

CORONAVIRUS : REGARDS SUR UNE CRISE

La série de contributions "Coronavirus : regards sur une crise" de Terra Nova s'efforce de mettre en partage des réflexions, témoignages et questionnements suscités par la pandémie de Covid-19 et ses multiples conséquences. Nous avons souhaité à cette occasion ouvrir nos pages à de nombreux partenaires extérieurs d'horizons variés, témoins, acteurs, experts et constituer ainsi un laboratoire intellectuel à ciel ouvert. Les idées qui y sont exposées ne reflètent pas toutes les positions collectives de Terra Nova.

DES ANNULATIONS DE DETTE PUBLIQUE PAR LA BCE : LANÇONS LE DÉBAT

18 avril 2020 | Par Baptiste Bridonneau, Doctorant à l'Université Paris Nanterre, UMR EconomiX et Laurence Scialom, Professeure à l'Université Paris Nanterre, UMR EconomiX

Dans une précédente note, nous avons avancé quelques propositions pour que la gestion de la crise sanitaire n'enterre pas l'impératif de reconversion écologique de nos économies, que l'urgence de court-terme n'anéantisse pas la volonté de préserver une planète vivable pour l'espèce humaine à plus long terme. L'une des mesures envisagées, l'annulation de dettes publiques par la BCE, conditionnée à des investissements dans la transition écologique, peut paraître iconoclaste tant les questions relatives à la monnaie semblent parfois relever de la croyance religieuse, et tant le dogme de la non-monétisation des déficits publics par la banque centrale est ancré.

Cette note propose de montrer que non seulement cette proposition est efficace économiquement, mais qu'elle est réalisable juridiquement et pallie les carences institutionnelles de la zone euro, c'est-à-dire à l'absence de budget fédéral. Par ailleurs, la conditionnalité liée à la conversion écologique des économies pourrait même redonner un souffle au projet européen, actuellement miné par les blocages au niveau intergouvernemental, quant au niveau de solidarité requis face aux conséquences financières de la crise sanitaire.

Pour les citoyens européens, le projet écologique transcende les frontières et permet de reprendre la main sur un futur commun. La conditionnalité proposée appuie le projet de lutte contre le réchauffement climatique, annoncé comme une priorité de la nouvelle Commission.

QUELQUES ÉLÉMENTS DE CONTEXTE

L'impact de la crise sanitaire du COVID-19 sur les finances publiques de nombreux pays européens sera colossal. En effet, ces États font face à une croissance considérable de leurs dépenses, pour maintenir l'appareil productif et les entreprises en état de reprendre l'activité quand le déconfinement le permettra, et pour compenser partiellement les pertes de revenus des travailleurs contraints au chômage technique. Simultanément, les recettes publiques s'affaissent avec les revenus et la consommation, et du fait d'annulation ou de report de charges. L'ensemble de ces phénomènes risque de perdurer après le confinement, car l'activité ne repartira pas au même rythme dans tous les secteurs, et certaines entreprises seront contraintes de déposer le bilan.

Les États peuvent survivre avec des niveaux de dette/PIB très élevés, à l'instar du Japon, tant qu'ils préservent leurs capacités de production et leur capacité à lever l'impôt, pour honorer les charges de leur dette. Cependant, ils restent dépendants de la volonté des créanciers privés de renouveler ou d'accroître leur endettement. Si les marchés financiers doutent de la capacité des États à « rouler » leur dette dans le futur, ils peuvent accroître les primes de risque ou cesser de les financer immédiatement. L'augmentation des taux d'emprunt ou les arrêts brutaux de capitaux conduisent, par prophétie autoréalisatrice, les États vers le défaut et la restructuration de dette. Face à ce risque, la BCE a eu raison de rappeler qu'elle avait une force de frappe illimitée, et qu'un envol des taux d'emprunt et/ou un arrêt brutal des financements seraient d'autant plus déraisonnables qu'elle se dit prête à racheter en dernier ressort autant de titres publics que nécessaire.

Cependant, si la spéculation sur les titres de dette souveraine et les arrêts de financement sont contenus, de hauts niveaux de dette/PIB demeurent un problème majeur en ce qu'ils obèrent durablement les marges de manœuvre budgétaire futures.

Ce constat est préoccupant à deux égards : depuis de nombreuses années déjà, la politique monétaire, même dans ses formes non-conventionnelles, ne parvient pas à stimuler la dépense privée, et nécessite un soutien par la dépense publique.

Attendu que le soutien des États européens à la demande globale était déjà excessivement faible avant la crise du COVID-19, alors que de nombreuses études montrent que les multiplicateurs budgétaires sont élevés[1], on peut craindre qu'il ne le soit davantage au sortir de la crise, puisque les ratios dette/PIB auront fortement augmenté. En outre, l'investissement public est d'autant plus nécessaire que certains financements, dans la transition écologique ou dans les services publics, comme l'actualité dans les hôpitaux le prouve, se font plus que jamais ressentir.

C'est donc en réponse à ce contexte macroéconomique et écologique que nous proposons que la BCE annule des titres de dette publique détenue à son actif, pour éviter que l'accroissement du ratio dette/PIB n'obère le soutien de l'État à l'économie face à la crise, ainsi que le financement d'investissements d'avenir absolument nécessaires. Mieux encore, nous proposons que la BCE *conditionne* ces annulations de dette publique à la réalisation, par endettement, de ces investissements cruciaux pour l'avenir.

Des annulations de dette publique de la part de la BCE semblaient, il y a peu de temps, impossibles ; elles deviennent envisageables aujourd'hui. Trouver des solutions de sortie de crise nécessite de trouver des idées suffisamment innovantes pour infléchir de manière radicale les pratiques existantes. Si nous proposons que la BCE se mue ainsi en entrepreneur politique, il ne s'agit pas non plus de mettre en œuvre des bricolages, imposés par les circonstances, mais de profiter de cette crise pour repenser plus profondément le rôle de l'État dans l'économie, et de proposer des solutions porteuses d'une vision pour l'avenir.

Nous nous proposons donc de montrer pourquoi des annulations de dette publique de la part de la BCE nous semblent une solution économique bénéfique et porteuse d'une vision, ainsi qu'une solution politique envisageable.

UNE SOLUTION ÉCONOMIQUE BÉNÉFIQUE

Depuis 2015, la BCE[2] mène une politique d'achat massif de dette publique sur le marché secondaire au titre de sa politique monétaire non-conventionnelle.

[1] Blanchard, O. J., et Leigh, D., (2013) 'Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers'. National Bureau of Economic Research. Fatás, A. et Summers, L. H., (2018) 'The permanent effects of fiscal consolidations', *Journal of International Economics*, 112 : 238-250.

[2] Les banques centrales nationales en réalité, mais cela ne modifie pas la démonstration

Dans le cadre du *Public Sector Purchase Programme*, elle pouvait acheter jusqu'à 33% du volume de dette d'un État. Avec l'éclatement de la crise du COVID-19 et la mise en place du *Pandemic Emergency Purchase Programme*, la BCE a annoncé qu'elle pourrait dépasser cette limite, si la situation l'exigeait. Les rachats de titres de dette souveraine par la BCE ont un impact à la baisse sur les taux de financement des États, ce qui soulage les finances publiques. Par ailleurs, les intérêts que les États payent sur leurs emprunts détenus à la BCE leur sont rétrocédés, ce qui diminue encore davantage leurs charges. Cependant, les États continuent de rembourser le principal de leur dette à la BCE, quand celle-ci arrive à maturité.

Si la BCE annulait une partie des titres publics détenus à son actif, elle ferait don aux États de leur remboursement. Les liquidités injectées à l'achat de ces titres sur les marchés secondaires ne seraient jamais détruites, puisque jamais remboursées à la BCE. Cette monnaie injectée dans l'économie le serait donc *ad vitam aeternam*, la BCE ayant fait grâce aux États de son remboursement.

Pour bien comprendre le mécanisme proposé, il faut donc distinguer :

- ce qui relève d'un crédit, même indirect, de la banque centrale à l'État, réalisé en trois temps : 1) l'État s'endette auprès de créanciers privés, 2) la Banque centrale rachète ce titre sur le marché secondaire, en pourvoyant des liquidités dans le système bancaire et financier, 3) l'État rembourse ses dettes à la banque centrale ; la monnaie banque centrale est détruite après avoir été créée (situation 1) ;
- de ce qui relève d'un don de la banque centrale à l'État, toujours en trois temps: 1) l'État s'endette auprès de créanciers privés, 2) la Banque centrale rachète ce titre sur le marché secondaire, en injectant des liquidités dans le système bancaire et financier, 3) la Banque centrale fait grâce des remboursements à l'État ; la monnaie banque centrale créée n'est jamais détruite (situation 2).

Depuis 2015^[3], la BCE octroie nombre de crédits aux États, de manière indirecte (situation 1). La présente note propose que la BCE leur fasse des dons conditionnels (situation 2).

D'aucuns pourrait arguer que notre proposition risque d'être inflationniste. Cet argument est d'autant plus étrange que la BCE essaie justement de faire remonter l'inflation de la zone euro pour atteindre sa cible de 2% depuis 2013, sans succès, et que la déflation qui rôde depuis des années est bien plus dangereuse que l'inflation, et qu'elle risque de s'affirmer au lendemain de la crise sanitaire actuelle.

[3] Depuis 2010 et le Securities market programme en réalité, mais dans des proportions nettement inférieures

Alors qu'on sait lutter contre l'inflation, on est désarmé face à la déflation car les taux d'intérêt nominaux ne peuvent descendre beaucoup plus bas que zéro. Les taux d'intérêt réels, qui prennent en compte l'évolution des prix, augmentent en période de déflation. Il est d'autant plus difficile de lutter contre la déflation que les bilans privés sont plombés par la dette et que les États ne peuvent mobiliser l'arme budgétaire. Or, la déflation accroît le poids des dettes en termes réels et rend le désendettement excessivement douloureux économiquement et socialement. L'inflation n'est pas un mal en soi, elle ne le devient que dès lors qu'elle est incontrôlée et génère des effets distorsifs importants, mal maîtrisés sur la répartition des revenus et des patrimoines. Nous en sommes loin ! L'inflation modérée, c'est-à-dire restant à des niveaux où les agents continuent de raisonner en termes nominaux, permet au contraire de résorber sans douleur la dette.

Notre proposition vise donc à utiliser à bon escient la création de « monnaie éternelle » pour agir à la hausse sur la demande publique et, par voie de conséquence, sur le niveau des prix, ce que la BCE essaie en vain de faire depuis plusieurs années.

Comment ce mécanisme se traduirait-il en inflation ? Nous pensons que le regain d'inflation ne serait pas lié à la quantité de monnaie dans l'économie mais à une pression à la hausse de la demande publique sur les prix. Trois points fondamentaux sont à noter :

- Si la BCE annulait des titres de dette publique, elle n'injecterait pas davantage de liquidités dans l'économie, elle ne ferait pas « tourner la planche à billet », puisque ces liquidités ont déjà été créées au moment où la BCE a acquis les titres de dette publique sur les marchés secondaires. Or cette création de monnaie banque centrale ne s'est pas traduite en inflation au sens strict du terme (inflation sur les biens et services) mais en inflation des prix d'actifs financiers et immobilier (bulle). Renoncer au remboursement des États revient seulement à rendre ces quantités de monnaie « perpétuelles ». S'il devait y avoir de l'inflation, celle-ci ne serait donc pas liée à l'augmentation de la quantité de monnaie banque centrale dans l'économie.
- Si la BCE conditionnait ces annulations de dette publique à un soutien à l'économie en période de crise, l'augmentation des subventions à la demande privée, à capacité d'offre constante, engendrerait de l'inflation. Le ratio dette/PIB demeurerait stable, car toute émission de dette en vertu de ce soutien à l'économie serait associée à une réduction du volume de dette par la BCE d'un montant équivalent.

- L'idée serait de pérenniser ce mécanisme au-delà de la crise particulière que nous vivons. A plus long terme, attendu que l'inflation resterait dans des proportions raisonnables, la BCE pourrait conditionner des annulations de dette publique à des investissements publics de long terme. Autrement dit, la BCE diminuerait le service de la dette des États d'un montant équivalent aux investissements réalisés par de nouveaux emprunts, ce qui, en fin de compte, rendrait ces investissements gratuits[4]. Ce mécanisme incitatif pourrait se révéler d'une efficacité considérable pour accélérer les investissements dans la transition écologique, mais également dans les services publics sous-financés. La création de « monnaie éternelle » par la BCE engendrerait moins d'inflation si celle-ci était orientée vers des investissements publics, puisque l'investissement a la caractéristique d'augmenter les capacités d'offre en même temps qu'il augmente la demande, évitant les rationnements de cette dernière. A ce titre, la rénovation thermique des bâtiments, à commencer par ceux du parc public, le développement de réseaux de charge électrique pour véhicule propre, les investissements dans les infrastructures ferroviaires notamment dans les zones péri-urbaines seraient probablement parmi les candidats les plus prometteurs à ces investissements « vert ». Un vaste plan de formation aux métiers de la transition écologique que ce soit en formation initiale pour les jeunes et ou en reconversion professionnelle pour les salariés des secteurs très carbonés dont les emplois vont disparaître devrait également être envisagé. Si ces investissements publics, absolument nécessaires, venaient à augmenter sensiblement le niveau des prix, la BCE pourrait toujours reconsidérer sa cible d'inflation, dont l'établissement à un niveau « inférieur, mais proche de 2% » ne demeure qu'une convention. L'important est que les acteurs économiques continuent à raisonner en termes nominaux. Notons que dès 2010, Olivier Blanchard, alors chef économiste du FMI, avait proposé que la BCE élève sa cible d'inflation à 4% pour mieux contrer à l'avenir les chutes brutales d'activité[5]. La résurgence de niveaux incontrôlables d'inflation reste peu probable compte tenu des pressions déflationnistes de la situation de stagnation séculaire. Il ne faudrait pas obérer les investissements d'avenir, notamment dans la transition écologique, au prétexte que l'inflation dépasserait un tant soit peu les 2%.

[4] 1) Tant que l'inflation est contrôlée ; dans le cas contraire, l'État finance ses investissements publics par une taxe inflationniste. 2) Il est probable que les États payent des intérêts positifs sur ces nouveaux emprunts, alors que la dette annulée par la BCE n'en comportait pas (car la BCE leur rétrocède les intérêts). Ça n'est pas un problème indépassable : la BCE pourrait supprimer des quantités de dette légèrement supérieure aux nouveaux emprunts émis par les États.

[5] Blanchard, O. ; Dell'Ariccia, G. et Mauro, P. (2010) 'Rethinking Macroeconomic Policy' IMF Staff Position Note, International Monetary Fund, Washington, D.C., Février

La BCE resterait néanmoins garante de la stabilité des prix, comme le lui impose son mandat, et serait à même de mettre fin à un tel mécanisme d'annulation de dettes publiques, si celui-ci devait se révéler trop inflationniste. Comme le rappelle Adair Turner[6], le financement des États par une création de monnaie perpétuelle de la part d'une banque centrale est un remède très efficace lorsqu'il est utilisé à bon escient, et la banque centrale a pour charge de s'assurer qu'il ne devienne jamais un poison.

Si notre proposition, portée par d'autres également[7], semble aujourd'hui transgressive, c'est que les dogmes économiques qui sous-tendent le néolibéralisme sont très ancrés dans l'inconscient collectif et dans la carte mentale des *policy makers*, formés à une époque où la nouvelle économie classique, hégémonique dans les programmes de formation, ne laissait pas la place à des approches alternatives. Mais il n'en a pas toujours été ainsi. Dans notre précédente note Terra Nova, nous rappelions, à l'instar des travaux de C. Goodhart[8], que la doctrine des banques centrales avait connu dans l'histoire des phases très différentes. En d'autres termes, nous pensons que nous sommes dans une période de basculement de la doctrine d'action des banques centrales, sous la pression du contexte macroéconomique et de l'impératif écologique. Tout comme la doctrine du *central banking* s'est radicalement transformée après la crise des années 1930 et la Seconde Guerre mondiale. Non seulement l'histoire économique illustre l'extrême plasticité de cette doctrine d'action, mais l'histoire des idées relativise également le caractère iconoclaste de notre proposition.

En effet, l'idée de financer les dépenses *publiques* par la monnaie, en plus de l'impôt et la dette, n'est pas une idée nouvelle. Friedman proposait déjà cette solution dans un article de 1948[9] (avant de proposer, en 1969, de financer la dépense *privée* par la monnaie hélicoptère[10]; dans les deux cas il s'agit d'une « monnaie éternelle », qui n'est jamais remboursée à la banque centrale). C'est un raisonnement que l'on retrouve dans les préceptes de la *Modern Monetary Theory*, approche économique qui a influencé la campagne de Bernie Sanders aux États-Unis. Ce dernier, qui a récemment jeté l'éponge, souhaitait financer un Green New Deal ou une protection sociale pour tous par le biais d'un financement sans contrepartie du Trésor par la Fed.

[6] Adair Turner, « Debt, Money, and Mephistopheles : How do we get out of this mess? », 2013

[7] Alain Grandjean et Nicolas Dufrêne, 2020, *Une monnaie écologique*, Odile Jacob

[8] Goodhart (2010) 'The changing role of central banks', BIS working Paper 326, November

[9] Friedman, M. 1948. 'A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability' *American Economic Review* 38 (June): 245–64.

[10] Friedman, M. 1969. *The Optimum Quantity of Money and other Essays*. Chicago: Aldine.

En 2003, Bernanke, qui deviendra quelques années plus tard président de la banque centrale américaine, avait suggéré cette solution de relance pour sortir le Japon de la récession[11]. Depuis l'éclatement de la crise de 2007, certains économistes d'envergure, comme Ricardo Caballero du MIT, ont proposé ce même remède en cas de trappe à liquidité dans les pays occidentaux[12]. Bien que cette idée puisse être rejetée par certains, comme l'illustrent les critiques récentes portées à l'égard de la *Modern Monetary Theory*[13], l'idée d'un financement des dépenses publiques par une « monnaie éternelle » transcende les courants de pensée en économie.

DÉMINAGE DE CERTAINS ARGUMENTS QUE NOS CONTRADICTEURS PEUVENT NOUS OPPOSER

L'argument selon lequel la BCE deviendrait insolvable, puisque réalisant des pertes, n'est pas recevable. Le passif de la BCE est composé quasi intégralement de monnaie banque centrale, qui relève de son pouvoir de seigneurage, c'est-à-dire sa capacité à acheter des actifs (dont des titres publics) en créant des moyens de paiement à volonté. Elle n'a donc pas de dettes à son passif[14], puisqu'il est composé de liquidités qu'elle a créé elle-même *ex nihilo*. Si la BCE faisait des pertes à son actif, elle n'aurait pas de problème d'insolvabilité, puisqu'elle n'est pas endettée. Les banques centrales ne peuvent donc pas devenir insolvables au même titre que les banques privées, et peuvent survivre sans peine avec des actifs inférieurs aux passifs, c'est-à-dire avec un capital négatif. La seule limite des annulations de dette publique par les banques centrales est l'inflation, qui n'est pas aujourd'hui un problème mais qui doit au contraire être recherchée.

Certains pourraient arguer que renouveler de manière perpétuelle la quantité de titres souverains à l'actif de la BCE (un programme d'assouplissement quantitatif permanent) est équivalent à des annulations de dette publique. Concrètement, cela signifie que la BCE diffère éternellement la date de remboursement par l'État débiteur des montants empruntés, en lui achetant de nouvelles créances lorsque les anciennes arrivent à maturité, et ce *ad vitam aeternam*.

[11] Bernanke, B. (2003) 'Some Thoughts on Monetary Policy in Japan', speech, Tokyo, May.

[12] <https://voxeu.org/article/helicopter-drop-us-treasury>.

[13] Krugman, P ; Summers, L. « The Left's Embrace Of Modern Monetary Theory Is a Recipe For Disaster », *The Washington Post*, 4 mars 2019

[14] Le passif de la banque centrale est composé, avec la monnaie fiduciaire (pièces et billets), des dépôts des banques de second rang. Pour éviter que la banque centrale ne devienne insolvable, il ne faut pas qu'elle ait de dettes à son passif ; autrement dit, il ne faut pas qu'elle rémunère ces dépôts des banques de second rang.

Puisque la BCE rétrocède les intérêts aux États, ce mécanisme reporte donc à jamais le remboursement du montant initial emprunté, sans que ces créances n'imposent de charges aux États. Cet argument joue en faveur des partisans du *statu quo*, qui prétendent que la BCE se dirige vers un tel renouvellement perpétuel de ses achats de dette publique. Ce renouvellement perpétuel aurait selon eux les mêmes effets que des annulations de dettes souveraines, rendant donc ces dernières inutiles. Cependant, et malgré les apparences, un programme de rachat de titres publics permanent n'est pas équivalent à une annulation de dette publique. Le point clé est celui de la crédibilité de l'engagement de la BCE à ajourner continuellement le remboursement. En réalité, les acteurs économiques et les marchés financiers savent qu'à tout moment, la BCE peut, à sa discrétion, rompre son engagement. Ainsi, une augmentation de l'inflation au-delà de sa cible pourrait conduire à ce qu'elle revende des titres (contre des liquidités, pour réduire la quantité de monnaie en circulation). Aucun contrat ne garantit à l'État que la BCE tiendra ses promesses. Pour être crédible, sa seule possibilité consiste à se lier les mains, par un mécanisme qui empêche une volte-face. Ce mécanisme ne peut passer que par une annulation des dettes.

Cette distinction est cruciale. Puisque l'objectif aujourd'hui est d'augmenter la dépense publique (face à la faiblesse de la demande privée, et pour financer des investissements d'avenir jugés cruciaux), l'État doit accepter de laisser courir ses déficits. Or, une fois la crise aigüe passée, l'État peut chercher à se désendetter (*deleveraging*) s'il considère qu'il est surendetté (le ratio dette/PIB lui donnera une approximation intuitive et rapide). C'est ce mécanisme qui rend la reprise difficile après une crise, puisque les ménages, les entreprises, les banques se désendettent en même temps. Cette déflation de bilan est très récessive car tous les composants de la demande privée sont en berne simultanément et durablement. L'État se doit donc d'aller contre le cycle, et de relancer la demande. D'où l'intérêt qu'il ne tombe pas lui-même dans la spirale du désendettement et de l'austérité. C'est pour cela qu'il est important d'annuler de manière explicite sa dette, par la signature d'un contrat qui mette fin au contrat initial, et pas seulement sous la forme d'une promesse de la BCE, qui n'engagerait que les États qui y croiraient.

Mais il y a un moyen encore plus efficace pour pousser l'État à investir là où cela devient une absolue nécessité. Au lieu d'effacer la dette des États et d'attendre que ceux-ci investissent, en émettant de nouveaux titres de dette, la BCE doit *conditionner* ces annulations de dette à des investissements par endettement de l'État. Autrement dit, les États seraient incités à investir car tout investissement ciblé sur la transition écologique deviendrait gratuit : il engendrerait une suppression de dette de la part de la BCE d'un montant équivalent aux nouveaux montants émis pour financer l'investissement public.

Il ne suffit donc pas que le message envoyé soit du type « États, investissez dans les services publics et la transition, la banque centrale *promet* de racheter vos titres et repoussera de manière permanente leur remboursement », car le spectre d'un remboursement demeurera de crainte que la BCE ne tienne pas ses promesses ; il serait beaucoup plus efficace qu'il soit du type « États, investissez dans les services publics et la transition, la banque centrale *annule immédiatement* le montant des dépenses engendrées par surcroît d'endettement ».

Certains pourraient encore considérer que l'augmentation des dépenses publiques par endettement, condition à respecter pour recevoir des remises de dette publique par la BCE, se révéleraient inefficaces du fait d'un effet d'éviction et d'une équivalence ricardienne, deux critiques traditionnelles avancées à l'encontre des relances budgétaires par endettement. Le financement des Trésors *via* l'octroi de monnaie sans contrepartie de la part de la Banque centrale annihile pourtant ces deux effets :

- L'effet d'éviction advient lorsque l'État, en finançant ses dépenses publiques, concurrence les investisseurs privés dans leur recherche de capitaux, et augmente le taux d'intérêt. Une augmentation des dépenses publiques est donc compensée par une baisse des dépenses privées, suite à la hausse du taux d'intérêt. Cet effet n'advient pas lorsque l'État se finance auprès de la Banque centrale, avec des liquidités nouvellement créées, puisqu'il ne vient pas concurrencer les investisseurs privés pour l'acquisition des capitaux préexistants.
- L'équivalence ricardienne apparaît lorsque les agents économiques anticipent une augmentation des impôts suite à une relance des dépenses publiques par endettement. Dans ce cas, ils épargnent davantage en vue des taxes futures, pour rembourser la dette, et l'augmentation de la consommation publique est compensée par une diminution de la consommation et/ou de l'investissement privés. Dans le cas où un État finance des dépenses qui n'auront jamais à être remboursées, comme dans le cas d'annulations de dettes publiques, ce mécanisme n'a plus lieu d'être.

Une solution alternative à l'annulation de dette publique serait que la BCE « fasse un chèque » aux États, sans jamais en demander le remboursement. Du point de vue de l'incitation à investir dans la transition et les services publics, les deux solutions sont équivalentes. Cependant, à court terme, la solution du « chèque » oblige la BCE à accroître à nouveau la quantité de monnaie banque centrale dans l'économie, alors que la solution des annulations de dette publique consiste à effacer le remboursement de liquidités déjà existantes. Pourquoi est-ce important?

- La BCE a déjà créé des quantités de monnaie banque centrale astronomiques depuis qu'elle mène des politiques massives de rachat de titres. Cette monnaie banque centrale alimente les banques en liquidités à robinet ouvert, dans l'attente que celles-ci financent en contrepartie les entreprises et les ménages.
- Une part importante des crédits a servi à acquérir des actifs déjà existants et non à financer des investissements productifs nouveaux. Toutes les dettes ne se valent pas. Quand un crédit finance un actif existant (mobilier ou immobilier), il alimente la hausse du prix de ces actifs dans la mesure où l'offre sur le marché de l'immobilier et sur les marchés financiers est très rigide (la construction de logements neufs ou les émissions d'actions nouvelles sont tout à fait marginales relativement au stock d'actifs sur le marché). C'est donc la demande qui fait le prix. En conséquence, ces liquidités injectées servent à acheter des titres financiers et nourrissent des bulles spéculatives : la valeur de ces titres croît puisque la BCE inonde, avec une dynamique croissante, le système bancaire et financier de ces liquidités. Il n'y a pas de mécanisme autorégulateur car la demande d'actifs croît avec le prix, et non l'inverse. Ce mécanisme crée des inégalités (au bénéfice des détenteurs de titres ou d'immobilier) et agite le risque d'éclatement d'une bulle, lorsque les anticipations se retournent.
- Plutôt que d'injecter de nouvelles liquidités banque centrale dans le circuit (effet collatéral de la solution du « chèque »), il vaudrait mieux que les liquidités déjà présentes, plutôt que de se nicher dans des actifs financiers et immobiliers, aillent financer les États. C'est ce que permet notre proposition.

UNE ALTERNATIVE AUX CARENCES STRUCTURELLES DE LA ZONE EURO

Précisons les mécanismes de conditionnalité et la philosophie du dispositif.

La BCE pourrait proportionner les remises de dette publique selon l'ampleur des récessions subies par les pays, ce qui permettrait enfin de doter la zone euro d'un mécanisme de lutte contre les chocs asymétriques, c'est-à-dire ceux affectant de manière différenciée les différents pays de la zone.

Quelle est l'intérêt de cette différenciation ?

La monnaie unique ôte la capacité des États à lutter contre ces chocs asymétriques, puisque le taux de change et les taux directeurs sont communs à toute la zone euro. Les États ne peuvent plus dévaluer leur monnaie pour relancer leur économie, ni pratiquer des taux d'intérêt plus bas que leurs voisins.

La perte de ces instruments de politique économique nationale est acceptable si la zone euro est une zone monétaire optimale, c'est-à-dire une zone géographique dans laquelle les différents pays ont intérêt à adopter une monnaie commune. C'est le cas s'il existe des mécanismes, autres que la monnaie, à même de sortir un pays de la récession :

1. Un État peut baisser ses prix et ses salaires pour gagner en compétitivité, on parle alors de « dévaluation interne ».
2. Il peut encourager ses travailleurs à migrer vers les États où le chômage est faible.
3. Il est en mesure de mener une politique budgétaire expansionniste pour relancer la demande globale.
4. Il résistera d'autant mieux au choc que sa population détient des actifs dans d'autres pays lui garantissant une continuité de flux de revenus même quand les revenus nationaux baissent.
5. Les crédits à l'économie, qu'ils viennent de banques nationales ou étrangères, peuvent augmenter en période de récession, pour soutenir la demande.
6. Il peut bénéficier de transferts en provenance d'autres États, dans le cas d'un fédéralisme budgétaire.
7. Il peut bénéficier de transferts en provenance d'autres États, dans le cas de prêts à travers le Mécanisme européen de Stabilité.

Malheureusement, en zone euro, aucun de ces mécanismes ne fonctionne véritablement. Quand un pays entre en récession, aucun de ces mécanismes ne vient véritablement le sortir de l'ornière :

1. Le niveau des prix et salaires est relativement rigide.
2. Les travailleurs sont peu mobiles, en raison de barrières culturelles ou linguistiques.
3. Les relances budgétaires sont limitées, soit par les règles de dette et déficits, soit par la peur d'une forte augmentation des taux auxquels les États se financent, consécutive à l'augmentation du niveau d'endettement.
4. Le marché des capitaux n'est pas assez profond et la diversification des portefeuilles d'actifs trop faible pour assurer la continuité d'un minimum de flux extérieurs de revenus.
5. Les crédits à l'économie sont procycliques, c'est-à-dire qu'ils diminuent au lieu d'augmenter quand un pays connaît un choc négatif, ce qui amplifie la récession.

6. Enfin, les transferts budgétaires entre États sont minimes, alors qu'ils absorbent 10% des chocs entre États aux États-Unis^[15]. Le budget européen est excessivement faible rapporté au poids économique de l'Union. Le cadre financier pluriannuel adopté tous les sept ans dans l'UE doit être accepté à l'unanimité par le Conseil de l'Union européenne, après proposition de la Commission et avant approbation par le Parlement européen. Chaque pays a donc un pouvoir de veto. En termes de rapport de force politique, cela rend l'idée d'augmenter le budget européen difficilement applicable. C'est d'autant plus vrai que la mutualisation des responsabilités fiscales n'a pas le vent en poupe, car la crise des dettes souveraines a été perçue par les États dits « frugaux » au moins autant comme une crise du laxisme budgétaire que comme le résultat d'une crise bancaire obligeant les États à socialiser les pertes^[16]. L'incurie des ministres des finances à se mettre d'accord sur des Corona-bonds, en mutualisant des ressources fiscales pour venir en aide aux pays les plus touchés par la crise sanitaire, en donne un exemple frappant. Nous payons l'incomplétude de la zone euro et une structure institutionnelle bancal, dans laquelle nous avons accepté de nous lier par une monnaie commune sans qu'un fédéralisme budgétaire ne permette d'absorber les chocs asymétriques, indépendamment de négociations intergouvernementales, qui mettent en lumière le manque de solidarité entre les États membres.

7. Les programmes d'assistance dans le cadre du Mécanisme Européen de Stabilité peuvent permettre de maintenir un certain niveau de dépenses publiques quand le revenu d'un pays diminue. Cependant, c'est un mécanisme qui requiert l'unanimité politique, et qui est soumis à des conditions qui pèsent sur la capacité des États à mener souverainement leur politique. L'accord a minima obtenu le 9 avril sur la mobilisation du MES jusqu'à 2% de leur PIB pour les pays les plus touchés par la pandémie n'est évidemment pas à la hauteur du cataclysme sanitaire et économique qui les frappe. En janvier 2015, la Commission européenne a lancé un fonds pour les investissements stratégiques, baptisé « plan Juncker ». Il s'agit là d'un substitut à de véritables transferts budgétaires entre États. La Banque européenne d'investissement emprunte sur les marchés financiers pour financer des projets risqués au sein de l'UE. Le budget de l'Union est utilisé à titre de garantie des premières pertes sur ces investissements privés. Son impact semble positif mais reste insuffisant, compte tenu des faibles montants investis. Ainsi, l'accord du 9 avril, prévoit que grâce à des garanties de 25 milliards d'euros apportées par les pays membres, la BEI pourra accorder jusqu'à 200 milliards de nouveaux prêts aux entreprises. S'ils devaient n'engager aucune condition, ces prêts resteraient de l'ordre d'une dette, dont le spectre du remboursement demain risque de décourager les États à s'endetter pour des investissements pourtant nécessaires.

[15] Alcidi, C., D'Imperio, P. et Thirion, G., 'Risk-sharing and Consumption-smoothing Patterns in the US and the Euro Area: A comprehensive comparison', CEPS Working Document, No 2017/04, May 2017.

[16] Cette perception est largement erronée, à titre d'exemple, l'Irlande et l'Espagne avaient été de très bons élèves du PSC avant l'éclatement de la crise.

Des annulations de dette publique de la part de la BCE, si elles étaient dirigées vers les États connaissant une baisse de leurs revenus (ou de leur inflation, en faisant l'approximation que les deux sont corrélés), doterait la zone euro d'un véritable outil de lutte contre les chocs asymétriques, sorte de palliatif au manque de budget fédéral. La BCE a déjà prouvé par le passé qu'elle pouvait agir de manière différenciée entre États, en développant des politiques sélectives, comme le *Securities Market Programme* en 2010. Ainsi, à la publication de ses comptes annuels pour 2012, on remarquait que les titres publics italiens représentaient plus de la moitié des obligations souveraines inscrites à son bilan. Avec la mise en place du *Pandemic Emergency Purchase Programme*, elle a de nouveau assumé d'acheter davantage de titres publics de certains pays plutôt que d'autres, en fonction des exigences de la situation. Les arbitrages précédemment opérés dans le passé peuvent influencer ceux d'aujourd'hui, et conduire la BCE à annuler des titres publics pour certains pays en particulier. Il y a une dépendance au chemin dans les actions de la banque centrale.

En échange de ces remises de dette de la part de la BCE, on peut imaginer que les États soient tenus d'investir dans des secteurs prioritaires, déterminés par le Parlement européen^[17]. L'idée serait d'investir, grâce à ce « don européen », puisqu'issu d'une création monétaire de la BCE, dans des investissements qui puissent profiter à la zone euro dans son ensemble. Cette planification à l'échelle européenne permettrait de se choisir un destin commun. Outre le fait que cela permet de dynamiser la démocratie européenne, ce serait aussi l'occasion de mettre l'accent sur le financement de biens publics globaux, souvent négligé. Il s'agit de biens offrant des avantages quasi-mondiaux. Lorsqu'un pays investit dans un bien public global, il bénéficie non seulement aux populations à l'intérieur de ce pays, mais également aux populations de pays différents ; il profite aux générations présentes, mais également aux générations futures. Les biens publics globaux se définissent par la conjonction de deux caractéristiques : la non-rivalité et la non-exclusion. La notion de non-exclusion signifie qu'aucun pays ne peut être exclu individuellement du bénéfice d'un bien public global dans lequel aurait investi un autre pays. La non-rivalité se réfère quant à elle au fait que l'accroissement de la disponibilité du « service » pour un pays ne réduit pas sa disponibilité pour tous les autres. La lutte contre la propagation de bactéries ou de virus, par la recherche préventive d'un vaccin, relève du bien public global. La lutte contre le réchauffement climatique, contre l'effondrement de la biodiversité, pour la stabilité financière, sont des biens publics mondiaux.

[17] Il faudrait trouver une solution au fait que le Parlement européen et la zone euro ne recouvrent pas la même zone géographique ; cependant, dans la mesure où il s'agit de financer des biens publics globaux, les pays non-membres de la zone euro en bénéficieraient également.

Tout comme les biens publics au niveau local et national, la théorie économique suggère que les biens publics mondiaux seront sous-financés, car dans un monde de nations souveraines, aucun État n'a intérêt à financer la production d'un bien public mondial, attendant que d'autres le fassent pour en bénéficier sans frais. Pour éviter ces phénomènes de « passager clandestin », il vaudrait mieux que ces biens soient financés au niveau européen. Face à l'incapacité des dirigeants de l'Union à se mettre d'accord sur un budget européen digne de ce nom, un conditionnement des remises de dette publique à des investissements profitant à tous, c'est-à-dire à des biens publics globaux, constitue une alternative astucieuse. Ce serait une occasion formidable de mettre les grands enjeux mondiaux, qui dépassent le cadre des nations souveraines, au coeur des débats parlementaires à l'échelle européenne.

UNE SOLUTION JURIDIQUEMENT ET POLITIQUEMENT ENVISAGEABLE

Les remises de dette souveraine conditionnelles de la part de la BCE seraient efficaces économiquement, mais sont-elles légales ? A première vue, des remises de dette ne sont pas des crédits aux États-membres, ni des achats de titres sur les marchés primaires ; en cela, elles ne sont pas censées entraver l'article 123 du TFUE qui « interdit à la Banque centrale européenne [...] d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions [...] des États membres » et d'acquiescer « auprès d'eux [...] des instruments de leur dette ». Cependant, on comprend que des remises de dette publique par la BCE s'opposent à une philosophie plus générale d'interdiction de financement monétaire des États par la banque centrale.

Si l'on interprète l'article 123 du TFUE selon une méthode téléologique, c'est-à-dire que son texte doit être interprété en fonction du problème auquel il est censé apporter une solution, alors l'interdiction du financement des États par la BCE est expliquée par la nécessité de se prémunir contre une inflation galopante. Or, loin d'être un problème aujourd'hui, l'inflation est recherchée depuis des années par la BCE qui ne parvient pas à atteindre sa cible. Dans ce cas, peut-on considérer que l'article 123 du TFUE cesse là où ses motifs cessent, à savoir la lutte contre l'inflation ?

En outre, les premiers arbitrages juridiques opérés au cours de la crise des dettes souveraines conditionnent de plus en plus étroitement le champ des possibles aujourd'hui. De nouveau, la dépendance au chemin balise les solutions envisageables.

Les arrêts Gauweiler (2015) et Henrich Weiss (2018) de la Cour de Justice de l'UE déclarant les légalités respectives de l'*Outright Monetary Transactions* (2012) et du *Public Sector Purchase Programme* (2015) ont déjà fait du risque de pertes sur les bons souverains une nécessité à assumer pour continuer de mener à bien la politique monétaire. Nous sommes cependant conscients qu'il y a une différence entre assumer de faire des pertes, et prendre l'initiative de les réaliser. La réalisation d'annulation de dette publique par la BCE relève en réalité d'un rapport de force, et celui-ci se joue au sein du Conseil des gouverneurs.

Or il se trouve que les arbitrages réalisés au sein du Conseil des gouverneurs n'exigent pas l'unanimité. S'il est traditionnel que les décisions y soient prises par consensus, rien n'y oblige. Premier exemple, l'ancien économiste en chef de la BCE, Jürgen Stark, a démissionné avec fracas du directoire de la BCE en 2011, opposé aux politiques non-conventionnelles de rachat de dette souveraine. Deuxième exemple, la décision de mettre en place l'*OMT* n'a pas été prise avec l'assentiment de tous ; elle a même été critiquée par Jens Weidmann, président de la Banque centrale allemande. Ce programme ne s'est pas pour autant montré infructueux, puisque sa seule annonce a suffi à calmer les marchés de dette souveraine. Si la convention est au consensus, la règle de *jure* édicte que les décisions importantes se prennent à la majorité des 2/3. De plus, avec l'entrée de la Lituanie dans la zone euro depuis 2015, une rotation des voix au sein du conseil des gouverneurs est mise en place. Concrètement, un des gouverneurs des 5 plus grandes économies (Allemagne, France, Italie, Espagne et Pays-Bas) est privé de droit de vote au conseil tous les 5 mois. Pour les 14 autres économies, trois gouverneurs perdent leur droit de vote chaque mois. Les six membres du directoire bénéficient d'un droit de vote permanent, et possèdent donc une grande influence. Ainsi, les grandes économies doivent apprendre à ne pas avoir d'incidence sur les arbitrages de politique monétaire pendant au moins deux mois de l'année, même si chaque gouverneur continue d'exercer une influence sur les débats. C'est donc bien au cœur de la BCE que les pouvoirs de veto sont les plus faibles. Si au Conseil, rien ne peut se faire sans l'aval des Allemands et des Néerlandais, ça n'est pas le cas à la BCE.

Il demeure que les partisans d'une telle réforme pourraient continuer de convaincre leurs homologues les plus réfractaires avant de passer en force. Leur pouvoir de conviction est d'autant plus important que les positions allemandes sur la manière dont la BCE doit se réinventer face aux crises ne sont pas figées. Jörg Asmussen, membre du directoire, s'est par exemple montré plus iconoclaste que Jens Weidmann, gouverneur de la Banque centrale allemande, concernant l'*OMT*.

Jens Weidman lui-même a soutenu des positions erratiques. Sur Euractiv le 26 mars 2014, il se proclamait en faveur du *PSPP* avant de se rétracter. Quand le pouvoir de conviction au sein du Conseil des gouverneurs ne suffit plus, les dirigeants monétaires peuvent trouver des soutiens à l'extérieur. Mario Draghi a par exemple dû faire fi de l'approbation par les représentants allemands à la BCE de l'OMT et de l'Union bancaire, sans arrêter son opération de charme auprès de la chancelière Merkel. En outre, des remises de dette ne seraient pas aussi contraaires aux intérêts allemands si celles-ci permettaient une amélioration de la transmission de la politique monétaire, et favorisaient une remontée des taux nominaux et réels, en terrain positif, favorables à la rémunération de l'épargne allemande, épargne qui augmente du fait du vieillissement de la population.

La BCE pourrait profiter du fait que l'augmentation des niveaux de dette publique résultant de la crise du COVID-19 ouvre une « fenêtre d'opportunité » pour imposer une telle mesure. Cette nouvelle crise engendrerait alors la mise en place de remises de dette publique par la BCE, au même titre que les crises initiées en 2007 ont facilité l'instauration de politiques monétaires non-conventionnelles.

Ces annulations de dette publique par la BCE seraient probablement contestées devant les tribunaux, mais l'institution monétaire centrale obtiendrait avec peu de doute le soutien de la Cour de justice de l'UE, car il est difficile pour la CJUE de contredire la BCE, notamment quand les jugements sont rendus tard et que la politique mise en cause s'est entre temps révélée efficace.

Hormis l'article 123, les remises de dette publique par la BCE pourraient potentiellement contrevenir à la clause de non-renflouement écrite à l'article 125 du TFUE selon laquelle « l'Union ne répond pas des engagements des administrations centrales, [...], ni ne les prend à sa charge ». Une analyse juridique permet cependant d'affirmer que la BCE n'est pas concernée par cette clause^[20].

Pour clore la réflexion juridique autour de l'enclenchement de remises de dette publique de la part de la BCE, cette proposition va dans le sens de l'article 122-2 du TFUE qui permet de venir en aide à des États européens en difficulté en cas de circonstances exceptionnelles. L'augmentation substantielle des taux d'endettement suite à la crise du COVID-19 pourrait faire partie de ces circonstances exceptionnelles.

[20] Tuori, K. et Tuori, K, (2014) *The Eurozone Crisis: A Constitutional Analysis*.