennes mensuelles.

Deux séries de facteurs risquent pourtant de compliquer le refinancement des États. D'une part, le maintien du taux d'inflation bien au-delà de 2 % (cible de la BCE) à moyen terme est probable, et empêchera l'institution de Francfort d'assouplir sa politique monétaire. Plusieurs éléments vont dans le sens d'une reflation des économies européennes : les tensions à attendre sur le marché du travail liées à l'évolution démographique du continent, le coût de la transition énergétique, et enfin le processus de réindustrialisation qui s'engage et va impliquer l'instauration de chaînes d'approvisionnement et de valeur plus sûres mais plus coûteuses²⁵. D'autre part, le risque de liquidité demeure réel. Avec une Réserve fédérale qui resserre sa politique monétaire beaucoup plus vigoureusement que la BCE, les dettes publiques et privées outre-Atlantique offrent des rendements bien plus attractifs qu'en Europe. Par conséquent, certaines économies de la zone euro pourraient ne pas boucler leurs besoins de refinancement, ou les satisfaire à des taux prohibitifs avec des échéances plus courtes.

25. N. Gaillard, « Le Covid-19, accélérateur de la post-mondialisation », *Politique étrangère*, vol. 85, n° 3, 2020, p. 59-70, disponible sur : www.cairn.info.

Le dernier point qui mérite l'attention n'est pas le moindre puisqu'il s'agit de la sauvegarde du système financier que les règles macroprudentielles sont censées assurer²⁶. Ces règles reposent depuis leur origine sur plusieurs principes fragiles. Tout d'abord, alors qu'elles sont destinées à constituer un rempart contre le risque systémique, elles ne traitent pas suffisamment les menaces liées à la taille, à la complexité et à l'interconnexion excessive entre institutions financières²⁷. Ensuite, elles surestiment la capacité des États à agir efficacement en tant que prêteur en dernier ressort. Les gouvernements français et allemand viennent de nationaliser les géants de l'énergie EDF et Uniper. Les États européens – tous beaucoup plus endettés qu'il y a 15 ans – pourraient-ils aisément renflouer une ou plusieurs de leurs grandes banques si cela devenait nécessaire ? Enfin, ces règles ont perdu en pertinence car leur raison d'être est consubstantielle à un environnement de taux d'intérêt durablement bas²⁸. Dans un tel contexte, on ne saurait s'étonner que le Comité européen du risque systémique (organisme dépendant de la BCE) ait lancé un avertissement général sur le système financier le 22 septembre 2022, une première depuis la crise des dettes souveraines...

* * *

Encore plus que la pandémie de Covid-19, la guerre russo-ukrainienne a fait basculer la zone euro dans une nouvelle ère, où le risque géopolitique est devenu le « risque-matrice », comme durant les premières années de la guerre froide. Depuis février 2022, les scénarii extrêmes (jugés peu probables mais particulièrement dangereux) se matérialisent les uns après les autres : la hausse des prix des hydrocarbures vient saper la puissance industrielle du continent et attise l'inflation à des niveaux record depuis le début des années 1980. En réaction, la BCE augmente brutalement ses taux directeurs, conformément à sa mission qui est de préserver la stabilité des prix. Ce resserrement monétaire complique le refinancement des États et accroît le risque de crédit, éléments qui font à leur tour planer le spectre du risque systémique.

26. La politique macroprudentielle englobe un ensemble de règles prudentielles et de surveillance des établissements de crédit jugés « systémiques » (par exemple, des exigences supplémentaires de fonds propres, le passage de « stress tests », etc.), en vue de préserver la stabilité du système financier.

27. Lire E. Montanaro et M. Tonveronachi, « Financial Re-Regulation at a Crossroads: How the European Experience Strengthens the Case for a Radical Reform Built on Minsky's Approach », *PSL Quarterly Review*, vol. 65, n° 263, 2012 et S. Antill et A. Sarkar, « Is Size Everything? », *Staff Report*, n° 864, Federal Reserve Bank of New York, août 2018.

28. Se reporter à « Is Macroprudential Policy Resilient to the Pandemic? », *Financial Stability Review*, n° 24, Banque de France, mars 2021.

Dans ce nouvel environnement, tous les États européens sont en situation de faiblesse : vulnérabilité économique et industrielle des pays dits « du Nord » et vulnérabilité financière de ceux « du Sud ». Gageons que les gouvernants prendront la mesure des défis civilisationnels qui se profilent et feront montre de courage et de solidarité.



Mots clés

Zone euro
Risque géopolitique
Inflation
Récession

politique étrangère



Découvrez nos nouvelles offres d'abonnement sur le site www.revues.armand-colin.com

- ✓ Bénéficiez de services exclusifs sur le portail de notre diffuseur
- ✓ Accédez gratuitement à l'ensemble des articles parus depuis 2007
- ✓ Choisissez la formule papier + numérique ou e-only



TARIFS 2022

▶ S'abonner à la revue		France TTC	Étranger HT*
Particuliers	papier + numérique	■ 80,00 €	■ 100,00 €
	e-only	■ 65,00 €	■ 80,00 €
Institutions	papier + numérique	■ 175,00 €	■ 195,00 €
	e-only	■ 130,00 €	■ 150,00 €
Étudiants**	papier + numérique	■ 70,00 €	■ 75,00 €
	e-only	■ 50,00 €	■ 55,00 €

* Pour bénéficier du tarif Étranger HT et être exonéré de la TVA à 2,1 %, merci de nous fournir un numéro intra-communautaire

** Tarif exclusivement réservé aux étudiants sur présentation d'un justificatif

▶ Acheter un numéro de la revue	Tarif	Numéro (format X-20XX)	Quantité
Numéro récent (à partir de 2014)	■ 23,00 €
Numéro antérieur à 2014	■ 20,00 €
TOTAL DE MA COMMANDE		 €

Bon de commande à retourner à :

DUNOD ÉDITEUR - Service Clients - 11, rue Paul Bert - CS 30024 - 92247 Malakoff cedex, France
Tél. 0 820 800 500 - Fax. 01 41 23 67 35 - Étranger +33 (0)1 41 23 66 00 - revues@armand-colin.com

Adresse de livraison

Raison sociale :

Nom : Prénom :

Adresse :

Code postal : |_|_|_|_| Ville : Pays :

Courriel :@.....

Règlement à l'ordre de Dunod Éditeur

- Par chèque à la commande
- À réception de facture (institutions uniquement)
- Par mandat administratif (institutions uniquement)

Date : __/__/__

Signature (obligatoire)

Je souhaite effectuer mes démarches en ligne ou par courriel/téléphone

- ✓ Je me connecte au site www.revues.armand-colin.com, onglet « ÉCO & SC. POLITIQUE »
- ✓ Je contacte le service clients à l'adresse revues@armand-colin.com ou au 0 820 800 500

En vous abonnant, vous consentez à ce que Dunod Editeur traite vos données à caractère personnel pour la bonne gestion de votre abonnement et afin de vous permettre de bénéficier de ses nouveautés et actualités liées à votre activité. Vos données sont conservées en fonction de leur nature pour une durée conforme aux exigences légales. Vous pouvez retirer votre consentement, exercer vos droits d'accès, de rectification, d'opposition, de portabilité, ou encore définir le sort de vos données après votre décès en adressant votre demande à infos@dunod.com, sous réserve de justifier de votre identité à l'autorité de contrôle. Pour en savoir plus, consultez notre Charte Données Personnelles <https://www.revues.armand-colin.com/donnees-personnelles>. Toute commande implique que vous ayez préalablement pris connaissance des conditions générales d'abonnement sur notre site : <https://www.revues.armand-colin.com/cga>

