Où en sont la zone euro et la BCE?

telos-eu.com/fr/economie/ou-en-sont-la-zone-euro-et-la-bce.html

Charles Wyplosz, 27 et 28 mars 2020

28 mars 2020

Partout dans le monde, les conséquences économiques du Covid-19 sont potentiellement gravissimes. La zone euro doit confronter des défis encore plus gigantesques en raison de ses institutions et des divisions entre les États membres. Pour elle, la crise pourrait même devenir existentielle, comme en 2012-13.

Pour éviter de complètement désorganiser les systèmes de santé, et ainsi accroître le nombre de victimes, les gouvernements ont mis les populations en quarantaine. Un grand nombre d'entreprises, celles qui ne peuvent pas recourir au travail à distance, se sont arrêtées et les autres ne fonctionnent pas normalement. Seules prospèrent celles qui répondent aux besoins de la population calfeutrée (surtout alimentation, échanges internet, commerce en ligne). La chute de l'activité est brutale et profonde. En réalité, nul ne peut mettre de chiffres sur cette chute, et encore moins sur sa durée.

Pour faire face à cet effondrement, les gouvernements sont montés au créneau. L'objectif est d'éviter les faillites, ne serait-ce que pour permettre la reprise de l'activité une fois le virus écarté, et la plongée dans la pauvreté des ménages plus vulnérables. Le coût de ces interventions est colossal, du jamais vu, même en temps de guerre. Ainsi, les États-Unis viennent d'engager l'équivalent de 10% de leur PIB. Les autres gouvernements y viendront. Ces sommes mirifiques vont creuser le déficit budgétaire, déjà aggravé par des rentrées fiscales amoindries. Les gouvernements devront donc emprunter des sommes immenses.

C'est ici que le bât baisse. Les gouvernements peu endettés ne devraient pas avoir de problème si la crise sanitaire ne dure pas trop longtemps, ni ceux dont le budget était en surplus. Mais les autres vont se retrouver face à des prêteurs (les marchés financiers) méfiants ou, pire, trop effrayés pour boucher le trou. C'est ce qui s'est produit en 2010 pour la Grèce et le Portugal. Or plusieurs pays de la zone euro abordent la situation en bien mauvaise posture. La liste de ceux dont la dette approche ou dépasse 100% du PIB comprend, par ordre décroissant, la Grèce, l'Italie, la Belgique, la France et l'Espagne.

Que se passera-t-il si les marchés refusent de financer les déficits ? On l'a vu en 2010. Ajouter une crise financière à une crise sanitaire et à une crise économique, c'est la triple peine et c'est impensable, encore que ce qui passe en ce moment était impensable il y a peu. C'est pour cela qu'il est crucial de faire ce qu'il faut pour ne pas en arriver là.

Durant la crise des dettes souveraines, la zone euro s'est dotée de nouveaux instruments. En particulier, on a créé de Mécanisme Européen de Stabilité (MES) qui peut prêter jusqu'à 500 milliards d'euros aux pays en crise, mais au vu de ses prêts passés non encore remboursés, sa force de frappe n'est plus que de 420 milliards. C'est beaucoup et peu. C'est beaucoup car, cela pourrait permettre d'absorber l'équivalent de 7% du PIB des cinq pays les plus endettés précédemment indiqués. Mais c'est peu car, si les marchés venaient à vouloir se délester des dettes existantes de ces pays, le scénario habituel lors d'une crise financière, le MES ne pourrait en racheter que 6%.

Mais le vrai problème avec les MES est que ses statuts stipulent que les prêts ne peuvent être accordés que si le pays récipiendaire s'engage à corriger les erreurs qui l'ont obligé à demander de l'aide. Dans ce cas, bien sûr que tout le monde veut endiguer l'épidémie, mais ce n'est pas de cela qu'il s'agit. Il est question de réduire les déficits, ce qui est l'exact contraire de ce qu'il faut faire. Pour que le MES soit utile, cette clause doit être ignorée, ce qui demande un accord politique, peut-être un vote formel, qui semble élusif pour l'instant. Or le virus n'attend pas.

Une autre solution possible est l'émission de « coronabonds », des emprunts publics collectifs. Ce n'est plus de dette italienne, ou française, ou allemande, c'est une dette garantie collectivement. L'idée n'est pas nouvelle, ce n'est qu'une redénomination des « Eurobonds », Proposée et reproposée depuis la de la crise précédente par les pays du sud, cette idée a été vigoureusement rejetée par les pays du nord. La redénomination signale que c'est une opération unique, de circonstance. Même ainsi, les réactions des pas du nord, qui craigne d'établir un précédent, ne sont pas encourageantes.

Si ces propositions sont abandonnées, il n'y aura pas de pare-feu. Il ne restera plus que la BCE pour servir de pompier, une fois de plus. Ces derniers jours, elle a fait une série d'annonces apparemment spectaculaires, mais il n'est pas certain qu'elles seront suffisantes pour pallier les conséquences des désaccords politiques.

Contrairement à d'autres banques centrales comme la Fed, la BCE n'a pas baissé son taux d'intérêt. C'est une bonne décision. D'abord parce que le taux est déjà négatif, sans plus grande marge de manœuvre. Ensuite pare ce que le coût du crédit, très réduit, n'est pas la question. Il s'agit d'aider les entreprises et les particuliers en détresse. Soit ce sont les gouvernements qui offrent des aides, soit ce sont les banques qui prêtent, sans regarder le risque qu'elles prennent.

La BCE a pris des mesures importantes dans ce sens. Les trois plus importantes mesures sont les suivantes, la liste n'est pas exhaustive.

1. Pour encourager les banques à prêter, elle a offert des crédits aux banques à des taux d'autant plus négatifs que les banques consentent plus de prêts.

2. Elle a atténué les exigences vis à vis des banques, tenues de maintenir des soupapes de sécurité qui limitent leurs capacités à prêter.

3. En deux étapes, elle s'est engagée à acheter des dettes publiques et privées pour un

total de 870 milliards, soit 7,3% du PIB de la zone euro. Ceci est destiné à remplacer partiellement ce que le MES ou les Coronabonds ne feront pas.

C'est énorme, mais cela n'a pas entièrement convaincu, parfois pour des questions de détails qui pourraient être améliorées, mais aussi pour une raison fondamentale. Imaginez que les marchés financiers refusent de prêter au gouvernement italien. Celui-ci va se retrouver dans une situation catastrophique et le spectre d'une faillite va immédiatement surgir. Ceci va déclencher un mouvement de panique et pousser tous ceux qui détiennent de la dette italienne à s'en débarrasser au plus vite, ce qui risque de ruiner beaucoup de monde. Qu'une telle situation se produise aux États-Unis et la Fed annoncera immédiatement qu'elle est prête à acheter la dette du gouvernement, toute la dette s'il le faut. Cette simple annonce suffira à aussitôt calmer la situation. Dans la zone euro, une telle réaction est politiquement difficile. La décision sur les 870 milliards sert à préempter la situation, ce qui est bien. Mais la dette italienne est de 2500 milliards et, dans une situation de panique, d'autres gouvernements risquent de faire face à la même situation.

En 2012, alors que le même mouvement de panique de développait dans la zone euro, le président de la BCE, Mario Draghi, a utilisé trois mots désormais célèbres, *whatever it takes*, et la décrue de la crise s'est amorcée, sans que la BCE ne dépense un sou. Ceci illustre que le pouvoir unique d'une banque centrale est sa capacité à créer en un clic un montant infini de monnaie pour racheter ce qu'elle veut, comme elle veut.

Christine Lagarde n'a pas prononcé ces mots, ou une autre habile expression équivalente. Elle a bien dit qu'elle est prête à aller plus loin, mais elle n'est pas allée jusqu'à que ce soit sans limite. Tant qu'elle ne fait pas, la zone euro est en danger. Elle peut se désoler, à juste titre, de la discorde des gouvernements qui ne font pas leur travail. Elle peut garder de la poudre au sec pour ne pas leur rendre la vie trop facile. Elle peut aussi redouter les réactions hostiles des pays du nord. Mais il serait catastrophique de ne prononcer ces mots qu'après le déclenchement d'une crise financière alors qu'elle peut la prévenir.

Faut-il se résoudre à annoncer des politiques non-chiffrées?

telos-eu.com/fr/economie/faut-il-se-resoudre-a-annoncer-des-politiques-non-.html

27 mars 2020

C'est la nouvelle compétition. Les gouvernements et les banques centrales ne cessent d'annoncer des objectifs toujours accrus en matière de dépenses ou de prêts. Chaque annonce trivialise la précédente, parfois à quelques jours d'intervalle. Non seulement cette accumulation révèle leur ignorance de la situation mais elle indique une erreur de raisonnement.

Comme toujours, c'est le président Trump qui en offre l'exemple le plus frappant, mais les autres responsables devraient de garder de s'en moquer. Pendant des semaines, il a annoncé que tout allait bien se passer, puis il a promis de dépenser 2,5 milliards de dollars (0,01% du PIB). Le Congrès a alors voté une somme de 100 milliards (0,5% du PIB). On en est à présent à 2000 milliards. Le spectacle est similaire un peu partout ailleurs.

Bien sûr, nous sommes rentrés en terres inconnues. Chaque, nous comprenons un peu mieux la nature de l'épidémie et ses conséquences économiques. Ce processus va se poursuivre, encore et encore. Les responsables économiques se demandent quelles doivent être leurs réponses aux informations quotidiennes. Mais ce que nous observons ne peut pas être la bonne réponse. Les responsables doivent regarder au-delà.

Leur action doit prendre en compte l'extraordinaire incertitude de cette période. Il est généralement admis que les politiques économiques doivent s'attaquer directement aux difficultés rencontrées par des millions de personnes et d'entreprises. Il est aussi important de préparer la reprise de l'activité une fois la crise passée. Une très forte expansion, qui compensera la profonde dépression en cours, est possible. Ces deux objectifs requièrent de de contenir la montée de la pauvreté et des faillites. Cette stratégie est bien assimilée, mais il reste un redoutable défi : chaque personne et chaque entreprise est un cas spécial, à traiter comme tel. Envoyer des chèques à tout le monde, la manière dont Trump pense utiliser ses milliards, est bien trop simpliste. C'est très cher et très inefficace. Une approche bien plus fine est nécessaire, mais elle est aussi beaucoup plus difficile. Les idées commencent à apparaître un peu partout, heureusement.

Il y bien longtemps que les gouvernements ont accepté que leurs budgets doivent être soigneusement préparés et chiffrés, même si les engagements ainsi pris sont oubliés dès qu'annoncés. Chiffrer les budgets en détail est désormais une exigence, et c'est peut-être ce qui explique ces annonces continues. Mais, dans la situation actuelle, il est tout bonnement impossible de procéder de la manière habituelle. La question est : les responsables des politique économiques doivent-ils se résoudre à annoncer des politiques non-chiffrées ?

Quand les chiffres se révèlent rapidement être dépassés, c'est peut-être le moment de s'en passer, de manière strictement temporaire. Les gouvernements et les banques centrales se doivent de concentrer tous leurs moyens disponibles sur la définition précise de leurs interventions. Il leur faut aussi continuellement ajuster le tir au fur et à mesure que la compréhension de la situation progresse. Ils devraient s'arrêter de tout chiffrer en temps réel. Les coûts seront ce qu'ils seront. Nous découvrirons bientôt la facture, et elle sera gigantesque.

Cela nous alerte aussitôt sur un autre défi. Les gouvernements doivent dès à présent envisager ce qu'ils feront lorsqu'ils découvriront la taille de la facture. S'ils auront adopté les bonnes mesures face à l'épidémie, la reprise sera très vigoureuse lorsque les ménages achèteront ce qu'il n'ont pas pu acheter et les entreprises multiplieront les heures supplémentaires pour faire face à la demande. Les politiques macroéconomiques habituelles de soutien à la croissance seront inutiles. Sera venu alors le temps de s'attaquer aux conséquences budgétaires de leurs interventions. Ce ne sera pas facile. Des millions de mauvaises raisons plaideront pour remettre l'ajustement à plus tard. La fenêtre de tir pourrait être brève, il serait très triste de la laisser se refermer sans en avoir profité.

Penser dès maintenant à l'ajustement futur a l'avantage d'éclairer les décisions en cours face à l'épidémie. Les gouvernements doivent aider, mais en prêtant ou en opérant des transferts ? La réponse doit se faire cas par cas, mais elle doit aussi intégrer le besoin ultérieur d'ajustement. Les prêts devront être remboursés, mais quand et à quel rythme ? Cela doit être prévu à l'avance. Les transferts sont des dons, mais ils peuvent être indirectement récupérés quand la reprise génère des gains et des profits. Prévoir ces aspects est essentiel pour la suite.

Et les banques centrales?

Leur responsabilité première est d'éviter que la crise économique ne se transforme en crise financière. Elles veulent également encourager les banques à accorder largement des prêts aux ménages et aux entreprises qui seront en souffrance, et aussi aux gouvernements qui vont devoir emprunter des montants énormes pour financer leurs interventions. C'est très clairement ce dont préoccupent les banques centrales, qui assument leur rôle de prêteur en premier ressort. Elles fournissent des sommes gigantesques aux marchés financiers pour éviter ce qui s'est produit en 2008, le gel des

activités lorsque les traders redoutaient de ne pas être payés ou de voir leurs contreparties en faillite. Plusieurs banques centrales ont aussi abaissé le taux d'intérêt pour rendre les emprunts plus abordables.

Les banques centrales ont aussi annoncé les montants qu'elles ont l'intention de fournir. Comme les gouvernements, elles ont rapidement augmenté ces montants. Annoncer les montants est devenu la pratique habituelle en matière de « *quantitative easing* » (assouplissement financier), mais est-ce la démarche la mieux appropriée ?

Pour l'instant, il n'y a pas de crise financière. Certes, les cours boursiers ont beaucoup baissé ces temps derniers, avant de remonter. Mais, avant l'épidémie, l'avis général était que les cours des actions étaient surévalués. Les discussions portaient sur quand et comment se produirait la correction. Maintenant, la correction est en cours, grâce à l'épidémie. Il est bon de la laisser aller à son terme, même si elle dépasse ce qui est nécessaire. Depuis une dizaine d'années, les investisseurs ont gagné des fortunes, maintenant ils doivent perdre une partie de leurs gains. Les profits reviendront après l'épidémie. Ce n'est donc pas une crise financière et les banques centrales ne devraient pas essayer de faire remonter les cours.

Pourquoi annoncent-elles des chiffres, alors ?

Par orgueil, peut-être, parce qu'elles ne veulent pas être en reste par rapport aux gouvernements ? Trop enfantin pour être plausible. Le plus probable c'est qu'elles veulent que leurs appels aux marchés financiers, qu'il prêtent vite et beaucoup, soient entendus. Elles peuvent faire mieux. La caractéristique unique des banques centrales est qu'elles peuvent annoncer des interventions de taille potentiellement infinie. Quand elles annoncent des chiffres, même gigantesques, elles se privent de leur outil le plus puissant. Si elles annonçaient simplement qu'elles vont fournir n'importe quel montant nécessaire, elles enverraient un signal beaucoup plus puissant et elles s'éviteraient d'avoir à remonter sans arrêt leurs chiffres que, de toute façon, elles ne peuvent pas évaluer à l'avance.