

La zone euro survivra-t-elle à cette nouvelle crise ? Quelques éléments d'analyse



Philippe Ledent

Expert Economist, ING Belgique

Chargé de cours invité, Université Catholique de Louvain,
Université de Namur et IESEG Lille

ABSTRACT

This article first reviews the situation of public finances in the euro area member States, specifying the impact that the coronavirus crisis may have on them and reviewing the divergences between the public finances of the various countries. On this basis, the article looks at the solutions that will have to be found to the problem of public finances and the inevitable tensions that will arise in the management of the problem. Finally, the article argues that the European Central Bank (ECB) will be the epicenter of these tensions, caught between its mandate, the need to support the sustainability of the euro and diverging views on what it can or cannot do. As an epilogue, the article discusses some extreme solutions to the issue of public debt.

RESUME

Cet article revient d'abord sur la situation des finances publiques des pays membres de la zone euro, en précisant l'impact que la crise du coronavirus peut avoir sur celles-ci et en revenant sur les divergences entre les finances publiques des différents pays. Sur cette base, l'article s'interroge sur les solutions qui devront être apportées au problème des finances publiques et sur les inévitables tensions qui apparaîtront dans la gestion du problème. Enfin, l'article avance le fait que la Banque Centrale Européenne (BCE) sera en quelque sorte l'épicentre de ces tensions, coincée entre son mandat, la nécessité de soutenir la viabilité de l'euro et les avis divergents au sujet de ce qu'elle peut ou ne peut pas faire. En guise d'épilogue, l'article évoque quelques solutions extrêmes pour résoudre la question de l'endettement public.



La crise du coronavirus et ses conséquences représentent une perte d'activité économique, et donc de richesse créée, tout à fait inédite. La question est donc de savoir comment absorber les conséquences d'un tel choc. On pourrait schématiser la situation en opposant deux modèles : le premier modèle reporterait à plus tard la perte de richesse engendrée par la crise, de manière à ce qu'à court terme, chacun puisse maintenir son niveau de vie malgré le manque de richesse créée durant le confinement. Fondamentalement, on pourrait justifier pareil scénario par le fait que personne n'est responsable de cette crise, et donc que personne ne doit en subir les conséquences financières. Mais économiquement, ce scénario a aussi une justification : au plus on compense la perte directe de revenu, au plus on assure un retour rapide à un niveau d'activité normale, puisque n'ayant rien perdu, les ménages et les entreprises ne modifieront que marginalement leur comportement de consommation et d'investissement. De même, on élimine les effets de second tour de l'équation. On limite ainsi les conséquences à plus long terme du confinement total ou partiel. Concrètement, chaque perte de revenu, pour les salariés, les indépendants et les entreprises, devrait être compensé par une allocation ou subvention de la collectivité. Cela entraînerait un coût énorme pour les autorités, financé par la dette, de manière à reporter à plus tard le coût pour la collectivité de cette stratégie.

A l'opposé, on pourrait avancer un modèle où le poids de la perte de richesse générée est directement supporté par l'ensemble de la population. Dans cette logique, si l'activité économique se réduit de 10% sur l'année, l'ensemble des revenus devrait subir la même évolution. Il faut alors limiter les allocations et les subventions, et taxer largement ceux et celles qui n'ont pas vu leur revenu diminuer durant la période de confinement (Selon une enquête de la Banque nationale, entre 2/3 et 3/4 des ménages n'ont pas connu de diminution de leur revenu jusqu'à présent). Ce modèle est certes le plus sain à court terme pour les finances publiques, puisque l'intervention de l'Etat est plus limitée et compensée par une drastique augmentation des taxes sur les revenus n'ayant pas été touchés durant le confinement. Mais ce modèle comporte également des risques, notamment liés à l'effet multiplicateur sur l'activité économique de la baisse des revenus. En effet, dans un tel modèle, le fait de devoir « payer la facture » directement risque de profondément modifier le comportement de consommation et d'investissement des ménages et des entreprises après le confinement, alourdissant encore plus la crise économique. Par ailleurs, il serait socialement difficilement tenable de demander aux pensionnés et allocataires sociaux de diminuer leurs revenus, souvent déjà faibles.

Fondamentalement, l'équivalence ricardienne laisserait penser qu'à long terme, les deux modèles aboutissent au même point. On pourrait en effet argumenter que même dans le cas du premier modèle, la perspective d'un jour, même éloigné, devoir payer la facture par une augmentation des taxes, modifiera le comportement des ménages et des entreprises. Mais on sait aussi que dans la réalité, cette équivalence a ses limites.



La meilleure solution est donc quelque part entre ces deux modèles extrêmes. Reporter une partie de la perte de richesse liée à la crise du coronavirus semble inévitable pour éviter des catastrophes économiques et sociales à court terme. Pour autant, il serait naïf de penser que l'on peut tout effacer, et chaque citoyen, chaque entreprise doit accepter l'idée qu'il s'agit d'une perte collective énorme, qui demandera nécessairement certains efforts. Si une grande partie de la perte sera donc reportée à plus tard via l'endettement public, il faut rapidement réfléchir à des moyens d'absorber une partie de la perte d'activité, sans trop affecter le pouvoir d'achat des ménages. Ceci étant, ces mesures n'arriveront certainement pas à compenser le choc de la crise. Ceci veut dire qu'au final, le choc pour les finances publiques aura été quelque peu amorti par quelques mesures, mais il en restera une dette très importante (probablement de plus de 15 points de PIB) à financer, c'est-à-dire à reporter sur les générations futures.

Finances publiques dégradées...

Pour bien comprendre l'ampleur du problème, un petit retour en arrière s'impose. La situation des finances publiques des pays de la zone euro s'étaient largement améliorée ces dernières années. Selon les prévisions de la Commission européenne établies avant la crise du Coronavirus, la plupart des pays de la zone euro auraient limité leur déficit à moins de 1,5% du PIB en 2020. Une part importante des pays, dont la Grèce, le Portugal, l'Allemagne ou encore les Pays-Bas auraient même enregistré un surplus budgétaire. A l'inverse, si aucun pays ne devait dépasser le cap de 3% de déficit, 4 pays demeuraient en zone dangereuse (entre 2 et 2,5% du PIB) : il s'agit de l'Italie, la Belgique, la France et l'Espagne. C'est un élément très important compte tenu qu'il s'agit de pays fortement touchés actuellement par la crise du coronavirus.

En bref, la situation des finances publiques des pays de la zone euro était globalement plus saine, mais aussi marquée par des différences importantes entre les pays. Ceci jouera un rôle crucial à moyen terme. En effet, puisqu'on se dirige vers un modèle où les pouvoirs publics prennent, pour l'instant, à leur charge une part importante de la « facture » de la crise, les finances publiques de la plupart des Etats s'en trouveront fortement dégradées par rapport aux prévisions évoquées ci-dessus. A l'échelle des pays européens, des déficits allant de 5 à 10 points du PIB seront enregistrés cette année, et les taux d'endettement des Etats progresseront probablement de 15 à 20 points de PIB. Malheureusement aurait-on envie de dire, le choc sera probablement plus important dans les pays aux finances publiques les moins saines. C'est en partie dû à la crise sanitaire elle-même, qui a touché plus durement ces pays, mais c'est probablement aussi lié à des choix politiques dans la gestion de la crise elle-même.



Cette situation est-elle tenable ? Dans l'urgence, les gouvernements (pas seulement européens d'ailleurs) ont émis de la dette sur les marchés. Celle-ci est indirectement achetée par les banques centrales (via leurs plans d'assouplissement quantitatif) de manière à maintenir un coût de financement très bas (la banque centrale agit un peu comme un acheteur de dernier ressort, ce qui supporte le prix des obligations et donc maintient le rendement à un niveau faible). Il n'y a donc pas, pour le moment, de problème à financer cette dette et donc la facture de la crise : les gouvernements payent la facture par de la dette et l'assouplissement quantitatif des banques centrales neutralise le coût de celle-ci.

Mais cela pose plusieurs questions à moyen terme. Tout d'abord, on sait qu'à la faveur de la reprise économique, la situation budgétaire va s'améliorer en 2021. Ceci étant, nous prévoyons un retour très progressif au niveau d'activité d'avant crise, alors que les besoins en services publics et de santé ne vont pas se réduire à court terme. On peut même penser qu'ils vont continuer à augmenter. Dès lors, même s'ils se réduiront de manière mécanique l'année prochaine, les déficits publics resteront importants.

De plus, le poids de la dette aura encore augmenté. Le taux d'endettement de l'Italie dépassera 150% du PIB, celle de la France et de la Belgique la barre des 110% du PIB. Certes, avec des taux d'intérêt très bas, l'ampleur de la dette est fondamentalement moins un problème, mais les créanciers des Etats accepteront-ils ce fait ou se désintéresseront-ils des Etats très endettés, menant à des stress sur les marchés ?

... et ce pour longtemps !

Au-delà de la gestion de l'urgence à court terme, la politique budgétaire des Etats sera nécessairement confrontée à un dilemme dans les prochaines années. D'un côté, il y aura la volonté de revaloriser les services publics, et les soins de santé en particulier. Toute forme d'austérité sera probablement non acceptable politiquement et au contraire, les demandes d'augmentation salariale, de matériel, de revalorisation de statuts seront nombreuses. A cela s'ajoutera probablement de la part de certains partis politiques, la volonté d'accroître la place de l'état dans l'économie, et le fait que l'interventionnisme de l'Etat aura de facto augmenté par les prises de participation que les gouvernements auront pris dans certains secteurs (on pense notamment au transport aérien...). D'un autre côté, la situation budgétaire sera telle que les moyens manqueront dans certains pays.

Une réflexion sera probablement entamée sur le plan fiscal pour augmenter les moyens des gouvernements. Ceci étant, la marge de manœuvre est étroite dans des pays tels que la France ou la Belgique, où l'ensemble des revenus de l'Etat représentent déjà plus de 50% du PIB. Il est toujours possible de taxer différemment, mais il sera difficile de taxer plus. Dès lors, une relance budgétaire ne pourra passer que par de nouveaux déficits...



Risque de tensions intra-européennes

Dans la zone euro, non seulement les déficits et les niveaux de dette nécessiteront toujours la souplesse de la Commission, mais probablement aussi la poursuite des interventions de la BCE pour, encore et encore, maintenir à des niveaux bas les rendements obligataires souverains, malgré des émissions de dette importantes et un risque non négligeable. Un consensus européen existera-t-il à ces deux niveaux (Commission européenne et BCE) pour maintenir longtemps encore les politiques souples engagées en 2020 ? Le récent arrêt de la Cour constitutionnelle allemande, critiquant fermement l'utilité du premier programme d'assouplissement quantitatif de la BCE aura-t-il un impact sur la stratégie déployée et sur le consensus qui l'entoure dans le Governing Council de la BCE ?

Même s'il n'y a pas vraiment d'autre solution, ces consensus ne seront pas évidents, d'autant plus que les différences entre les pays de la zone euro subsisteront, et les pays aux finances publiques les plus fragiles avant la crise seront une nouvelle fois les plus en difficultés et les plus demandeurs de souplesse.

Dans un tel contexte, l'émission d'une obligation commune aux pays de la zone euro serait probablement une bonne chose. Sur le plan économique, cela diminuerait la pression, dans les marchés financiers, sur les obligations nationales et annulerait, de facto, en grande partie les primes de risques nationales, du moins pour la partie de la dette contractée via les obligations communes. Il est même probable que de nombreux investisseurs seront friands de cette obligation et qu'elle ne nécessitera pas nécessairement la présence de la BCE comme acheteur de dernier ressort. Une telle émission se justifierait également de par l'origine du choc : c'est une pandémie qui a touché l'ensemble des pays et nécessité des dépenses inédites mais entièrement justifiées par l'urgence de la situation. Sur le plan politique, il s'agirait d'un signal fort des pays de la zone euro et de leur volonté de poursuivre l'aventure de l'euro ensemble. Cette solution serait probablement très bien accueillie par les marchés financiers, tout en soulageant quelque peu le marché des dettes souveraines nationales.

Cependant, il n'existe pas à ce jour de consensus européen à ce sujet. Même si la cohérence du projet de l'Union monétaire plaide pour cette solution dans les circonstances actuelles, on peut bien entendu comprendre les réticences de pays aux finances publiques saines. Dans le cas d'une obligation commune, ces pays paieront probablement une charge d'intérêt supérieure à celle qu'ils payent sur leur dette nationale et en cas de problème supplémentaire dans un pays en difficultés, ils savent qu'ils seront les garants finaux de la dette commune émise. Il faudra donc démontrer à ces pays qu'ils peuvent trouver un intérêt à se lancer dans cette aventure commune. Bien sur, il y a d'abord les retombées économiques positives liées à une amélioration de la situation économique dans

l'ensemble de la zone euro. On pourrait également imaginer une répartition hétérogène de la charge d'intérêt sur cette dette, en fonction des spreads sur les marchés des dettes nationales par exemple. De la sorte, les pays les plus fragiles paieraient (mais le prix resterait faible) la garantie protectrice des pays aux finances publiques saines.

La BCE comme épice centre des tensions

Ceci nous ramène logiquement à la question de la politique monétaire. En zone euro, celle-ci agit sur deux fronts : d'une part, dans le cadre de son mandat de stabilité des prix à moyen terme, la BCE mène une politique de taux bas, qui passe par les taux négatifs, des opérations de refinancement à long terme du secteur bancaire, et une politique d'assouplissement quantitatif visant à maintenir très bas les coûts de financement à long terme. D'autre part, en accord avec son mandat, elle lutte pour assurer la survie de l'euro, ce qui passe, on l'a vu, par la nécessité de maintenir un coût de financement des Etats le plus faible possible. Heureusement, les deux luttes appellent les mêmes mesures. Mais on l'a également vu, la dégradation à long terme des finances publiques, particulièrement dans certains Etats de la zone euro, risque de nécessiter des interventions permanentes de la BCE pour sans cesse stabiliser les coûts de financement à un niveau bas. Ceci pose deux questions :

- D'une part, y aura-t-il toujours un consensus pour pratiquer ces achats ? On sait que les dernières décisions sous la présidence de M. Draghi avaient suscité des tensions au sein du Governing Council. Certes, l'urgence de la crise a effacé temporairement ces tensions. Mais ne re-surgiront-elles pas lorsque la situation se normalisera quelque peu,
- D'autre part, n'y aura-t-il jamais de conflit entre l'objectif de stabilité des prix à moyen terme et l'objectif de maintenir la viabilité de la zone euro ? Si oui, cela pourrait encore exacerber les tensions dans le Governing Council.

L'achat massif d'actifs sur les marchés financiers (Quantitative easing) est une technique visant à supporter l'inflation en abaissant les taux longs. Mais on le sait, cette technique profite d'abord aux Etats en diminuant leur coût de financement. Dans un contexte de croissance faible de la demande et en l'absence d'un choc sur l'offre, l'augmentation forte de la masse de monnaie disponible, conséquence directe des mesures de quantitative easing, permet surtout d'éviter une profonde déflation plutôt que ne stimule l'inflation. C'est un enseignement important des 10 dernières années, et même des 20 dernières années au Japon. Concrètement, ce n'est pas parce que la quantité de monnaie émise par la banque centrale augmente fort que la quantité de monnaie en circulation augmente dans la même mesure (techniquement, on dira que le multiplicateur monétaire s'effondre). Néanmoins, si la demande devait se rétablir, la monnaie émise aurait



potentiellement la capacité de circuler, ce qui, compte tenu des montants disponibles, serait certainement inflationniste.

Certes, les banques centrales ont la capacité de maîtriser un retour de l'inflation, même après un assouplissement quantitatif massif. Tout d'abord, elles peuvent rapatrier la monnaie émise, en ne réinvestissant pas les obligations achetées précédemment et venant à échéance. C'est d'ailleurs ce que la Fed avait commencé à faire avant de se raviser en 2019 compte tenu du ralentissement économique. Une banque centrale dispose d'autres moyens de « geler » la monnaie émise dans ses opérations de quantitative easing, en augmentant par exemple le coefficient de réserve obligatoire des banques. Ceci étant, toutes ces techniques impliquent a priori une chose : la banque centrale arrête préalablement ses achats d'actifs. Qu'advierait-il alors du combat pour la viabilité de la zone euro alors que celui-ci s'avère probablement toujours nécessaire. Normalement, un retour de l'inflation serait associé à une reprise économique forte, ce qui diminuerait la pression sur les finances publiques. Mais l'endettement massif n'aura pas pour autant disparu, et une augmentation de la charge d'intérêt en raison de taux d'intérêt plus élevés serait dramatique pour les finances publiques. Dès lors, la BCE serait face à un dilemme : soit elle accepte que de nouvelles tensions entre pays de la zone euro apparaissent en raison de ces taux plus élevés, soit elle modifie son mandat en faveur de l'acceptation d'une inflation plus élevée.

Un retour de l'inflation par un choc d'offre est encore plus complexe. Si par exemple, en raison de la nouvelle configuration des échanges mondiaux, moins intenses, moins concentrés sur les producteurs aux coûts les plus bas, des tensions inflationnistes devaient apparaître sur une série de produits de consommation, la BCE pourrait théoriquement poursuivre ses achats d'actifs (et ainsi maintenir le coût de financement des États à un niveau faible) en les justifiant par le fait que ces chocs d'offre réduisent le pouvoir d'achat, ralentissent encore l'activité économique et au final, mèneront à des tensions **DEFLATIONNISTES**. Ceci étant, il lui faudrait accepter, pendant un temps, une inflation plus élevée et cela passerait probablement aussi par une adaptation de son mandat.

En conclusion, la tâche des banques centrales dans les prochaines années ne s'annonce pas simple, car à un moment où l'autre, un conflit apparaîtra entre la nécessité de maintenir la stabilité et la confiance de la monnaie que nous utilisons, et la nécessité de continuer à absorber une partie des dettes publiques émises, précisément pour éviter que de nouvelles tensions économiques n'apparaissent entre les États-membres. Mais le plus grand défi pour la BCE sera d'apporter une réponse communément admise à ce conflit. Elle est donc coincée entre le marteau (les tensions entre les économies partageant la même devise) et l'enclume (les tensions sur son mandat).

Epilogue : Et s'il fallait en venir à des mesures extrêmes : un emprunt perpétuel ou une réforme monétaire ?

Dans sa version ultime, l'assouplissement quantitatif pourrait passer par l'achat exclusif par la BCE d'un emprunt perpétuel émis par l'ensemble des Etats membres de l'UEM à un taux proche de 0%. Dès lors, la neutralisation de la dette émise, par exemple dans le cadre de la lutte contre le coronavirus, serait verrouillée *ad vitam eternam*, puisque les Etats n'auraient pas à rembourser cette dette. Ceci ne manquerait pas de soulager les finances publiques des Etats et de stabiliser la situation sur les marchés financiers, puisqu'en fait, une partie des dettes publiques ne reviendraient jamais dans les marchés. En effet, à quoi bon considérer que le taux d'endettement de la Belgique est de 115% du PIB si l'équivalent de 15% du PIB sont convertis en perpétuel logé à la BCE ? On pourrait raisonnablement considérer que le taux d'endettement effectif du pays serait de 100% du PIB...

Serait-ce une solution miracle ? En fait, pas vraiment, car il n'y a jamais de repas gratuit en économie. Un tel subterfuge pourrait d'abord dégrader la confiance que certains agents économiques ont envers l'euro, ou toute autre devise utilisant pareille technique. En effet, si on l'utilise pour financer les dégâts du coronavirus, pourquoi ne pas l'utiliser à d'autres fins : les changements climatiques, la lutte contre les inégalités, etc... Il y aurait donc le risque que cette technique soit davantage utilisée et que les agents économiques se rendent compte que la monnaie qu'ils utilisent ne vaut pas grand-chose, puisque le collatéral qui y correspond est une dette qui ne sera jamais remboursée.

Il faut par ailleurs se rendre compte que cette technique comporte un risque inflationniste plus important, si la monnaie émise par la banque centrale se mettait à circuler. N'ayant pas la capacité de revendre le perpétuel précédemment acheté, la banque centrale devrait prendre d'autres mesures (comme expliqué ci-dessus, pour « geler » la monnaie émise), mais elle devrait plus probablement se résoudre à accepter un taux d'inflation plus élevé. Puisque l'inflation est une sorte de taxe sur les revenus non indexés, ceux qui en bénéficient (notamment les rentiers) paieraient en quelque sorte la facture de la crise. Mais attention, on sait que les effets négatifs de l'inflation dépassent de loin la dépréciation du patrimoine financier. Il ne s'agit donc pas d'une recette miracle.

Pour payer la facture de la crise sans la reporter sur les générations futures, il existe une autre mesure radicale : la taxation exceptionnelle du patrimoine. Elle peut en fait prendre 3 formes différentes :

A. La restructuration de la dette : les Etats éliminent une partie de leur dette en la restructurant. Ce sont alors les détenteurs de cette dette qui payent la facture de la crise. Pour éviter une crise monétaire, la dette détenue par la banque centrale serait exemptée de la restructuration.



B. Une taxation sur les patrimoines financiers : les Etats honorent leurs engagements en matière de dettes et en remboursent une partie anticipativement en taxant de manière exceptionnelle une partie des patrimoines financiers.

C. La réforme monétaire. Concrètement, la banque centrale, détentrice d'une part non négligeable des dettes publiques, annulerait celle-ci, en éliminant une partie de la monnaie en circulation. Cela signifie que tous les avoirs financiers liquides détenus par les ménages et entreprises seraient convertis dans une nouvelle monnaie selon un taux de conversion progressif : celui qui a 100 anciens euros en reçoit 100 nouveaux, par contre, celui qui en a 1000 en reçoit 900 et ainsi de suite. Ce type de réformes peut prendre différentes formes mais au final, cela revient à une taxation exceptionnelle sur les liquidités et par conséquent, sur l'ensemble du patrimoine (puisque la valeur des entreprises sera également réduite). Cela peut paraître impossible, mais il faut se rappeler que dans l'histoire, de telles réformes monétaires ont été imaginées. On pense notamment à l'opération Gutt de 1944 en Belgique, ou au plan de Chicago (jamais mis en application) aux Etats-Unis dans les années trente.

Il faut souligner que de telles opérations comportent aussi des risques et en particulier, ne pourraient se faire que si un contrôle strict des mouvements de capitaux est appliqué (sinon tout le monde cherchera à sortir ses capitaux de la zone monétaire touchée par la taxation, la restructuration ou la réforme). Une telle opération doit donc être annoncée par surprise, et représenterait une rupture nette de la confiance entre les autorités et les détenteurs de capitaux.