

Après les annonces de Christine Lagarde, la monétisation de la dette publique en zone euro ne fait plus guère de doute.

Face à un double choc, celui de la demande – l'impossibilité de s'approvisionner et la peur provoquée par la crise sanitaire - et celui de l'offre -l'arrêt de la production dû au confinement - les gouvernements ont réagi très vite et de manière massive. Le plan de sauvetage américain (2 000 milliards de dollars) comprend ainsi des aides aux entreprises, des dons aux ménages, une couverture du chômage partiel et des garanties financières. Le déficit budgétaire américain, qui avait très fortement augmenté depuis l'élection de Donald Trump, va à nouveau bondir, probablement de 5% à plus de 10% du PIB. La dette publique américaine, actuellement de 125% du PIB en incluant les « *States and local entities* », va probablement approcher 140% du PIB. En Europe, des plans semblables vont faire exploser la dette publique, autour de 110% du PIB en France et 160% en Italie, un niveau qui n'est plus très éloigné de celui de la Grèce. Au niveau mondial, la dette publique, qui est passée de 70% du PIB en 2000 à 107% voici deux ans, va rejoindre et peut-être dépasser le niveau historique atteint pendant la seconde guerre mondiale (115%).

Ce bond annoncé de la dette publique a paniqué un moment les marchés obligataires. On a vu pendant quelques jours les taux des emprunts d'Etat monter subitement aux Etats-Unis et en Europe. Comment les Etats allaient-ils en effet financer leurs déficits budgétaires ? A cette inquiétude, s'est ajouté un élément technique : des « *fire sales* » ont été observées sur les actifs de qualité pour faire face aux appels de marge sur les opérations perdantes, notamment sur les marchés de dérivés. La réponse des banques centrales est arrivée très vite : en plus des politiques d'injection de liquidités destinées au financement des banques et de l'économie, des politiques massives d'achat de dettes publiques allaient être entreprises (*Quantitative Easing, QE*). Les montants pourraient même être « illimités ».

Cette fois, la monétisation de la dette publique, c'est-à-dire la possibilité pour un Etat de se financer, directement ou indirectement, auprès de sa Banque centrale, de manière gratuite¹, est officiellement mise en place aux Etats-Unis comme en zone euro. L'objectif du *Quantitative Easing* de la zone euro n'est plus d'atteindre un objectif d'inflation « inférieure à mais proche de 2% »² et de faciliter le financement de l'économie. Il est d'intervenir sur la dette publique en rachetant des quantités illimitées. Christine Lagarde écrit ainsi dans une tribune au Financial Times : « Nous sommes totalement prêts à augmenter la taille de nos programmes d'achats d'actifs et à ajuster leur composition, autant que nécessaire et aussi longtemps que nécessaire ». Quant à la Fed, elle déclare qu'elle entreprend cette politique « *in the amounts needed* » et décide aussitôt d'acheter en quelques semaines près d'une année de déficit budgétaire.

Lorsque les dirigeants européens ont décidé de donner leur indépendance aux banques centrales, en prenant comme le modèle de la Bundesbank, l'objectif était de mettre un terme à

¹ En cas de d'achat sur le marché secondaire de dettes publiques par la Banque centrale, les intérêts reçus par celle-ci sont reversés au Trésor public de l'Etat concerné.

² De toute façon, cet objectif est actuellement inatteignable pour des raisons structurelles tenant à la zone euro et à la mondialisation.

EUROPOLIS

la tentation de certains Etats de financer le Trésor public par la création monétaire, une pratique autorisée en France jusqu'en 1973 et en Italie jusqu'aux années quatre-vingts. Une génération plus tard, on peut légitimement se demander si des banques centrales dépendantes des gouvernements n'auraient pas créé moins de monnaie que la nouvelle Banque centrale indépendante...

La monétisation de la dette est une nouvelle étape dans l'abandon d'une disposition qui était un vrai bloc de granit du Traité de Maastricht et plus tard de l'article 123 du Traité de Lisbonne : l'interdiction faite à la BCE de financer les Etats. Le Conseil européen du 13 décembre 1993 avait même tenu à préciser dans un texte législatif que des achats effectués par la BCE ou les banques centrales nationales sur le marché secondaire de la dette publique « ne doivent pas servir à contourner l'interdiction de l'accès privilégié », c'est-à-dire l'interdiction lors de l'émission des titres.

Pour rassurer les juristes lors du lancement de son *QE* en mars 2015, la BCE avait expliqué que ce *QE* n'était en rien une monétisation de la dette. Afin de prouver sa bonne foi, elle avait défini quelques règles : ses interventions se feraient en respectant la clé de répartition établie pour la souscription à son capital et en s'interdisant de franchir deux limites fixées à 33%, l'une applicable aux souches obligataires et l'autre applicable à la dette globale d'un Etat. En 2018, dans sa décision validant le *QE*, la Cour de Justice européenne avait pris acte de ces règles strictes pour affirmer que le principe d'interdiction de la monétisation était respecté et considérer que les risques pour le Système européen de banques centrales étaient cantonnés. Le *QE* ne pourrait en aucune manière être un moyen de répondre à un besoin spécifique de financement d'un Etat ou constituer une incitation à abandonner la conduite d'une politique budgétaire saine.

Or, dans la nuit du 25 mars, la BCE a annoncé qu'elle avait décidé d'abolir temporairement ces règles. Elle a déclaré qu'elle s'accordait désormais une grande flexibilité en raison de la situation exceptionnelle. Une véritable « bombe » comme l'a souligné Frédéric Ducrozet, Senior Economist chez Pictet. En deux temps, en 2015 et en 2020, une vraie révolution a ainsi été réalisée. Un pilier du Traité de Maastricht et du Traité de Lisbonne s'est effondré. Il est difficile désormais d'affirmer que la BCE ne finance pas les Etats de manière gratuite et illimitée, et qu'en cas de défaut d'un Etat ce n'est pas elle qui prendra la décision d'abandonner une partie de la créance de cet Etat.

Certains Etats, comme les pays périphériques et la France, se réjouiront de cette décision, d'autres, comme l'Allemagne et les Pays-Bas, s'en offusqueront. En prenant cette décision avec le Conseil des gouverneurs, Christine Lagarde s'est peut-être souvenue de ce qu'elle déclarait au Wall Street Journal le 17 décembre 2010 : «*Nous avons violé toutes les règles des traités car nous voulions sauver la zone euro*»... Pour justifier sa décision, la BCE fera probablement valoir que c'est elle qui s'est imposée ces règles et qu'elle est donc libre d'y renoncer... Le problème, c'est qu'entre-temps, en 2018, la Cour de Justice de l'Union Européenne (Luxembourg) a fait du maintien de ces règles un élément décisif dans son approbation de la procédure du *Quantitative Easing*.

Pour devancer un nouveau recours devant la Cour de Justice, la BCE proposera peut-être l'annulation de son droit de vote au-delà du seuil de 33%, cela afin d'éviter que, réunis en assemblée générale, par exemple à l'occasion d'une restructuration de la dette d'un Etat en

EUROPOLIS

difficulté, la Banque centrale n'ait la minorité de blocage parmi les porteurs d'obligations, voire une large majorité avec le bloc des banques (les banques italiennes détiennent 17% de la dette publique italienne³). Cette disposition ne changerait cependant rien au problème de fond qui est le non-respect d'un principe de proportionnalité dans la détention de la dette d'un Etat en difficulté. La BCE pourrait également faire valoir le caractère temporaire de la levée des règles de proportionnalité ou l'urgence d'agir face à la pandémie, mais ces éléments de langage risquent de ne pas impressionner des juristes.

Au-delà du débat juridique, la mise en place des politiques de *Quantitative Easing* depuis la crise de 2008 pose un vrai problème, celui de la stabilité financière. Ce n'est pas un problème propre à la BCE mais un problème qui concerne tous les pays qui pratiquent ces politiques depuis la crise de 2008. On a aujourd'hui tendance à oublier que, de la Seconde Guerre mondiale à la crise de 2008, le bilan de la Fed était resté cantonné aux environs de 5 % du PIB. Or, depuis 2008, le bilan de la Fed varie entre 18 et 24% du PIB. Il va s'approcher très vite de 30%. En zone euro, le bilan de la BCE, représentant actuellement 40% du PIB, va s'approcher de 50%. C'est un changement de paradigme, fort agréable pour soulager les marchés financiers dans l'instant où l'instrument de la monétisation est utilisé mais peut-être lourd de conséquences pour l'avenir.

Tout le monde s'accorde pour dire que l'injection de liquidités au moment où éclate une crise financière doit être immédiate et massive. Les banques centrales ont une obligation de prêteur en dernier ressort. En revanche, l'achat de dette publique, s'il est parfois nécessaire, le temps de redonner confiance aux investisseurs, est une politique qui ne peut être que très exceptionnelle. Ce fut le cas dans les années 30, de manière ponctuelle, après l'arrivée au pouvoir de Franklin Roosevelt. Mais la création de monnaie pour financer le déficit public renvoie aussi à de sinistres expériences historiques. Goethe, souvent cité en Allemagne à ce sujet, décrivait dans son *Second Faust* une scène à la Cour du Roi où Méphistophélès, déguisé en fou du Roi, distribue des billets sans compter... Tout le monde se réjouit, l'activité artisanale est intense, le vin coule à flots...jusqu'au jour où les billets se transforment en scarabées !

L'accumulation de dettes publiques dans le bilan de la BCE est d'autant plus problématique que la BCE a un statut très particulier, sans équivalent dans le monde. En cas de défaut d'un pays de la zone euro, la clé de répartition du capital s'appliquera pour financer l'augmentation de capital qui suivra la constatation de la perte sur les obligations achetées. La décision devra être prise à l'unanimité des 19 pays. Si la dette du pays qui fait défaut est d'un montant significatif, on imagine l'émotion des contribuables des pays qui seront mis à contribution.

Peu de temps après avoir pris ses fonctions, Mario Draghi avait déclaré au *Wall Street Journal* (le 24 février 2012) : « Les gens ont tendance à oublier que l'argent dépensé par la BCE n'est pas de l'argent privé. C'est de l'argent public. C'est l'argent des contribuables ».

La question posée par la suppression des règles de proportionnalité de la BCE va donc bien au-delà d'un simple problème juridique. C'est le problème des risques pris par les citoyens des Etats concernés, et peut-être, à terme, celui de la stabilité financière. Keynes, cité par

³ Aux Etats-Unis, les banques ne détiennent que 3 à 4% de la dette fédérale.

EuropolIS

Jacques de Larosière, disait qu'il n'y a pas de limite à l'action d'une Banque centrale... tant qu'elle inspire confiance !

Jean-Michel NAULOT

Ancien membre du Collège de l'Autorité des marchés financiers

Auteur d' « Eviter l'effondrement » (Seuil, 2017)