

# **Comment gérer le coût de la défense contre la pandémie ?**

- Publications - Bulletin de l'OPEE Été 2020 -

Date de mise en ligne : dimanche 5 juillet 2020

**L'Europe a réalisé des avancées dans le financement de la défense économique commune contre la pandémie, à travers l'accroissement des emprunts de la Commission européenne. En même temps, la zone euro a manqué une occasion de renforcer sa cohésion par l'émission de dette mutuelle. La question de la gestion du coût des mesures de soutien se posera à plus long terme et il faudra assurer la pérennité de la dette publique accrue. Un effort de consolidation budgétaire deviendra nécessaire, car les solutions de type « monnaie hélicoptère » comporteraient des effets secondaires indésirables pour la santé financière, l'indépendance et la crédibilité de la banque centrale. L'effort fiscal devrait s'appuyer sur des impôts sans effets nocifs sur la croissance, ce qui ne serait pas le cas d'une réintroduction de l'impôt sur la fortune. La taxe carbone pourrait revêtir un rôle important pour favoriser aussi une reprise qui atténuerait à plus long terme les risques climatiques. Toutefois, si l'hypothèse de « stagnation séculaire » est vérifiée, la politique budgétaire ne serait pas confrontée à une contrainte de solvabilité trop forte en vertu des faibles niveaux des taux d'intérêt réels.**

La pandémie est en train de dévaster l'économie mondiale. Tous les pays, en fonction de leurs marges budgétaires, ont pris des mesures pour amortir la récession entraînée par la pandémie [1]. Les déficits budgétaires se creusent. Le FMI prévoit un déficit de 7,5 % du PIB dans la zone euro en 2020 et de 15,4 % aux États-Unis (IMF 2020). Le Pacte de stabilité et de croissance de l'Union européenne (UE) a été suspendu, tout comme les règles régissant les aides d'État.

Le coût élevé de la défense économique contre la pandémie soulève deux questions :

- Le financement des déficits, de manière à éviter une nouvelle crise de la dette comme celle subie par la zone euro en 2010-13. C'est, en somme, la question du financement à court terme de la défense économique contre la pandémie.
- Les options pour gérer le coût de cette défense, qui confrontera les États à un nouveau « mur de la dette », comme dans les périodes d'après-guerre.

La première question a été prioritaire depuis le début de la pandémie, tandis que la seconde est déjà débattue, mais avec moins d'ardeur, car elle se réfère aux options à considérer à plus long terme, lors du recul de la pandémie. S'il est hors de question de financer à court terme le coût par la fiscalité, sous peine d'aggraver la récession, cette question se posera inéluctablement sous une forme ou une autre à plus long terme.

## **La nécessité d'une ligne de défense commune en Europe**

Dans l'UE, et en particulier dans la zone euro, il est primordial, à la fois politiquement et économiquement, de mettre en place une ligne de défense commune dans une pandémie qui affecte tous de manière égale et dont aucun pays n'est responsable. Sur le plan politique, la défense commune favorise la cohésion des pays, qui est l'un des enjeux

de l'intégration économique européenne et de la zone euro. Si les mesures de soutien prises par chaque pays ne dépendent que de son potentiel économique, non seulement la cohésion ne sera pas maintenue mais les divergences seront élargies. Il est donc important que les États membres aient la possibilité de mettre en place des mesures de soutien économique similaires, quelles que soient leurs capacités financières.

D'un point de vue économique, il est également important de maintenir des conditions de concurrence dans le marché unique européen. Cet objectif est compromis lorsque seuls les pays économiquement solides ont les moyens de soutenir financièrement certains secteurs économiques, tels que les compagnies aériennes ou les banques. En somme, la solidarité et la défense commune doivent être des priorités dans l'action menée par les pays membres de l'UE.

Dans la zone euro, les défis varient d'un pays à l'autre suivant leur endettement et leurs marges budgétaires. Des interventions ont été nécessaires dans deux directions pour la défense financière commune contre les effets de la pandémie :

- Interventions de la Banque centrale européenne (BCE) pour éliminer la possibilité d'une crise de la dette dans les pays surendettés, neutralisant dès le départ les soi-disant « anticipations auto-réalisatrices » des marchés.
- La recherche de nouvelles ressources financières, à long terme et à moindre coût, pour répondre aux besoins de financement des États membres de l'UE.

## Les interventions critiques de la BCE

La BCE a annoncé en mars un nouveau programme d'achat de titres visant à maintenir les rendements des obligations d'État aussi bas que possible. Le programme (Pandemic Emergency Purchase Program - PEPP) a été porté à 1 350 milliards d'euros au début juin. Il durera au moins jusqu'en juin 2021. Il portera davantage sur les pays dont les titres sont sous pression sur le marché, à la différence des règles suivies jusqu'à présent dans le cadre de l'assouplissement quantitatif qui sont basées sur les quotas des pays au capital de la BCE.

L'intervention de la BCE a réussi à atténuer le risque de crise, en maintenant les rendements de la dette souveraine des pays de la périphérie de la zone euro à des niveaux très bas. Cependant, l'intervention a été éclipsée par la décision de la Cour constitutionnelle allemande, qui a contesté début mai le plus important des programmes d'achat de titres de la BCE (le Public Sector Purchase Programme - PSPP), représentant 80 % du portefeuille total de titres détenus par la BCE dans le cadre de l'assouplissement quantitatif.

La Cour constitutionnelle a considéré que le gouvernement allemand n'avait pas examiné si le programme de la BCE était compatible avec le principe de proportionnalité qui régit les traités de l'UE. Selon ce principe, l'action des institutions de l'UE (et donc de la BCE) ne doit pas dépasser les limites nécessaires à l'accomplissement de leur mandat. La Cour a jugé que le programme d'achat de titres excède le mandat de conduite de la politique monétaire de la BCE. [\[2\]](#) La décision fait écho à l'opinion de certains cercles conservateurs allemands craignant que les programmes d'assouplissement quantitatif aient créé une liquidité excessive, incitant les gouvernements à la dépense sous l'effet des taux d'intérêt très bas.

## La question de la dette conjointe

Mobiliser des sources de financement communes à faible coût a fait l'objet de négociations au sein de l'UE, mais aussi d'une vive controverse, dans la zone euro notamment, entre les pays dits du Sud et du Nord. Neuf pays de la zone du Sud ont proposé l'émission d'obligations conjointes afin de lever à des conditions favorables les fonds nécessaires. La dette conjointe est entendue comme une *responsabilité indéfinie et solidaire* (« joint and several liability ») des pays émetteurs. Juridiquement, les créanciers pourraient se retourner contre n'importe lequel des pays émetteurs pour obtenir le règlement de l'ensemble des dettes en cas de besoin (si, par exemple un ou plusieurs pays sont en crise, ne pouvant pas rembourser leur part de la dette mutuelle). Les rendements des obligations conjointes seraient faibles, voire négatifs, car les marchés ne mettraient pas en cause la viabilité d'une dette mutuelle pour laquelle tous les pays membres de la zone euro sont des codébiteurs solidaires, contrairement à la dette nationale. La dette mutuelle pourrait probablement avoir une longue maturité, ce qui est difficile pour l'emprunt des pays surendettés.

Le fait que l'émission de dette mutuelle se ferait sur une base juridique de responsabilité indéfinie et solidaire ne devrait pas exclure la possibilité d'instaurer des règles sur l'utilisation et le remboursement des fonds empruntés conjointement. Une option serait, par exemple, de prévoir l'utilisation et le remboursement des fonds proportionnellement à la taille des économies des pays, qui resteraient des codébiteurs solidaires. Les pays du Sud pourraient ainsi tirer parti de la meilleure solvabilité des économies les plus robustes et moins endettées du Nord (Varoudakis 2020a). [3]

Les pays du Nord, notamment l'Allemagne et les Pays-Bas, ont rejeté cette solution, craignant que même l'émission temporaire d'une dette conjointe ouvre la porte à sa perpétuation. Cela affaiblirait les incitations à la discipline budgétaire et pourrait transformer la zone euro en une union de paiements de transfert des États économiquement plus forts aux États plus faibles.

Mais cela n'a pas lieu de se produire si les règles de discipline budgétaire du Pacte de stabilité et de croissance fonctionnent correctement. Il serait, par ailleurs, possible de mettre en place des incitations à la discipline budgétaire sur la base des lois des marchés, atténuant « l'aléa moral » créé par la dette mutuelle. Une proposition dans ce sens concerne le remboursement privilégié de la dette mutuelle (dette senior) et la sécurisation moindre de la dette nationale (dette junior) en cas de crise (Delpla et von Weizsacker 2010).

## Les compromis sur les lignes de défense communes

Faute d'accord sur la dette conjointe, des solutions de compromis ont été mises en place graduellement et de manière relativement fragmentaire. Début avril, l'Eurogroupe est parvenu à un premier accord sur un montage financier commun de 540 milliards d'euros basé sur trois piliers :

- Lignes de crédit du Mécanisme européen de stabilité (ESM Pandemic Crisis Support), totalisant 240 milliards d'euros, disponibles dans les États membres de la zone euro. La seule condition pour leur octroi est l'engagement des États à utiliser les ressources pour financer le soutien direct et indirect des systèmes de santé face à la pandémie.

- Financement des entreprises touchées par la pandémie par la Banque européenne d'investissement (BEI), par le biais d'un fonds de 25 milliards d'euros, dont le capital sera garanti par les États membres de l'UE. Ces garanties seront utilisées par la BEI pour lever des fonds de 200 milliards d'euros qui seront ensuite alloués aux entreprises des États membres.
- Prêts de la Commission européenne, disponibles dans tous les États membres de l'UE, dans le cadre d'un mécanisme de soutien temporaire pour atténuer les risques de chômage (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency - SURE). La Commission européenne empruntera sur les marchés un montant total de 100 milliards d'euros, mobilisant 25 milliards d'euros de capital garanti par les États membres de l'UE.

Ces mécanismes ont été complétés par la création d'un fonds de relance pour financer le redémarrage des économies après la pandémie. Le plan annoncé par la Commission fin mai, qui sera débattu par les pays membres avant son adoption, concerne l'emprunt par la Commission de 750 milliards d'euros pour couvrir les besoins financiers des États membres, dont 500 milliards d'euros seront octroyés sous forme de subventions et 250 milliards d'euros sous forme de crédits. La Commission européenne remboursera ces emprunts de 2028 à 2058, avec des ressources propres qui seront portées à 2 % du PIB de l'UE. Les fonds seront alloués sur la base de trois piliers de programme, la priorité étant donnée au soutien des pays les plus touchés. Le plus important des trois piliers est le Fonds de relance et de résilience, d'un montant de 560 milliards d'euros, dont 310 milliards seront alloués par des subventions et le reste par des prêts.

Les financements appuieront les investissements et réformes des États membres sur la base des plans économiques et budgétaires passés en revue au cours du semestre européen. Il est notoire que l'un des piliers proposés finance un programme européen de prévention et de gestion des crises sanitaires, ce qui constitue un domaine inédit de politique commune en Europe. Un accord sur le projet de la Commission n'est pas attendu avant juillet, comme la récente réunion du Conseil européen a révélé des divergences de vue entre les États. Celles-ci concernent : (a) l'enveloppe financière du fonds de relance qui est jugée par certains pays (notamment l'Autriche, le Danemark, les Pays-Bas et la Suède) excessive et (b) la préférence par ces mêmes pays pour l'octroi de prêts plutôt que de subventions, sous condition de mise en oeuvre de réformes économiques structurelles.

Les emprunts de la Commission européenne pour financer le fonds de relance sont souvent considérés analogues à l'émission de dette conjointe. Il s'agit bien d'une dette commune, dans le sens où elle sera contractée par la Commission pour le compte de tous les pays membres de l'UE. [4] Il y a, toutefois, deux différences essentielles par rapport à la dette mutuelle telle que définie auparavant :

- Comme pour les emprunts précédents de la Commission, les pays se porteront garants de la dette à la hauteur de leurs contributions au budget communautaire qui servira pour son remboursement. Cette dette engagera donc la responsabilité indéfinie et conjointe des pays membres de l'UE, *mais pas leur responsabilité indéfinie et solidaire*, comme dans le cas d'une dette mutuelle.
- L'utilisation des fonds de l'UE sera soumise à la surveillance mutuelle dans le cadre du semestre européen, tandis que les fonds levés par le biais de la dette conjointe auraient pu être utilisés par les États membres de manière plus flexible, en dehors de la surveillance mutuelle.

## La « monnaie hélicoptère » et la question de la santé financière de la banque centrale

L'arsenal financier que nous venons d'examiner implique des emprunts à faible coût, qui devront être toutefois remboursés à l'avenir. Afin d'éviter l'augmentation de la dette publique, une proposition radicalement différente prône le financement par ce qu'il est convenu d'appeler « la monnaie hélicoptère », reprenant une métaphore formulée par Milton Friedman en 1969 (Kapoor et Buitier 2020, Gali 2020). Il existe deux façons principales de créer de « la monnaie hélicoptère » :

1. La banque centrale crédite les comptes privés dans le système bancaire, afin d'alimenter la demande, en remplacement des transferts budgétaires mis en place dans la plupart des pays. Cependant, étant donné que la crise économique due à la pandémie ne résulte pas seulement d'une demande déficitaire mais aussi de la réduction forcée de l'offre, cette solution ne serait probablement pas probante. Pour faire face à la crise, l'État a besoin de ressources pour soutenir les entreprises et les secteurs touchés.
2. Pour fournir les ressources nécessaires à l'État, la banque centrale inscrit une ligne de crédit à son passif, qui pourrait être utilisée par l'État (les États des pays de la zone euro dans le cas de la BCE), pendant une certaine période et jusqu'à un certain montant. Il s'agirait d'un financement monétaire des déficits budgétaires, qui n'est actuellement pas permis dans la zone euro.

Il y a deux soucis majeurs concernant ces options. En premier lieu, la banque centrale serait transformée en un instrument de financement de l'État, soit en créant de la monnaie pour remplacer des transferts budgétaires (cas 1), soit en finançant directement les déficits budgétaires (cas 2). Cela risquerait de mettre en doute son indépendance, et de nourrir probablement des anticipations inflationnistes, ce qui se refléterait sur les taux d'intérêt à long terme et les futurs coûts d'emprunt privés et publics.

En second lieu, dans les deux cas, la banque centrale subirait une perte en capital car ses actifs resteraient stables tandis que son passif augmenterait. L'État actionnaire de la banque centrale (les États membres de la zone euro dans le cas de la BCE) subirait donc des pertes en capital d'un même montant. La richesse nette du secteur public consolidé (qui inclut l'État et la banque centrale) finirait par diminuer du montant de la création monétaire opérée par la banque centrale (National Bank of Belgium 2016).

Ces pertes en capital auraient-elles des conséquences pour le fonctionnement de la banque centrale ? Les banques centrales des pays en hyperinflation, notamment en Amérique latine, ont connu des pertes massives en capital, mais il y a des banques centrales qui ont connu des pertes (Chili, Israël, Suisse) et ont réussi à maintenir le cap sur la stabilité des prix. À la différence des banques commerciales, les banques centrales ne peuvent pas devenir défaillantes à long terme. La banque centrale peut progressivement couvrir ses pertes à travers : (i) des revenus de « seigneurage » [5] et (ii) en suspendant les versements de profits nets à l'État. Le renflouement de la banque centrale par l'État, par un transfert interne, serait une solution de dernier ressort, mais aux dépens des contribuables.

Les pertes que subirait la banque centrale ne soulèvent donc pas tellement un souci d'ordre économique mais plutôt politique, lié à la sauvegarde de son indépendance. La banque centrale serait tributaire de l'État (donc, du système politique) pour son renflouement, y compris pour parvenir à un accord concernant la suspension ou la réduction des versements de ses profits à l'État (ECB 2004). L'effritement de la confiance du public dans l'indépendance de la banque centrale pourrait, à son tour, saper la confiance dans la monnaie et nourrir des anticipations d'inflation.

Cela serait probablement aussi le cas si la banque centrale essayait de maintenir son indépendance sans recevoir du soutien financier de l'État. Elle serait alors amenée à augmenter ses revenus de « seigneurage » en recourant à la « planche à billets », ce qui serait anticipé par le public, créant des anticipations inflationnistes auto-réalisatrices (Del Negro et Sims 2015). Par conséquent, la création de « monnaie hélicoptère » ne fonctionnerait guère comme une panacée, comme le présentent parfois ses adeptes.

## Les dilemmes à long terme posés par l'accroissement de la dette publique

La dette publique nationale sera exceptionnellement élevée à l'issue de la crise actuelle. Dans les économies avancées elle atteindra 122,4 % du PIB en 2020, contre 105,2 % en 2019 (IMF 2020). La dette publique dépassera de loin le niveau de la fin de la Seconde Guerre mondiale, en 1945, lorsqu'elle atteignait 90 % du PIB des économies alors développées. Quant à la dette qui sera contractée par la Commission européenne pour financer le fonds de relance, il faudra à long terme qu'elle soit remboursée par des contributions accrues des États au budget de l'UE.

Il faut remarquer d'emblée que la dette publique nationale n'a pas vocation à être intégralement remboursée. Les États refinancent la dette qui arrive à échéance par de nouveaux emprunts, en veillant à ce que la dette reste soutenable, de manière à maintenir la confiance des marchés pour assurer son refinancement à un coût modéré. Cela n'implique pas pour autant que le niveau de la dette publique est sans importance. L'excédent budgétaire primaire que l'État doit dégager (et, donc, l'austérité budgétaire nécessaire) pour assurer la soutenabilité de la dette est d'autant plus élevé que cette dette est élevée par rapport au PIB. [6] Le cas de la Grèce, qui est censée maintenir des excédents primaires élevés jusqu'en 2060, en témoigne. Une austérité persistante risquerait de freiner la croissance, ce qui mettrait la soutenabilité de la dette en question.

Pour éviter une austérité persistante, il faudra donc réduire la dette par rapport au PIB et il y a, de manière générale, trois voies pour y parvenir :

- Le remboursement d'une partie de la dette, à travers la fiscalité, qui est le principal outil de consolidation budgétaire.
- L'effacement d'une partie de la dette, à travers des opérations de restructuration, qui réduiraient automatiquement son fardeau.
- La réduction graduelle du fardeau de la dette par rapport au PIB par le biais d'une érosion de sa valeur réelle par l'inflation et avec l'aide de taux d'intérêt peu élevés.

## La consolidation budgétaire - faut-il envisager des taxes carbone ou un retour de l'impôt sur la fortune ?

L'équilibre des comptes de l'État devra être restauré au fur et à mesure que la pandémie reculera, en retirant progressivement les mesures de soutien mises en place pendant la crise. Cette consolidation budgétaire devra être graduelle, tenant compte du fait qu'un soutien continu sera probablement nécessaire pour certains secteurs à cause des effets plus durables de la pandémie. La zone euro devrait éviter les erreurs commises au lendemain de la crise financière mondiale, en 2010-11, lorsque l'austérité budgétaire excessive, imposée par les règles du Pacte de stabilité et de croissance, a bridé la reprise et contribué à une deuxième récession de l'activité (Barbier-Gauchard, Sidiropoulos et Varoudakis 2018).

Pour aboutir à une réduction de la dette publique, la consolidation budgétaire s'appuiera forcément à terme sur une augmentation de la fiscalité. Il sera souhaitable que cela repose sur des impôts peu nocifs pour la croissance, comme, par exemple, les taxes sur la consommation ou les taxes foncières (OECD 2020). Il serait aussi souhaitable

qu'une augmentation de la fiscalité repose autant que possible sur un élargissement des assiettes fiscales, plutôt que sur des augmentations des taux, à travers une évaluation systématique de l'utilité des différentes exemptions fiscales et des régimes fiscaux spéciaux.

L'utilisation plus répandue des taxes carbone serait également souhaitable. La consolidation budgétaire pourrait ainsi s'appuyer davantage sur des recettes fiscales provenant des « pollueurs », et moins sur des taxes des revenus du travail et du capital qui exercent des distorsions sur les incitations et peuvent freiner la croissance (Burke, Fankhauser et Bowen 2020). Il s'agit d'initiatives qui pourraient être envisagées au niveau de l'UE, afin de rembourser la dette commune contractée pour le Fonds de relance et les autres instruments de soutien. Des taxes carbone plus ambitieuses seraient aussi nécessaires pour freiner l'intensification des risques climatiques en raison de la forte chute des prix des combustibles fossiles, entraînée par la crise, qui risque de promouvoir leur utilisation. Le reversement d'une partie des recettes de la taxe carbone sous forme d'un dividende de carbone, en priorité aux plus démunis, offrirait une compensation de l'alourdissement de la fiscalité qu'impliquerait la consolidation budgétaire.

D'autres propositions ont une connotation plus politique, concernant notamment l'instauration au niveau européen (la réintroduction dans le cas de la France) d'un impôt sur les grandes fortunes (Landais, Saez et Zucman 2020). Comme la pandémie a fonctionné comme un « accélérateur des inégalités », affectant davantage les plus démunis, ne faudrait-il pas que son coût économique repose davantage sur les nantis ? Même si l'argument a un certain attrait, il faut garder à l'esprit que l'augmentation de la fiscalité au lendemain de la pandémie, pour rétablir les équilibres budgétaires, reposera naturellement sur les revenus les plus élevés. En France, les 2 % des contribuables qui déclarent plus de 100 000 d'euros de revenu contribuent à hauteur de 40 % aux recettes de l'impôt sur le revenu (IR).

En Europe, l'impôt sur la fortune (IF) n'est en vigueur actuellement qu'en Suisse, en Espagne et en Norvège, les autres pays l'ayant supprimé au cours des quinze dernières années. Il serait peu réaliste de considérer que sa réintroduction pourrait être envisagée au niveau européen, alors qu'il a été supprimé pour se prémunir de la concurrence fiscale, mais aussi parce que sa base était souvent étroite ou arbitraire (excluant, par exemple, en France les oeuvres d'art). L'IF pénalisait aussi de manière contre-productive l'épargne (actions et obligations) investie dans les entreprises. Selon des estimations, en France, l'IF a été l'un des facteurs favorisant « l'exil fiscal ». Depuis le « choc fiscal » de 2012 et jusqu'en 2016, ce phénomène a concerné 18838 contribuables, représentant 2,5 % des 750000 ménages déclarant plus de 100 000 euros de revenu (Direction générale des finances publiques 2019).

L'érosion de l'assiette fiscale de l'IR, provoquée par des phénomènes « d'exil fiscal », nuit aux efforts de consolidation budgétaire et ne faciliterait pas le ciblage d'objectifs d'équité. Par ailleurs, comme l'IF réduit le rendement des investissements, il est susceptible d'exercer un effet de freinage sur la croissance. Des simulations effectuées avec un modèle CGE (Computable General Equilibrium) pour l'Allemagne démontrent qu'un IF uniforme de 0,8 % pourrait réduire le PIB potentiel de ce pays de 5 % à long terme (Fuest, Neumeier, Stimmelmayer et Stohlker 2018).

## Annuler ou « neutraliser » une partie de la dette ?

L'effacement d'une partie de la dette à travers sa restructuration « à € » ce qui équivaudrait à un défaut sur la dette « à € »



n'est pas une solution attractive. Il implique des pertes pour les détenteurs privés de la dette (banques, investisseurs institutionnels, ménages) qui peuvent amorcer des crises financières majeures. Qu'en est-il, cependant, de la dette détenue par les banques centrales qui est en train d'augmenter en flèche suite aux programmes d'assouplissement quantitatif ? Serait-il possible d'alléger le fardeau de la dette sans coût, en annulant une partie, voire la totalité, de la dette détenue par les banques centrales ?

Deux options sont avancées à cet égard :

- La banque centrale achète de la dette souveraine (comme dans le cadre des programmes d'assouplissement quantitatif de la BCE), créant ainsi de la monnaie, puis la dette est annulée unilatéralement par la banque centrale, dispensant ainsi l'État de l'obligation de la rembourser (Collectif 2020).
- Alternativement, une partie de la dette peut être « neutralisée », en la convertissant en obligations perpétuelles à taux zéro, qui seraient détenues par la banque centrale.

La Banque centrale subirait une perte en capital dans le premier cas puisque ses actifs seraient réduits en raison de l'annulation de la dette publique. C'est un cas similaire au cas 2 de création de « monnaie hélicoptère » examiné auparavant. Dans le deuxième cas, il n'y a pas de perte en capital, mais la banque centrale subit une perte permanente de revenus d'intérêts, alors qu'elle devra payer des intérêts sur les réserves bancaires lorsque les taux d'intérêt augmenteront à l'avenir par rapport aux niveaux négatifs auxquels ils se trouvent actuellement.

Comme on vient de le noter, le désavantage majeur de telles solutions est qu'elles seraient dommageables pour l'indépendance et la crédibilité de la banque centrale, et probablement aussi pour la confiance dans la monnaie qu'elle émet. La conversion d'une partie de la dette détenue par la banque centrale en dette perpétuelle est une solution potentiellement moins nuisible mais inférieure à l'émission directe d'obligations perpétuelles pour le financement des mesures de soutien économique face à la pandémie. Cette option a été proposée par des économistes (Giavazzi et Tabellini 2020), des financiers (Soros 2020) et reprise par le gouvernement espagnol comme instrument de financement du fonds de relance mis en place par le Conseil européen (El Pais 2020). [7] Cette option n'a pas été retenue dans le schéma finalement proposé pour le fonds de relance.

## L'érosion du fardeau de la dette par l'inflation et des faibles taux d'intérêt ?

La dette publique peut aussi être réduite en pourcentage du PIB si la croissance nominale (c.-à-d. la croissance du PIB réel augmentée du taux d'inflation) est suffisamment supérieure au taux d'intérêt nominal. C'est essentiellement par cette voie que les pays victorieux ont réussi à réduire le fardeau de la dette après la deuxième guerre mondiale. En plus d'une inflation généralement élevée, la dette a pu être réduite à travers un régime de « répression financière », consistant à créer un marché captif faiblement rémunéré pour la dette publique, qui a prévalu dans les économies avancées jusqu'au milieu des années 80 (Reinhart et Sbrancia 2015). Malgré la libéralisation financière à partir des années 80, une croissance nominale du PIB supérieure au taux d'intérêt nominal a été la norme pour l'essentiel de la période de l'après guerre aux États-Unis, facilitant la stabilisation de la dette publique à des niveaux modérés (Blanchard 2019).

Qu'en est-il des perspectives de croissance du PIB nominal, qui dépendent de la croissance réelle et de l'inflation ? Malgré le rebond prévu de l'activité économique en 2021-22, la croissance du PIB potentiel est susceptible de se

trouver durablement affaiblie au lendemain de la pandémie. Les mécanismes en oeuvre concernent un ralentissement durable des gains de productivité à cause notamment d'un recul des chaînes mondiales de valeur à un affaiblissement de la formation du capital et un impact éventuellement négatif de l'augmentation persistante du chômage sur la formation de capital humain (Varoudakis 2020b).

Si la croissance réelle reste anémique, est-il possible que l'inflation surgisse, accélérant ainsi la croissance nominale du PIB ? Étant donné la profondeur de la récession, une résurgence de l'inflation est peu probable, au moins à moyen terme. La récession a, par ailleurs, provoqué une forte chute des prix de l'énergie et des matières premières, alors que le chômage élevé tempèrera probablement les augmentations des coûts salariaux. La différence entre le rendement des obligations souveraines à 10 ans et celui des obligations de même durée indexées sur l'inflation constitue un bon indicateur des anticipations d'inflation à long terme. Aux États-Unis, cet écart se situait à la mi-juin 2020 à 1,26 %, contre 2,13 % en juin 2018, indiquant un fléchissement des anticipations d'inflation.

Est-il possible que la forte création monétaire, à travers les programmes d'assouplissement quantitatif, entraîne une hausse de l'inflation ? Depuis la crise financière mondiale, ces injections monétaires n'ont guère pesé sur l'inflation. Les liquidités abondantes sont plutôt dirigées vers les marchés financiers, entraînant des hausses des cours boursiers et des prix obligataires, posant en même temps le risque de bulles sur ces marchés. L'apparente déconnexion entre l'effondrement continu de l'activité réelle et l'euphorie des marchés boursiers, après le crash initial au début de la pandémie, en témoigne (Artus 2020).

La faiblesse du taux d'inflation, malgré les injections monétaires massives depuis la crise financière mondiale, et les niveaux très faibles des taux d'intérêt nominaux et réels évoquent, comme explication possible, la thèse de « stagnation séculaire » (Summers 2016). Le déclin des taux d'intérêt réels s'expliquerait par la conjonction d'un recul de la demande d'investissement et d'une surabondance d'épargne. La faiblesse de la demande d'investissement pourrait refléter la diminution de la population en âge de travailler, qui réduit le capital nécessaire dans la production, ou bien la baisse des prix relatifs des biens d'équipement en raison de la révolution des technologies d'information. La surabondance d'épargne, quant à elle, pourrait refléter la distribution du revenu en faveur des couches plus aisées de la population qui épargnent davantage, mais aussi l'incertitude quant à la pérennité des systèmes de retraite par répartition étant donné le vieillissement de la population et l'augmentation de la dette publique.

La baisse de l'investissement risque de se prolonger à cause des incertitudes ambiantes et de la baisse de la consommation qu'entraîne la pandémie. L'épargne des ménages risque aussi d'augmenter à cause du chômage et de l'incertitude causée par la pandémie. Une étude, couvrant les périodes historiques lors de 15 pandémies depuis le 14<sup>e</sup> siècle, est parvenue à des conclusions analogues à celles de l'hypothèse de « stagnation séculaire ». Elle a établi que les taux de rendement réels sont restés déprimés à long terme (pendant environ 40 ans) au lendemain de ces pandémies (Jorda, Singh et Taylor 2020). Si ces tendances se vérifient, des excédents budgétaires primaires plus faibles seraient nécessaires pour stabiliser le ratio de la dette au PIB, grâce aux faibles niveaux des taux d'intérêt réels. Il serait par ailleurs possible que le fardeau de la dette graduellement diminue si le taux de croissance est supérieur au taux d'intérêt réel.

## Conclusion

La zone euro a manqué une occasion d'avancer dans la voie d'une plus grande cohésion à travers l'émission de dette conjointe pour financer la défense économique commune contre la pandémie. Le fonds de relance mis en

place, financé par des emprunts de la Commission européenne, est toutefois une avancée considérable dans la voie de la solidarité. Le fait qu'une grande partie des ressources seront octroyées par le biais de subventions est très positif pour minimiser l'endettement des pays à court terme. Mais ces ressources ne sont pas gratuites, car les pays devront à long terme rembourser les emprunts communs contractés par la Commission. Les financements mis en place ne font, et à juste titre, que décaler dans le temps la question de la gestion du coût des mesures de soutien adoptées. Assurer la pérennité de la dette publique accrue impliquera sans doute un effort fiscal qui devrait s'appuyer sur des impôts moins nocifs pour la croissance et sur un élargissement des assiettes fiscales. La taxe carbone pourrait revêtir un rôle important pour favoriser une reprise qui réduirait à long terme les risques climatiques. En revanche, une réintroduction de l'impôt sur la fortune est susceptible de s'avérer contre-productive. Si l'hypothèse de « stagnation séculaire » est vérifiée, la politique budgétaire pourrait être davantage utilisée par les États pour appuyer la reprise dans le temps, malgré l'augmentation de la dette entraînée par les mesures de défense économique contre la pandémie.

## Références bibliographiques :

Artus, P. (2020), « On ne voit plus de lien entre croissance de l'offre de monnaie et inflation », *Le Monde*, 30 avril 2020.

[https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/04/30/patrick-artus-le-probleme-de-l-assurance-contre-la-perte-de-revenu-est-repousse-d-un-niveau\\_6038282\\_3232.html](https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/04/30/patrick-artus-le-probleme-de-l-assurance-contre-la-perte-de-revenu-est-repousse-d-un-niveau_6038282_3232.html)

Barbier-Gauchard, A., M. Sidiropoulos et A. Varoudakis (2018), *La gouvernance économique de la zone euro : réalités et perspectives*, éditions De Boeck, Bruxelles.

Blanchard, O. (2019), « Public Debt and Low Interest Rates », *American Economic Review* 109(4), 1197-1229.

Burke, J., S. Fankhauser et A. Bowen (2020), « Pricing carbon during the economic recovery from the COVID-19 pandemic », *Policy Brief*, London School of Economics.

<http://www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/publication/pricing-carbon-during-the-economic-recovery-from-the-covid-19-pandemic/>

Collectif (2020), « La BCE devrait, dès maintenant, annuler une partie des dettes publiques qu'elle détient », *Le Monde*, 12 juin.

[https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/06/12/la-bce-devrait-des-maintenant-annuler-une-partie-des-dettes-publiques-qu-elle-detient\\_6042636\\_3232.html](https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/06/12/la-bce-devrait-des-maintenant-annuler-une-partie-des-dettes-publiques-qu-elle-detient_6042636_3232.html)

Del Negro, M. et C.A. Sims (2015), « When Does a Central Bank's Balance Sheet Require Fiscal Support ? », Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report* No 701.

Delpla, J. et J. von Weizsacker (2010), « The Blue Bond Proposal », Bruegel, *Policy Brief*, 2010/03, May.

[https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/1005-PB-Blue\\_Bonds.pdf](https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/1005-PB-Blue_Bonds.pdf)

Direction générale des finances publiques (2019), *Rapport 2018 relatif aux contribuables quittant le territoire national*, Soumis à l'Assemblée nationale, Paris.

<http://www.etudes-fiscales-internationales.com/media/00/01/951972174.pdf>

ECB (2004), *The Role of Central Bank Capital Revisited*, European Central Bank Working Paper No 392, September.

El Pais (2020), « Spain proposes a Euro1.5 trillion coronavirus recovery fund financed through perpetual EU debt », 20 April 2020.

<https://english.elpais.com/politics/2020-04-20/spain-proposes-a-15-trillion-coronavirus-recovery-fund-financed-through-perpetual-eu-debt.html>

Fuest, C., F. Neumeier, M. Stimmelmayer et D. Stohlker (2018), « The Economic Effects of a Wealth Tax in Germany », ifo, *DICE Report 2/2018*.

<https://www.ifo.de/DocDL/dice-report-2018-2-fuest-neumeier-stimmelmayer-stoehlker.pdf>

Gali, J. (2020), « Helicopter money : The time is now », Voxeu.org, 17 March 2020.

<https://voxeu.org/article/helicopter-money-time-now>

Giavazzi, F. et G. Tabellini (2020), « Covid Perpetual Eurobonds : Jointly guaranteed and supported by the ECB », Voxeu.org, 24 March 2020.

<https://voxeu.org/article/covid-perpetual-eurobonds>

Horn, S., J. Meyer et C. Trebesch (2020), « Coronabonds : The forgotten history of European Community debt », Voxeu.org, 15 Avril 2020.

<https://voxeu.org/article/long-run-view-coronabonds-debate>

IMF (2020), *Fiscal Monitor*, April, Washington DC.

Jorda, O., S.R. Singh et A.M. Taylor (2020) « Longer-Run Economic Consequences of Pandemics », Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper 2020-09*.

<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/2020/09/>

Kapoor, S. et W. Buitert (2020), « To fight the COVID pandemic, policymakers must move fast and break taboos », Voxeu.org, 6 April 2020.

<https://voxeu.org/article/fight-covid-pandemic-policymakers-must-move-fast-and-break-taboos>

Landais, C., E. Saez et G. Zucman (2020), « A progressive European wealth tax to fund the European COVID response », Voxeu.org, 3 April 2020.

<https://voxeu.org/article/progressive-european-wealth-tax-fund-european-covid-response>

National Bank of Belgium (2016), « Helicopter money and debt-financed fiscal stimulus : one and the same thing ? », *Economic Review*, December.

<https://www.nbb.be/en/articles/helicopter-money-and-debt-financed-fiscal-stimulus-one-and-same-thing>

OECD (2020), *Tax and Fiscal Policy in Response to the Coronavirus Crisis : Strengthening Confidence and Resilience*, OECD, Paris.

<https://www.oecd.org/tax/tax-policy/tax-and-fiscal-policy-in-response-to-the-coronavirus-crisis-strengthening-confidence-and-resilience.htm>

Reinhart, C.M. et M.B. Sbrancia (2015), « The Liquidation of Government Debt », *IMF Working Paper*, WP/15/7, January, Washington DC.

Sidiropoulos, M. et A. Varoudakis (2019), *Macroéconomie en pratique*, Dunod, Paris.

Soros, G., (2020), « The EU Should Issue Perpetual Bonds », *Project Syndicate*, 20 April 2020.

<https://www.project-syndicate.org/commentary/finance-european-union-recovery-with-perpetual-bonds-by-george-soros-2020-04>

Summers, L.H. (2016), « The Age of Secular Stagnation », *Foreign Affairs*, March/April.

<http://larrysummers.com/2016/02/17/the-age-of-secular-stagnation/>

Varoudakis, A. (2020a), « Joint liability bonds for a joint European defense against the pandemic », *Kathimerini*, 6 April 2020.

<https://www.ekathimerini.com/251318/opinion/ekathimerini/comment/joint-liability-bonds-for-a-joint-european-defense-against-the-pandemic>

Varoudakis, A. (2020b), « The Long-term Growth Impact of the Pandemic », *ERMEEES Blog*, 26 April 2020.

<http://ermees.fr/fr/the-long-term-growth-impact-of-the-pandemic-2/>

---

[1] Les mesures comprennent : (a) des augmentations de dépenses et des réductions d'impôts, qui ont un coût budgétaire direct, et (b) un soutien à la liquidité, principalement des entreprises, avec des garanties de prêts bancaires, des prêts directs sur des fonds publics, ou des aides en capital. Les mesures d'amélioration de la liquidité peuvent avoir un coût indirect, dans la mesure où les prêts ne sont pas recouverts ou bien les garanties échouent.

## Comment gérer le coût de la défense contre la pandémie ?

---

[2] La Cour a décidé que la banque centrale allemande (Bundesbank) devrait quitter le programme, tout en liquidant plus de 500 milliards d'euros de titres achetés pour le compte de la BCE, si cette dernière ne prouve pas dans les trois mois que le programme est nécessaire et compatible avec les traités.

[3] Un tel système n'impliquerait donc pas que les fonds empruntés mutuellement seraient utilisés par les pays qui en ont besoin à cause de déficits chroniques, alors qu'ils seraient remboursés par les pays les plus solides.

[4] La Commission européenne avait, pour la première fois, lancé un emprunt communautaire pour le compte des pays membres en 1975, au lendemain du premier choc pétrolier (Horn, Meyer et Trebesch 2020). Depuis, la Commission emprunte sur une base régulière sur les marchés des capitaux pour apporter du soutien financier à des pays tiers (dans le cadre de l'assistance macro financière) et des pays membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro au titre du soutien de la balance des paiements. Les fonds pour ces appuis financiers peuvent être levés uniquement par l'emprunt et pas sur le budget communautaire. L'encours de la dette de la Commission, dont la notation est AAA, s'élève actuellement à 52 milliards d'euros.

[5] Le revenu du « seigneuriage » provient de la monnaie émise par la banque centrale (l'équivalent d'environ 8 % du PIB dans la zone euro), qui n'est pas rémunérée, alors que la banque centrale peut investir en contrepartie sur des actifs financiers (obligations d'État) rémunérateurs.

[6] Un certain niveau de dette est soutenable s'il peut être stabilisé par rapport au PIB, vu le taux de croissance, le taux d'intérêt et l'état des finances publiques (le solde budgétaire), en évitant ainsi que la dette devienne explosive. Si le taux d'intérêt réel est supérieur au taux de croissance du PIB, un excédent budgétaire primaire est nécessaire pour payer une partie des intérêts sur la dette et contenir son augmentation par rapport au PIB. Il faut donc que les recettes fiscales dépassent les dépenses publiques sans compter les paiements d'intérêt sur la dette (voir Sidiropoulos et Varoudakis 2019).

[7] Les obligations perpétuelles (Consols) avaient été utilisées par la Grande-Bretagne pour financer les guerres napoléoniennes et la Première Guerre mondiale. Le coût des paiements d'intérêts annuels représenterait probablement un faible pourcentage du budget de l'UE et la demande serait forte de la part des investisseurs institutionnels, en particulier des compagnies d'assurance.