

La réponse de la BCE face à la pandémie de Covid-19

Meixing Dai*

Du fait de la forte contagiosité du nouveau coronavirus, de la difficulté à le détecter, d'un taux élevé de mortalité chez les personnes âgées contaminées, de l'absence d'un traitement efficace et peu coûteux, et de l'indisponibilité dans l'immédiat des vaccins, la pandémie de Covid-19, a obligé les pays membres de la zone euro à adopter des mesures de confinement sans précédent pour limiter la contagion et l'effondrement des systèmes de santé et pour sauver des vies humaines. Ces mesures ont entraîné des conséquences économiques négatives très importantes et incertaines qui appellent la Banque centrale européenne (BCE) à agir de façon très agressive.

La pandémie de Covid-19 a induit des effets négatifs très importants à la fois sur l'offre et la demande globales dans les pays membres de l'Union économique et monétaire (UEM) de l'Union européenne (UE). Selon des prévisions récentes, le PIB des États membres de l'UEM pourrait chuter de 6 à 12 % selon le pays. Les effets négatifs à court terme de cette pandémie pourraient devenir persistants car ils endommagent gravement les bilans des entreprises de nombreux secteurs et des institutions financières et mettent beaucoup d'entre elles en grande difficulté. Les gouvernements nationaux de l'UEM, qui ont fait un très grand effort pour soutenir les entreprises privées et pour compenser la perte de revenu des travailleurs, vont accuser d'importants déficits budgétaires et voir leur dette s'envoler à des niveaux nettement plus élevés. Des pays comme l'Italie et l'Espagne pourraient être à nouveau confrontés au risque d'une double crise de la dette souveraine et bancaire, car leurs dettes sont déjà élevées avant la pandémie, alors que d'autres pays membres risqueraient fortement de voir leurs conditions de financement se détériorer. Les marchés d'actions et de la dette de la zone euro s'effondrent en mars 2020 par crainte que les réponses des politiques budgétaires et monétaires ne soient pas suffisantes pour faire face aux graves conséquences économiques négatives de la pandémie de Covid-19 et par peur d'une détérioration plus importante de la situation. Dans ce contexte de grande instabilité financière, la BCE a un rôle très important à jouer pour assurer des conditions de financement stables

aux États membres et aux entreprises privées financières et non financières de la zone euro.

Les effets économiques de la pandémie

En réponse à la Covid-19, deux options opposées se présentent. La première consiste à laisser se développer la pandémie et donc l'immunité collective¹. Si cette option avait été adoptée, beaucoup de personnes pouvant être sauvées ne pourraient pas l'être à cause de la surcharge du système de santé. Peu de dirigeants politiques peuvent porter la responsabilité d'adopter une telle option qui débouche sur des conséquences catastrophiques en termes de vies humaines simplement pour préserver quelques points de pourcentage du PIB. De plus, il est incertain que l'absence de confinement officiel empêche les effets négatifs importants de la pandémie sur l'économie. Beaucoup de personnes auraient tendance à pratiquer l'auto-confinement en s'interdisant d'aller dans des lieux à forte fréquentation. En l'absence de mesures de contrôle vigoureuses, le nombre de malades atteints du coronavirus pourrait

¹ Cette option a été initialement envisagée par le gouvernement britannique mais finalement abandonnée suite aux critiques virulentes. La Suède continue avec cette option avec des conséquences indésirables sur le plan sanitaire, et des effets économiques moins négatifs à court terme mais incertains à moyen terme. Dans la zone euro, les Pays-Bas ont choisi dans un premier temps l'option d'immunité collective mais l'a abandonnée par la suite en glissant progressivement vers un « confinement intelligent ».

* Université de Strasbourg, Université de Lorraine, CNRS, BETA, 67000 Strasbourg, France. Contact : BETA, 61 avenue de la Forêt Noire, 67000 Strasbourg ; e-mail : dai@unistra.fr.

Je remercie Gilbert Koenig et Phu Nguyen-Van pour leurs commentaires qui ont permis d'améliorer cet article. Bien évidemment, en tant qu'auteur, je reste responsable des erreurs qui pourraient subsister

augmenter de façon exponentielle, ce qui obligerait quand même beaucoup de secteurs à réduire fortement leurs activités par manque de personnels et en raison d'une baisse de la demande pour les biens et services.

La deuxième option consiste à appliquer des mesures de confinement et vise à réduire le nombre de personnes atteintes de la Covid-19 à un niveau inférieur à celui que les systèmes de santé peuvent gérer sans grande difficultés. Cette option est pratiquée plus ou moins strictement dans les pays membres de la zone euro. Un confinement très strict, mis en place simultanément dans tous les pays du monde et scrupuleusement respecté par tous les citoyens, permet d'éliminer la pandémie en moins de deux mois. En réalité, pour des raisons économiques, politiques, sociales voire culturelles, il est difficile de coordonner les actions des différents pays et de contrôler les comportements de toutes les personnes concernées pour éradiquer la pandémie en un temps si court. Chaque pays tente de faire le mieux possible selon ses propres conceptions et en fonction de ses propres moyens, sachant que plus tôt les mesures sont adoptées, plus elles seront efficaces. A part les secteurs liés à la santé et aux besoins essentiels, dont certains sont même favorisés par la pandémie, le confinement affecte très négativement des pans entiers de l'économie avec certains secteurs quasiment à l'arrêt. Les entreprises et les salariés de ces secteurs subissent des pertes de revenus très importantes, que les aides publiques et les allocations diverses ne compensent que partiellement. Des entreprises financièrement vulnérables peuvent faire faillite et d'autres vont voir leurs résultats et leurs bilans se dégrader fortement. La baisse de la demande aurait des conséquences dramatiques pour les secteurs fournissant des produits et services non essentiels à la vie quotidienne. Ceci est vrai même quand les entreprises dans ces secteurs peuvent produire et vendre pendant la pandémie. Ce problème pourrait persister lors de la phase de déconfinement si le coronavirus continue à circuler dans la population.

A la mi-avril 2020, la France a révisé la croissance du PIB en 2020 à -8 % et le déficit budgétaire à 9 % du PIB, contre un taux de croissance de +1,1 % et un déficit budgétaire de 2,2 % du PIB prévus fin 2019. Ces prévisions donnent une première idée de l'importance des effets macro-économiques de ce choc sanitaire mais sous-évaluent l'ampleur de la crise. Au début juin, le gouvernement français réduit la

croissance prévue du PIB en 2020 à -11 % et élève le déficit budgétaire prévu à 11,4 % du PIB. La décroissance est presque aussi grave en Italie et en Espagne. Par contre, elle est sensiblement moindre en Allemagne dont le système de santé est performant et dans les pays de l'Europe centrale et orientale qui ont pris très tôt des mesures de confinement drastiques. La baisse du PIB national cache une distribution très inégale des pertes de revenus entre les différents acteurs économiques dans un pays. Les mesures compensatoires pour limiter les impacts économiques de la Covid-19, à savoir apporter des aides financières pour maintenir les entreprises à flot et accorder des aides aux ménages en difficulté, vont se traduire par un accroissement important et durable de la dette publique de certains pays membres de la zone euro. Les effets de ce choc pourront durer longtemps après la crise du coronavirus. Ils deviendront persistants via une forte dégradation des bilans des entreprises et des banques et une hausse spectaculaire des déficits budgétaires et des dettes publiques des gouvernements nationaux. Par ailleurs, bien que tous les pays membres soient touchés par la crise de Covid-19, ils sont toutefois affectés économiquement et financièrement de façon hétérogène. Ainsi, cette crise peut mettre en péril la stabilité de la zone euro en accentuant fortement les déséquilibres macroéconomiques dans certains pays membres.

Les facteurs susceptibles d'aggraver les risques macroéconomiques

Plusieurs facteurs pourraient aggraver le risque économique et financier dans la zone euro suite à la pandémie de Covid-19 et rendre les pires scénarios difficiles à cerner.

La baisse drastique des activités économiques dans de nombreux secteurs peut entraîner une hausse des défaillances d'entreprises et un accroissement du nombre de ménages ne pouvant pas rembourser leurs crédits, causant ainsi des pertes importantes aux banques. Il est donc plus probable que certaines banques de la zone euro connaissent de grandes difficultés dans les prochains mois. Étant donné l'importance des banques dans l'économie, une transmission des effets économiques de la pandémie vers le secteur bancaire pourrait induire l'instabilité financière et rendre la récession économique en cours plus sévère.

Ce risque est d'autant plus important que le cycle d'expansion montrait déjà des signes de faiblesse avant la pandémie. La pandémie apparaît dans un contexte où la croissance est soutenue par des politiques monétaire et budgétaire extrêmement accommodantes, qui ont porté la croissance du PIB au-dessus du potentiel à long terme dans un certain nombre de pays industrialisés. En fait, les mesures d'assouplissements quantitatifs mises en place après la grande crise financière de 2008 sont à peine levées. Les taux d'intérêt directeurs est au plus bas dans la zone euro. Ils ne sont que faiblement et prudemment relevés aux États-Unis. La marge de manœuvre de la politique monétaire n'est pas reconstituée par des hausses significatives des taux d'intérêt comme dans les cycles précédents. La politique budgétaire très accommodante a induit des déficits budgétaires élevés et des dettes publiques croissantes dans beaucoup de pays industrialisés au cours des dix dernières années. De nombreux gouvernements renoncent à créer un espace budgétaire en vue d'une politique de relance ou de soutien à l'économie en cas de crise économique et financière majeure. Dans la zone euro, quelques pays dont l'Allemagne et le Pays-Bas ont fait exception en dégagant des excédents budgétaires au cours des dernières années (Eurostat 2020).

La croissance après la grande crise financière de 2008 dépendait aussi des effets de richesse et de bilan positifs excessifs : la hausse exceptionnelle des cours boursiers depuis mars 2009 portée par des politiques monétaire et budgétaire extrêmement accommodantes pousse les ménages à dépenser plus. Le retour de la balançoire peut apporter de très mauvaises surprises aux économies qui manquent de moteurs de croissance. Le récent krach boursier suite à l'aggravation de la situation sanitaire au niveau mondial est susceptible de réduire significativement la demande des ménages pour les biens et services et donc la croissance. La baisse des prix d'actifs peut aussi impacter négativement des entreprises et des banques qui possèdent un montant important d'actifs financiers dans leurs bilans, serrant ainsi les contraintes de financement de ces entités.

En partant du sommet d'un cycle d'expansion basée sur l'endettement public et privé excessif, il est fort probable de voir certains emprunteurs publics et privés d'importance systémique rencontrer des difficultés majeures suite à la récession importante en cours. Une crise financière pourrait alors se déclencher et viendrait à son tour aggraver la récession. Par

exemple, la chute vertigineuse du prix de pétrole, qui est même tombé incroyablement à un niveau très négatif pour certains contrats à terme suite à la forte baisse de sa demande², causerait de graves difficultés budgétaires pour les pays exportateurs du pétrole. Cette baisse du prix du pétrole pourrait aussi mettre à genoux des entreprises qui l'extraient à coûts élevés, notamment les producteurs du pétrole de schiste aux États-Unis, et donc des institutions financières qui les financent. La récente évolution du prix du pétrole à elle seule constitue un important facteur pouvant déclencher une crise financière internationale, qui à son tour peut impacter négativement l'économie de la zone euro.

La forte interdépendance des productions entre les différents pays constitue aussi un facteur majeur aggravant les risques macro-économiques dans les pays largement ouverts aux échanges extérieurs. Les pays membres de la zone euro sont généralement très ouverts aux échanges entre eux et avec les pays du reste du monde. Ce risque est amplifié du fait que la Covid-19 entraîne plus facilement des ruptures importantes dans les chaînes de production et d'approvisionnement qui relient les entreprises réparties à travers le monde. Les mesures de confinement mises en place réduisent l'inter-connectivité entre les pays, ce qui empêche le bon fonctionnement de l'économie mondiale et aggrave la récession. L'économie de la zone euro souffre particulièrement d'une inter-connectivité en forte baisse. Tant qu'on n'a pas trouvé de traitements et vaccins efficaces, la lutte contre le nouveau coronavirus ne s'arrêtera pas. Des mesures de confinement même allégées seront toujours nécessaires s'il y a des pays ou des régions où la pandémie persiste. Les mesures de restriction du transport des marchandises et de la mobilité des personnes peuvent affecter durablement l'économie mondiale et donc l'économie de la zone euro, et plus particulièrement certains secteurs qui dépendent fortement des services de transport et sont susceptibles d'être le vecteur de diffusion du coronavirus.

² L'expiration au mardi 21 avril 2020 du contrat pour livraison en mai sur le marché à terme de New York s'est soldé par une chute du baril de pétrole de WTI (*West Texas Intermediate*) à -37,63 dollars. Les acheteurs du pétrole à terme ne peuvent pas prendre la livraison du fait de la saturation des capacités de stockage et de l'effondrement de la demande des produits pétroliers, et doivent baisser le prix pour débarrasser leur pétrole acheté à terme.

Par ailleurs, la crise sanitaire actuelle aggrave les difficultés budgétaires d'un certain nombre d'États et pourrait causer la défaillance de certains parmi eux. Ces défaillances éventuelles affecteront les secteurs financier et non-financier du pays concerné, et éventuellement les marchés financiers internationaux s'il y a une forte participation étrangère au financement de l'État défaillant et du secteur financier national en crise. De telles crises, par effet de contagion, peuvent rendre l'ambiance sur les marchés financiers internationaux délétère, provoquer une fuite des investisseurs vers les actifs de qualité et détériorer gravement la situation financière d'autres États dont le niveau d'endettement est déjà élevé suite aux déficits budgétaires massifs entraînés par la pandémie de Covid-19. Dans la zone euro, l'Italie, le Portugal et l'Espagne parmi d'autres sont confrontés à ce type de risque qui pourrait déboucher sur une double crise bancaire et de la dette souveraine auto-réalisatrice.

Fondement théorique justifiant une réponse agressive de la BCE

Les anticipations pessimistes sur les marchés financiers pourraient entraîner l'économie de l'UEM dans une spirale descendante qui augmenterait sérieusement le risque d'éclatement de la zone euro. La BCE a un grand rôle à jouer pour stabiliser le marché financier. Elle doit être agressive dans ses actions en tenant compte des pires scénarios possibles.

L'agressivité de la politique monétaire en réponse aux pires scénarios est soutenue par des études qui examinent comment la banque centrale devrait agir lorsque les implications de la technique de contrôle robuste, dont l'application en macroéconomie est initiée par Hansen et Sargent (2007), sont intégrées dans les décisions de politique monétaire (Giannoni 2002, Giannoni et Woodford 2002, Onatski et Stock 2002, Giordani et Söderlind 2004, Leitimo et Söderström 2008, Dai et Spyromitros 2012, Gonzalez et Rodriguez 2013, Qin, Sidiropoulos et Spyromitros 2013). Par ailleurs, si les agents privés forment des anticipations à l'aide d'un processus d'apprentissage adaptatif face à une situation incertaine, la politique monétaire doit être encore plus agressive pour faire face aux pires scénarios (André et Dai 2018). Or, vu l'incertitude qui règne actuellement, l'apprentissage semble être une hypothèse crédible pour décrire les comportements des

agents économiques en matière de formation des anticipations.

La BCE agit de façon agressive face aux pires scénarios en mettant en œuvre des mesures politiques qui amortissent plus radicalement que dans des circonstances normales les effets de chocs négatifs exceptionnellement importants sur l'économie de la zone euro tant du côté de l'offre que du côté de la demande, évitant ainsi le mauvais équilibre auto-réalisateur redouté par les opérateurs des marchés financiers.

La BCE est en fait très réactive depuis mars 2020 et reste prête à faire tout ce qui est nécessaire pour calmer les inquiétudes sur les marchés financiers. La BCE vise d'une part le secteur privé. Les premières mesures incluent la mise à disposition d'un montant jusqu'à 3 000 milliards d'euros de liquidités par le biais des opérations de refinancement de la BCE, y compris des prêts aux banques au taux d'intérêt le plus bas jamais offert par la BCE (-0,75 %). D'autre part, la BCE vise le secteur public. Elle a notamment annoncé le Programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*)³ d'un montant égal à 750 milliards d'euros afin de stabiliser les marchés de la dette souveraine de la zone euro en évitant des écarts de taux croissants que certains pays membres doivent supporter pour émettre leurs obligations par rapport aux taux allemands suite à la pandémie. Les maturités résiduelles des actifs publics pouvant être achetés vont de 70 jours à 30 ans et 364 jours. Le 4 juin, la BCE a porté le programme d'achat à 1 350 milliards d'euros et a élargi les catégories d'actifs à racheter, y compris les créances émises par les entreprises non-financières. Notons que ces mesures s'accompagnent d'un assouplissement des ratios réglementaires par les autorités de surveillance bancaire européennes, qui a permis de libérer un capital bancaire supplémentaire estimé à 120 milliards d'euros, permettant ainsi de soutenir une capacité supplémentaire de prêt considérable des banques de la zone euro.

³ Ce programme d'achat d'actifs n'est pas limité aux dettes publiques. Dans le cadre de ce programme, la BCE achètera une série d'actifs comprenant des obligations d'État, des titres émis par des institutions supranationales européennes, des obligations d'entreprises, des titres adossés à des actifs et des obligations sécurisées.

L'efficacité attendue de la politique monétaire

Les banques centrales visent principalement à stabiliser l'inflation et la production. Depuis la crise financière globale de 2008, certaines banques centrales s'octroient implicitement ou explicitement une responsabilité en matière de stabilité financière, ce qui se traduit pour elles par un rôle significatif dans la surveillance macro-prudentielle, une communication active avec les opérateurs des marchés financiers, et même la mise en œuvre des mesures de soutien en cas de forte baisse des prix d'actifs.

Les missions multiples des banques centrales rendent leur processus de décision encore plus complexe. Les politiques monétaires mises en place depuis la crise financière globale de 2008 et la crise de la zone euro de 2010-12 reflètent le compromis entre ces trois préoccupations.

Avant l'actuelle crise sanitaire, les taux d'intérêts fixés par les banques centrales dans les pays développés sont proches des niveaux historiquement bas alors que dans la zone euro, le taux d'intérêt sur les dépôts auprès de la BCE est même négatif. Une telle politique du taux d'intérêt est un soutien important pour les prix d'actifs financiers et réels, faisant reposer une part significative de la croissance sur les effets de richesse et de bilan positifs. Le fait que les banques centrales n'ont pas reconstitué des marges de manœuvre suffisantes signifie qu'elles ne peuvent pas apporter un soutien massif à la croissance dans une crise majeure où les effets de la pandémie de Covid-19 viennent s'ajouter à un risque accru de récession cyclique après plus de 10 ans d'expansion économique. Les quelques petites baisses des taux d'intérêt par les banques centrales depuis la crise sanitaire auront peu d'impacts sur l'économie. Dans la zone euro, certaines banques, ne pouvant pas assez prêter pour diverses raisons, souffrent même des taux négatifs appliqués sur les réserves excédentaires depuis un certain temps.

Les taux d'intérêt bas ont montré leur limite en tant que stimulants de la croissance. Ce type de politique opère une redistribution de richesse entre les emprunteurs et les épargnants. L'efficacité de la politique repose sur une dépense accrue des emprunteurs et peut se réduire suite à un changement de comportement chez les épargnants. Ces derniers, au lieu de baisser leur épargne face à la baisse des taux, pourraient augmenter leur effort d'épargne pour

atteindre un objectif d'épargne fixé initialement, annulant ainsi en partie l'effet stimulant de la politique du taux d'intérêt bas. De plus, la pandémie de Covid-19 pourrait inciter les ménages à épargner davantage et les entreprises à réduire leur endettement dans le futur. Il s'agit notamment de ceux qui ont durement éprouvé des difficultés financières durant cette période de crise.

Malgré la marge de manœuvre faible au niveau de la politique des taux, les banques centrales peuvent toujours jouer un rôle important en mettant en place des mesures de politique monétaire non-conventionnelles, notamment l'achat massif d'emprunts publics et privés à des maturités différentes et à des degrés de risques variés. Dans un contexte où des déficits budgétaires massifs doivent trouver des sources de financement, ces mesures non-conventionnelles permettent de réduire les tensions sur les marchés des dettes publiques et privées. Cela évite une forte hausse généralisée des taux d'intérêt et rend plus aisé le financement des États et des entreprises privées, réduisant ainsi le risque de crises bancaires et de dette souveraine. Ce type de risque est particulièrement élevé dans la zone euro au vu de ses contraintes institutionnelles.

La politique monétaire ne pourrait pas être considérée comme la mesure miraculeuse pour effacer les impacts économiques négatifs graves de cette crise sanitaire bien qu'elle ait une certaine efficacité lorsqu'il s'agit d'atténuer les effets néfastes de la pandémie sur l'économie et d'assurer la stabilité financière en empêchant notamment l'apparition des cercles vicieux des crises économique et financière. En particulier, la politique monétaire ne pourrait pas compenser la baisse importante du revenu national qui est bien réelle. Une hausse de la quantité de monnaie via des crédits bancaires ne produit pas de richesse sauf dans certaines situations (Goldstein et Razin 2015) : celles qui sont caractérisées par les contraintes de financement et de liquidités qui empêchent le compromis intertemporel optimal entre les consommations présente et future des ménages, et qui limitent la production et l'investissement des entreprises ; ou encore celles, plutôt rares, où les mauvaises anticipations auto-réalisatrices ont conduit l'économie vers un mauvais équilibre avec des activités économiques anormalement basses. Dans ces situations, une hausse de crédits à l'économie peut générer une croissance supplémentaire sans inflation.

Face aux difficultés financières actuelles des entreprises, injecter simplement des liquidités dans le système financier ne suffit ni pour endiguer la baisse des prix d'actifs ni pour effacer les effets de la crise sanitaire sur les activités économiques. Des mesures de politique monétaire peuvent être prises pour minimiser le risque que ce choc sanitaire temporaire ait des effets négatifs durables et importants sur l'économie à moyen terme en causant des défaillances massives des entreprises et des dégâts importants aux bilans de celles qui survivent. Il est impératif de prendre des mesures spécifiques destinées aux entreprises qui étaient en bonne santé financière avant la crise sanitaire pour préserver les chaînes de production et de distribution des biens et services de sorte que ces entreprises puissent reprendre normalement leurs activités une fois le déconfinement est achevé. Ce faisant, on pourrait ainsi espérer une bonne reprise du marché du travail et une préservation des pouvoirs d'achat des salariés dans l'après-crise sanitaire.

Par ailleurs, les banques centrales devraient prendre des mesures pour inciter les banques à accorder des prêts supplémentaires aux entreprises qui en ont besoin et/ou reporter le remboursement des prêts existants. Bien que de telles mesures soient efficaces, elles ne peuvent pas effacer complètement les effets de la pandémie sur les défaillances d'entreprises. En effet, cette pandémie, par ses effets importants et complexes sur l'économie, accroît les asymétries d'information entre les banques et les emprunteurs, ce qui pousse les banques à devenir plus prudentes dans leurs activités de crédit. Compte tenu des contraintes réglementaires et des principes de gestion de risques, les banques ne peuvent pas prendre le risque d'accorder des crédits à des entreprises qui ont une probabilité élevée de faire faillite dans les mois à venir.

Les contraintes économiques et institutionnelles pour la conduite de la politique monétaire dans l'UEM

Selon les statuts de la BCE, son objectif prioritaire est la stabilité des prix dans la zone euro. Elle ne peut soutenir la croissance que si l'inflation moyenne dans la zone euro est maintenue sous contrôle. Depuis quelques années, la BCE est aussi chargée d'une mission macro-prudentielle. La stabilité financière n'est préoccupante pour la BCE que quand le risque de

crise systémique menace la stabilité de l'inflation et la croissance. Pour assurer ses missions de stabilité financière, la BCE suit les évolutions dans les secteurs bancaires de la zone euro et de l'UE dans son ensemble, ainsi que dans d'autres secteurs financiers, dans une optique d'identifier les éventuelles vulnérabilités et de vérifier la résilience du système financier.

La BCE conduit la politique monétaire sous des contraintes économiques et institutionnelles spécifiques. La construction de l'UEM a réduit la résilience des pays membres face aux chocs macro-financiers négatifs en raison de l'abandon de la souveraineté monétaire nationale. L'absence d'une union bancaire et d'une union fiscale et budgétaire signifie que les États membres doivent faire face seuls aux chocs économiques et financiers majeurs qui affectent leurs économies nationales. La mobilité insuffisante des facteurs de production et le manque de flexibilité des marchés du travail nationaux signifient que l'ajustement d'une économie souffrant de chocs négatifs et asymétriques majeurs ne peut se faire sans grande difficulté. Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) est conçu pour limiter les déficits budgétaires afin d'éviter l'aléa moral des États membres dans leur gestion de la politique budgétaire qui, sans aucun contrôle, peuvent obliger la BCE à monétiser un jour la dette publique de certains États membres. Il existe un risque accru d'insolvabilité pour un État membre très endetté en raison de la clause de non-renflouement prévue par le traité de Maastricht⁴.

En attendant une avancée significative au niveau du fédéralisme budgétaire, le rôle de la politique budgétaire nationale est même renforcé par l'abandon de la souveraineté monétaire. De plus, il y aurait des coûts élevés à supporter par le budget national en cas de crise bancaire, car chaque État membre est responsable de la régulation et de la supervision bancaires et de la résolution des crises bancaires au niveau national. Il s'agit du coût direct d'une crise bancaire nationale due à la recapitalisation des banques ou à d'autres

⁴ La clause de non-renflouement est l'un des principes de base définis dans le traité de Maastricht. L'article 125 du traité sur le fonctionnement de l'UE a rendu illégal le sauvetage d'un État membre par les autres depuis sa version de 2007 (également connu sous le nom de traité de Lisbonne).

mesures de soutien, et du coût indirect dû à la faiblesse des recettes fiscales pendant une période prolongée après une crise bancaire.

La BCE est responsable de la conduite de la politique monétaire commune à tous les pays de la zone euro, indépendamment de toute autorité européenne et des gouvernements nationaux. Étant donné l'hétérogénéité des économies des États membres, la politique commune pourrait être trop expansionniste pour certains pays et trop restrictive pour d'autres. La politique monétaire commune pourrait avoir du mal à répondre à la pandémie de Covid-19, qui est un choc symétrique mais avec des conséquences hétérogènes, si la contrainte sur les clés de répartition d'achats de titres publics des États membres n'est pas levée⁵. En outre, elle ne peut être correctement coordonnée avec les politiques budgétaires qui sont menées par les gouvernements nationaux de manière souveraine. Or, cette souveraineté budgétaire est limitée par le PSC. Elle est aussi limitée par la clause de non-renflouement, qui stipule qu'un État membre ne doit pas renflouer un autre financièrement, tandis que la BCE s'abstient de quasiment monétiser les dettes des États membres en les achetant sur le marché primaire.

Il existe une incompatibilité, mise en évidence par la crise de la zone euro de 2010-12, entre l'indépendance de la BCE, la souveraineté budgétaire et la clause de non-renflouement⁶. La clause de non-renflouement élimine les risques moraux, qui pourraient survenir lorsque la promesse de renflouement de l'UEM incite un État membre à augmenter sa dette souveraine. Un tel comportement détruirait tôt ou tard les fondements de l'UEM. Par conséquent, l'imposition d'une telle clause permet en théorie de laisser la souveraineté sur la politique budgétaire aux États membres. Cependant, la politique budgétaire a tendance à tenir la politique monétaire en otage si les déficits budgétaires et la dette publique des États membres ne sont pas limités. Il existe un conflit entre les niveaux élevés et disparates de dette publique dans les États membres et une politique monétaire unique avec un objectif d'inflation relativement faible qui limite la possibilité de

réduire la valeur réelle de la dette publique. De plus, comme les autorités budgétaires sont responsables du sauvetage des banques nationales sous leur supervision, il existe une « boucle diabolique », selon la terminologie de Brunnermeier et al. (2011, 2016), entre les difficultés financières d'un État membre et la crise bancaire au niveau national. Cette boucle est d'autant plus susceptible d'apparaître quand le niveau de dette publique est élevé et une part importante des actifs au bilan des banques nationales est investie dans la dette publique nationale à risque.

Comme l'a montré la crise de la dette souveraine dans la zone euro en 2010-12, la BCE ne pouvait pas refuser de jouer le rôle du prêteur en dernier ressort pour sauver les États membres surendettés au risque de briser l'UEM. Cela conduit à une perte d'indépendance de la BCE. Le PSC et la clause de non-renflouement visent tous deux à rendre la zone euro stable. Le non-respect du PSC augmente le risque de scission de la zone euro. En effet, dans la zone euro, les risques sur la dette souveraine sont différents selon les pays membres et devraient se traduire par des taux d'intérêt différents malgré la politique monétaire unique. Cela réduit l'efficacité du mécanisme de transmission monétaire dans les pays dont les gouvernements sont soumis à un risque d'insolvabilité élevé. Brandissant des menaces de sortie de la zone euro, ces pays peuvent exercer de fortes pressions sur l'UEM pour qu'elle renonce à la clause de non-renflouement et abandonne l'indépendance de la BCE. Or, sans cette indépendance, la BCE risque de ne pas être crédible et donc de voir l'efficacité de ses politiques s'amenuiser dans le futur.

Les contradictions évoquées ci-dessus pourraient être atténuées en réduisant les ambitions de chacun des trois objectifs. En termes de politique monétaire, la BCE met en œuvre des mesures d'« assouplissement quantitatif » en achetant de grandes quantités d'obligations souveraines pour protéger la zone euro contre les risques de déflation et d'éclatement. Sur le plan financier, le mécanisme européen de stabilité (MES), mis en place pendant la crise de la zone euro, fournit une assistance financière aux États membres surendettés sur la base des conditions strictes et d'un niveau d'endettement soutenable. En introduisant le Pacte pour l'euro plus en 2011, l'UEM oblige les États membres à améliorer leur compétitivité et leurs finances

⁵ Jusqu'à la crise de Covid-19, la BCE achète des dettes publiques des États membres en fonction de leur part dans le capital de la BCE. La crise actuelle a conduit la BCE à abandonner temporairement cette règle pour assurer une meilleure transmission de sa politique monétaire.

⁶ Voir, parmi d'autres, Beck et Prinz (2012) qui discutent en détail cette trinité.

publiques par des réformes. Enfin, la création de l'union bancaire permet de rompre la « boucle diabolique » entre la crise de la dette souveraine et la crise bancaire au niveau d'un État membre. Il est à noter que l'achèvement d'une union bancaire européenne est entravé par des obstacles à la création d'une garantie des dépôts unique, et que l'on ne sait pas comment les coûts de résolution seront répartis si un montant important de pertes reste non absorbé une fois le principe de sauvetage défini par l'union bancaire européenne est appliqué. Malgré ces réformes, si les États membres ne renoncent pas à leur souveraineté budgétaire, il existe toujours un risque de crise pour l'UEM à long terme, ce qui implique soit que les États membres en difficulté quittent la zone euro, soit que des règles claires et strictes soient édictées pour encadrer les défaillances souveraines.

Ces diverses réformes ont permis à la zone euro d'être plus résiliente en cas de crise. Toutefois, les contraintes institutionnelles de l'UEM limitent encore l'ampleur des réponses à court terme face à la pandémie de cette échelle. Pour faire face à la pandémie, la BCE a temporairement mis de côté les clés de répartition pour l'achat d'obligations publiques. Son audace doit s'accompagner des mesures de politique budgétaire qui assouplissent les contraintes financières sans imposer une austérité budgétaire aux économies nationales durement touchées par la crise. Ainsi, le MES n'est pas un outil approprié car les conditionnalités qu'il impose découragent les États membres même dans un besoin urgent à demander le financement. Pour éviter l'impasse, la Commission européenne a proposé, le 27 mai 2020, d'émettre une dette commune européenne de 750 milliards d'euros, dont 500 milliards d'euros sont utilisés pour subventionner les pays qui sont les plus touchés par la crise.

Partage des risques, largage d'argent par hélicoptère et monétisation de la dette publique

Étant donné l'urgence de la situation économique, il est tentant pour les décideurs politiques et les économistes de pousser la BCE à faire un « largage d'argent par hélicoptère », ou de manière équivalente, à distribuer une somme d'argent à chaque ménage, et/ou à financer des dépenses publiques supplémentaires par la création monétaire en réponse à la pandémie de Covid-19 (Gali 2020).

Ces mesures politiques sont réalisables dans une certaine mesure. Leur efficacité pour stimuler la croissance est limitée (Dai 2011). Même si elles sont efficaces, il y a un grand risque qu'elles soient utilisées à mauvais escient pour des raisons politiques. Les économistes s'accordent à dire qu'une banque centrale crédible dispose d'un certain pouvoir pour créer des revenus de seigneurage sans provoquer une flambée de l'inflation. Dans la crise actuelle, peu importe que ces revenus de seigneurage soient versés aux ménages et aux entreprises ou qu'ils servent à financer les déficits budgétaires du gouvernement. Toutefois, il faut garder à l'esprit que les revenus de seigneurage qui peuvent être obtenus ne sont pas si élevés dans de nombreux pays, y compris la zone euro, et qu'un recours excessif à la création monétaire au-delà de la limite supérieure de ce pouvoir est une source d'inflation élevée et rend l'inflation difficile à contrôler à l'avenir⁷. En outre, la banque centrale peut perdre ce pouvoir si elle en abuse de manière répétée, car les agents économiques peuvent abandonner la monnaie nationale au profit de monnaies étrangères et d'autres actifs.

La BCE n'a pas pour mandat de jouer un rôle dans la redistribution des richesses. Le largage d'argent par hélicoptère ou la monétisation de la dette publique pourraient impliquer une telle redistribution, car tous les pays n'ont pas le même besoin de soutien et ne reçoivent pas la même aide de la BCE. La BCE peut créer de la monnaie à partir de rien, mais les effets inflationnistes de la création monétaire pourraient affecter négativement la richesse nationale des États membres qui reçoivent une part de la monnaie nouvellement créée moins importante que leur poids dans l'économie de la zone euro. Par conséquent, un soutien favorisant plus certains pays membres pourrait poser des problèmes existentiels pour la zone euro. D'une part, l'identité européenne est loin d'être pleinement réalisée, ce qui limite la solidarité entre les peuples des différents États membres et la possibilité d'un transfert systématique de certains pays vers les autres.

⁷ Par exemple, en 2016, la Fed a versé 92 milliards de ses profits nets au gouvernement fédéral des États-Unis. Les profits nets de la BCE varient entre 10 et 30 milliards d'euros sur la période 2002-2015 (Gros 2016). Cette différence du niveau de revenu de seigneurage entre les États-Unis et la zone euro s'explique pour une bonne partie par le fait que la monnaie américaine joue un rôle central dans le système monétaire mondial.

D'autre part, certains États sont plus susceptibles de générer des déficits importants en raison de leurs structures politiques et institutionnelles alors que d'autres le sont moins. En effet, le soi-disant « partage de risque » cache la vérité que le partage du risque dans la zone euro correspond à un transfert systématique de revenus de certains pays vers d'autres. Le principe de base du partage des risques ne s'applique pas car pour que les pertes éventuelles soient partagées par le biais de contrats d'assurance, elles doivent être probables et non certaines. La BCE ne pourrait pas faire un travail de transfert de revenus si certains pays membres refusaient de payer des montants importants aux autres. En effet, les pays contributeurs nets considèrent qu'ils payent à fonds perdus alors qu'ils devraient obtenir des retombées financières espérées équitables si le principe de base du partage des risques était respecté, alors que les pays bénéficiaires nets de ces fonds pensent qu'ils reçoivent ce qui devrait leur revenir puisque les pays payeurs ont largement profité de la construction de l'UEM.

Le largage d'argent par hélicoptère est en fait effectué dans l'UEM par les gouvernements nationaux qui apportent des aides financières et/ou des garanties à grande échelle aux entreprises en difficulté et compensent les pertes de revenus des travailleurs qui sont en confinement ou en chômage partiel.

Les dépenses publiques extraordinaires des gouvernements nationaux dans la zone euro font craindre une monétisation à grande échelle par la BCE. Ce point de vue n'est pas partagé par Blanchard et Pisani-Ferry (2020) qui considèrent que la BCE fait un assez bon travail et que les craintes de monétisation ne sont pas fondées. La BCE mettra à disposition 3 000 milliards d'euros de liquidités par le biais des opérations de refinancement, y compris des facilités de prêt à des taux d'intérêt négatifs, et mettra en œuvre le Programme d'achat d'urgence en cas de pandémie pour un montant qui s'élève à 1 350 milliards d'euros. En recourant à ces mesures exceptionnelles, la BCE n'a pas besoin de procéder directement à un largage d'argent par hélicoptère ou à une monétisation de la dette des gouvernements nationaux. Les mesures de relance actuelles de la BCE sont équivalentes à un largage d'argent par hélicoptère et à une monétisation des déficits budgétaires des gouvernements nationaux tant que la BCE ne fait pas d'opérations inverses. Comparées à un largage d'argent par hélicoptère ou à une monétisation de la dette publique, ces mesures ont l'avantage d'être réversibles et ne sont donc

pas inflationnistes lorsque la conjoncture est bien améliorée.

Conclusion

La BCE adopte une approche agressive dans ses actions pour faire face aux importantes conséquences économiques négatives de la pandémie de Covid-19. L'ampleur des programmes est très impressionnante, même si elle est éclipsée par ceux mis en œuvre par la FED. La BCE est prête à adopter des mesures supplémentaires dès qu'elle constatera que les programmes et mesures existants ne sont pas suffisants. Cependant, les contraintes économiques et institutionnelles existantes de la zone euro rendent les efforts de la BCE plus laborieux et limitent la liberté de ses actions. Mais d'un autre côté, ces limites peuvent rendre la BCE plus crédible et constituer un filet de sécurité l'empêchant de s'engager sur la voie d'une inflation élevée et incontrôlable qui serait préjudiciable à la croissance économique à long terme et à la stabilité de la zone euro.

Références bibliographiques :

- André, M.C., et M. Dai (2018), « Learning, robust monetary policy and the merit of precaution », *The B.E. Journal of Macroeconomics* 8(2), 1-20.
- Beck, H., et A. Prinz (2012), « The Trilemma of a Monetary Union: Another Impossible Trinity », *Intereconomics* 47(1), 39-43.
- Blanchard, O. et J. Pisani-Ferry (2020), « Monetisation: Do not panic », *VOX CEPR Policy Portal*, 10 April 2020.
- Brunnermeier, M. K., L. Garicano, P. R. Lane, M. Pagano, R. Reis, T. Santos, S. Van Nieuwerburgh, et D. Vayanos (2011), « ESBies: A realistic reform of Europe's financial architecture », 25 October, www.voxeu.org.
- Brunnermeier, M.K., L. Garicano, P.R. Lane, M. Pagano, R. Reis, T. Santos, D. Thesmar, S. Van Nieuwerburgh, et D. Vayanos (2016), « Breaking the Sovereign-Bank Diabolic Loop: A Case for ESBies », *American Economic Review, Papers and Proceedings* (May), 1-11.
- Dai, M. (2011), « Les 'hélicoptères' des banques centrales », *Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe* 24(1), 17-23.
- Dai, M., et E. Spyromitros (2012), « A Note On Monetary Policy, Asset Prices, And Model

-
- Uncertainty », *Macroeconomic Dynamics* 16(05), 777-790.
- Eurostat (2020), « Provision of deficit and debt data for 2019 : Euro area and EU27 government deficit both at 0.6% of GDP », *Newsrelease euroindicators*, 65/2020 - 22 April 2020.
- Gali, J. (2020), « Helicopter money: The time is now », dans R. Baldwin et B. Weder di Mauro, *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*, 57-62.
- Giannoni, M.P. (2002), « Does model uncertainty justify caution? Robust optimal monetary policy in a forward-looking model », *Macroeconomic Dynamics* 6(1), 111-144.
- Giannoni, M.P., et M. Woodford (2002), « Optimal interest-rate rules: I. General theory », *NBER Working Paper* No. 9419. National bureau of economic research.
- Giordani, P., et P. Söderlind (2004), « Solution of macromodels with Hansen-Sargent robust policies: Some extensions », *Journal of Economic Dynamics and Control* 28(12), 2367-2397.
- Goldstein, I., et A. Razin (2015), *Three Branches of Theories of Financial Crises*. Now Publishers.
- Gonzalez, F., et A. Rodriguez (2013), « Monetary Policy Under Time-Varying Uncertainty Aversion », *Computational Economics* 41(1), 125-150.
- Gros, D. (2016), « Negative Rates and Seigniorage: Turning the central bank business model upside down? The special case of the ECB », *CEPS Policy Brief*, No. 344.
- Hansen, L.P., et T.J. Sargent (2007), *Robustness*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Leitemo, K., et U. Söderström (2008b), « Robust monetary policy in a small open economy », *Journal of Economic Dynamics and Control* 32(10), 3218-3252.
- Onatski, A., et J.H. Stock (2002), « Robust monetary policy under model uncertainty in a small model of the U.S. economy », *Macroeconomic Dynamics* 6(1), 85-110.
- Qin, L., M. Sidiropoulos, et E. Spyromitros (2013), « Robust monetary policy under model uncertainty and inflation persistence », *Economic Modelling* 30(C), 721-728.