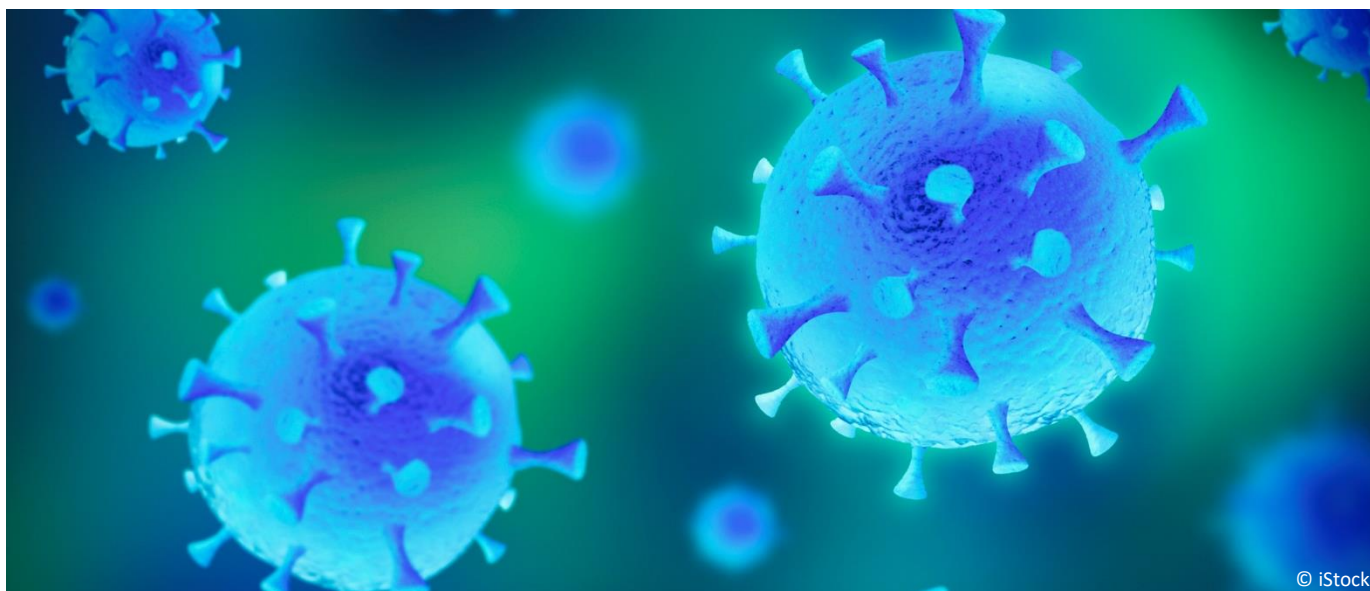


Gérer la crise du coronavirus

Recommandations pour la politique économique et fiscale

Matthias Kullas et Bert Van Roosebeke



Les conséquences économiques de la crise du coronavirus ont fait naître des doutes sur la solvabilité de certains pays de la zone euro. Le présent **ceplnput** porte un regard critique sur les récentes interventions de la BCE, qui sont la conséquence d'une série d'erreurs politiques et appelle à une alternative : l'octroi de lignes de crédit dans le cadre du mécanisme européen de stabilité (MES).

- ▶ L'efficacité des mesures de politique économique face à la crise du coronavirus est limitée tant que les mesures d'ordre sanitaire entraînent des ruptures du côté de l'offre. La stagflation menace.
- ▶ Des mesures au niveau de l'Union européenne (UE) sont nécessaires pour maintenir la circulation transnationale des marchandises et les soutiens de trésorerie. Ces mesures peuvent contribuer à prévenir les faillites massives et une crise financière ultérieure.
- ▶ Les lignes de crédit du MES doivent être activées. Contrairement aux « Coronabonds » qui sont souvent demandées, elles sont conformes aux objectifs fixés, compatibles avec les mesures incitatives, légitimées démocratiquement et peuvent être utilisées rapidement.
- ▶ Si les fonds actuels du MES ne sont pas suffisants, ces moyens financiers devraient être accrus – plutôt que la BCE ne procède à de nouveaux achats massifs des obligations d'État.

Table des matières

1	Mesures récentes de la Banque centrale européenne.....	3
1.1	Les décisions de la BCE des 12 et 18 mars 2020	3
1.2	Les limites du mandat de la BCE.....	4
2	Comment en est-on arrivé là ?	5
2.1	La situation économique générale, particulièrement celle de l'Italie.....	5
2.2	Échec du pacte de stabilité et de croissance.....	6
2.3	Non-activation du mécanisme européen de stabilité (MES)	6
2.3.1	Lignes de crédit conditionnelles à titre de précaution (PCCL).....	7
2.3.2	Lignes de crédit assorties de conditions renforcées (ECCL)	8
2.3.3	Renoncement aux lignes de crédit du MES jusqu'à présent	8
2.4	Conclusion	9
3	Mesures nécessaires	9
3.1	Mesures nécessaires	9
3.2	La mission européenne : garantir les liquidités.....	10

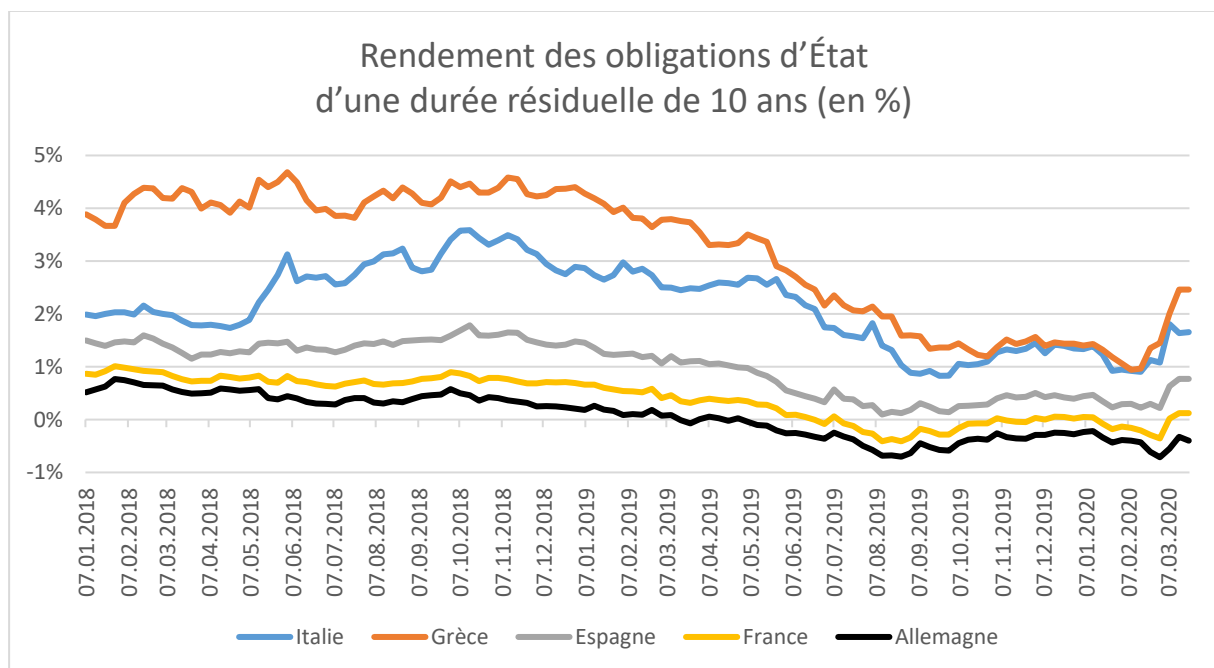
1 Mesures récentes de la Banque centrale européenne

1.1 Les décisions de la BCE des 12 et 18 mars 2020

Au cours des deux dernières semaines, la Banque centrale européenne (BCE) a adopté deux trains de mesures pour contenir les conséquences économiques de la crise du coronavirus. Le premier paquet, adopté le 12 mars¹, comprend :

- l'exécution d'opérations de refinancement supplémentaires à plus long terme ;
- des conditions plus favorables pour les opérations de refinancement à plus long terme entre juin 2020 et juin 2021 ;
- et des achats supplémentaires de titres d'un montant de 120 milliards d'euros d'ici à la fin de 2020, principalement des obligations d'entreprises.

En annonçant ces mesures, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, a expliqué qu'il n'appartenait pas à la BCE d'ajuster les spreads – c'est-à-dire les différences dans les rendements des obligations d'État des différents pays de la zone euro liées au risque. Cette déclaration a conduit à une augmentation des rendements, en particulier sur les obligations d'État italiennes. En effet, les investisseurs craignaient que cela ne signifie une rupture avec la politique antérieure de la BCE.



Graphique 1 : Rendements des obligations d'État de certains pays de la zone euro

Sous la présidence de Mario Draghi, la BCE a veillé à plusieurs reprises à réduire les spreads des différents pays de la zone euro. La raison invoquée est que, dans le cas contraire, la transmission des impulsions de politique monétaire ne serait pas garantie². Christine Lagarde a corrigé sa déclaration a posteriori dans une interview télévisée. De plus, l'économiste en chef de la BCE, Philip Lane, a écrit

¹ Banque centrale européenne (BCE), « [Décisions de politique monétaire](#) », Communiqué de presse du 12 mars 2020.

² BCE, « [Technical features of Outright Monetary Transactions](#) », Communiqué de presse du 6 septembre 2012.

dans un billet de blog que la BCE continuerait de réduire les spreads obligataires lorsque la transmission de la politique monétaire est menacée³.

Comme le premier train de mesures de la BCE n'est pas parvenu à calmer les marchés, la BCE a adopté un deuxième train de mesures à peine six jours plus tard, le 18 mars 2020⁴. Celui-ci comprend notamment un nouveau programme appelé Programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Program - PEPP*) pour l'achat d'obligations publiques et privées d'une valeur de 750 milliards d'euros. Les achats doivent être effectués avant la fin de l'année 2020.

Il est vrai que la BCE a annoncé qu'elle baserait son achat d'obligations d'État sur la clé de répartition du capital des pays de la zone euro. Une telle répartition avait déjà été décidée dans le cadre de l'autre grand programme d'achat d'obligations de la BCE, le programme d'achat d'obligations du secteur public (*Public Sector Purchase Program - PSPP*)⁵. Avec le PEPP, la BCE « flexibilise » la règle d'action précédente : la clé de répartition ne s'applique plus à tous les achats d'obligations d'État, mais uniquement durant toute la durée du programme.

En outre, la BCE envisage d'abandonner le plafond qu'elle s'est imposé pour ses achats d'obligations d'État à hauteur de 33 % des tranches d'emprunts respectives.

En outre, la BCE a annoncé qu'elle achèterait également des obligations grecques dans le cadre du PEPP. Cela était impossible dans le cadre du PSPP du fait de la mauvaise notation des obligations grecques. La BCE a justifié le nouveau programme d'achat d'obligations de la même manière que le programme déjà existant : l'objectif est de réduire les risques pour la transmission des impulsions de politique monétaire.

Outre la mise en place du PEPP, la BCE a décidé deux autres mesures. Tout d'abord, la gamme d'obligations que la BCE peut acheter dans le cadre du programme d'achat d'obligations émises par les entreprises (*Corporate Sector Purchase Programme - CSPP*) a été élargie. D'autre part, les garanties que les banques sont autorisées à déposer auprès de la BCE dans le cadre des opérations de refinancement ont été assouplies.

1.2 Les limites du mandat de la BCE

Comme pour les mesures précédentes, les récentes décisions prises par la BCE soulèvent des questions de compatibilité avec son mandat. La question est particulièrement pertinente de savoir si les décisions de la BCE constituent un contournement de l'interdiction du financement monétaire public et si elles limitent l'intérêt des pays de la zone euro à mener des politiques budgétaires saines.

Dans son arrêt sur le PSPP, la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) a attiré l'attention sur le fait que la BCE « d[evai]t fournir des garanties suffisantes pour assurer que son action [était] compatible avec l'interdiction du financement monétaire prévue à l'article 123 du TFUE, en veillant à ce que le programme ne soit pas susceptible d'affaiblir les incitations des États membres concernés à mener des politiques budgétaires saines »⁶. Déjà dans l'arrêt OMT, la Cour de justice avait fait valoir

³ Philipp R. Lane, « [The Monetary Policy Package: An Analytical Framework](#) », 13 mars 2020.

⁴ BCE, (2020a) : « [ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme \(PEPP\)](#) », Communiqué de presse du 18 mars 2020.

⁵ Par exemple, 21,4 % des obligations achetées par la BCE doivent être des obligations d'État allemandes, car il s'agit de la part allemande dans la clé de répartition du capital de la BCE.

⁶ Weis et alii, Arrêt de la CJUE du 11 décembre 2018, C-493/17, par. 107.

qu'un programme de la BCE « contournerait l'article 123, paragraphe 1, du TFUE s'il était susceptible de supprimer l'incitation des États membres concernés à mener des politiques budgétaires saines »⁷.

Dans l'arrêt PSPP, la CJUE a souligné explicitement deux caractéristiques du PSPP qui empêchent cela. Toutefois, le nouveau PEPP de la BCE ne présente plus ces deux caractéristiques :

- Dans l'arrêt PSPP, la CJUE a souligné que la répartition des achats d'obligations d'État de la BCE selon la clé de répartition du capital signifiait qu'un État membre devait s'attendre à ce que la proportion des obligations de cet État achetées par la BCE diminue dans le cas où sa politique budgétaire manquerait de solidité. En conséquence, la CJUE a estimé que l'État membre ne pouvait pas échapper aux effets de la détérioration de ses performances budgétaires, ce qui explique que l'interdiction du financement public monétaire soit maintenue⁸. Le PEPP s'en écarte dorénavant : lorsqu'elle achète des obligations d'État, la BCE ne souhaite respecter la clé de répartition du capital qu'à moyen ou long terme. Au moins à court terme, la BCE devrait donc pouvoir acheter un montant d'obligations d'État italiennes et grecques supérieur à leurs participations respectives dans la BCE.
- Dans l'arrêt PSPP, la CJUE a souligné que les « limites maximales d'achat par émission et par émetteur » du PSPP signifiaient que la BCE ne pouvait acheter qu'une petite partie des obligations émises par un État membre. L'État membre devrait donc principalement recourir aux marchés pour financer son déficit budgétaire. La CJUE en a également conclu que l'interdiction du financement monétaire public était respectée⁹. Dans le cadre du PEPP, la BCE envisage d'abandonner le plafond qu'elle s'est imposée pour ses achats, à savoir 33 % des obligations émises dans chaque cas.

Même s'il est peu probable que la CJUE considère le PEPP comme une violation de l'interdiction du financement monétaire public, la BCE abandonne deux critères essentiels de la CJUE pour la légalité des programmes d'achat d'obligations d'État.

2 Comment en est-on arrivé là ?

2.1 La situation économique générale, particulièrement celle de l'Italie

Une fois de plus, l'Italie est particulièrement dans le besoin. En raison de l'absence de véritables réformes de l'économie réelle et de mesures d'austérité, la situation économique en Italie était déjà tendue avant le déclenchement de la crise du coronavirus. Entre 2010 et 2019, l'Italie a été à l'avant-dernière place des pays de la zone euro, devant la Grèce, en termes de croissance du PIB¹⁰. Durant les sept années qui se sont écoulées de 2008 à 2014, le PIB italien s'est contracté quatre fois. Ce n'est que depuis 2015 que l'Italie enregistre de nouveau une croissance continue de son PIB. Mais il est si faible que le PIB antérieur à la crise financière de 2008 n'a toujours pas été atteint en 2019. En 2019, le PIB italien était au même niveau qu'en 2004. La raison de la faible croissance du PIB italien est la faible croissance de la productivité du travail. Au cours des deux dernières décennies, elle n'a augmenté que de 6 %. En Allemagne, elle a augmenté de 26 % sur la même période. La faible croissance de la productivité du travail est à son tour due à la faiblesse des investissements et de la productivité totale des facteurs¹¹.

⁷ Arrêt de la CJUE du 16 juin 2015, Gauweiler et autres, C-62/14, par. 109.

⁸ CJUE dans l'affaire- C493/17, par. 140.

⁹ CJUE dans l'affaire- C493/17, par. 141.

¹⁰ Voir Eurostat, calculs propres.

¹¹ Voir A. Gasparotti, « [Combating the Italian crisis](#) », 2019.

Outre la faible croissance du PIB, la dette publique élevée de l'Italie (137 % du PIB) est particulièrement préoccupante¹². Au sein de l'UE, seule la Grèce, avec 178 %, affiche un taux plus élevé.

2.2 Échec du pacte de stabilité et de croissance

En réalité, le pacte de stabilité et de croissance devrait permettre de réduire rapidement les niveaux d'endettement élevés et de les rapprocher de la limite des 60 %. Concrètement, pour les États membres dont le niveau d'endettement est supérieur à 60 % du PIB, le pacte stipule que la différence entre le niveau d'endettement et le seuil de 60 % doit être réduite d'un vingtième en moyenne chaque année¹³. Le pacte budgétaire a les mêmes exigences¹⁴. L'Italie n'a pas respecté cette règle. En fait, c'est le contraire qui s'est produit. Depuis la crise financière de 2008, la dette de l'Italie a augmenté de 31 points. La Commission européenne, en tant que garante de ce pacte, a constamment ignoré cette évolution. Par conséquent, même avant le déclenchement de la crise du coronavirus, l'Italie ne disposait que d'une faible marge de manœuvre budgétaire. Dans les faits, ces dernières années, l'Italie n'a pu se refinancer sur le marché des capitaux qu'en raison du PSPP et de la promesse de la BCE de maintenir les écarts obligatoires à un niveau bas. Cependant, au lieu d'utiliser le soutien de la BCE pour réduire la dette publique, les Italiens ont accru leur dette.

Compte tenu de la crise actuelle, le fait que la Commission européenne et le Conseil des ministres aient dorénavant décidé de suspendre le pacte de stabilité et de croissance en activant pour la première fois la clause de sauvegarde générale du pacte est pertinente. Car les États membres doivent tout mettre en œuvre en termes de politique budgétaire pour amortir le crash complet de l'économie. Les erreurs dans l'application du pacte ont été commises antérieurement.

2.3 Non-activation du mécanisme européen de stabilité (MES)

En 2012, les États de la zone euro ont mis en place le mécanisme de stabilité européen (MSE). Celui-ci apporte une assistance conditionnelle aux États de la zone euro qui rencontrent de « graves problèmes de financement » lorsque cela est essentiel pour préserver la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble et celle de ses États membres¹⁵.

Dans ces conditions, le MES peut autoriser des prêts généraux aux États de la zone euro, des prêts aux États de la zone euro pour recapitaliser des institutions financières, des achats des obligations d'États sur les marchés primaire et secondaire, des recapitalisations directes des banques et une « assistance financière à titre de précaution » sous forme de lignes de crédit¹⁶.

Fondamentalement, le Traité instituant le MES dispose que toute assistance apportée dans le cadre de celui-ci doit être soumise à des « conditions appropriées ». Ces conditions sont définies dans un protocole d'accord (*Memorandum of Understanding - MoU*)¹⁷. Elles peuvent aller « d'un programme

¹² Eurostat, [Communiqué de presse 15/2020](#).

¹³ Cf. art. 2 du [règlement \(CE\) n° 1467/97](#).

¹⁴ Cf. l'art. 4 du [Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire](#).

¹⁵ Traité instituant le mécanisme européen de stabilité (MES), Art. 3.

¹⁶ Ibid., Art. 14-18. La recapitalisation directe des banques n'est pas due à un amendement du Traité mais a été introduite comme instrument supplémentaire par le Conseil des gouverneurs sur la base de l'Art. 19 du Traité.

¹⁷ Ibid., Art. 13.

d'ajustement macroéconomique à l'obligation de continuer à respecter des conditions d'éligibilité préétablies »¹⁸.

Ces dernières semaines, l'activation des lignes de crédit du MES a fait l'objet de discussions intenses. Cela reflète la situation actuelle : l'accès aux marchés de capitaux des États de la zone euro qui demandent de l'aide n'est pas considéré actuellement comme gravement menacé, même s'il y a de plus en plus de doutes à moyen terme (cf. graphique 1).

Les lignes de crédit sont utilisées sous la forme de prêts du MES ou d'achats sur le marché primaire, c'est-à-dire d'achats des obligations d'État réalisés par le MES directement auprès du pays émetteur. Ils sont valables un an et peuvent être prolongés deux fois pour une durée de six mois. Jusqu'à présent, aucun État de la zone euro n'a utilisé cet instrument. Une distinction est faite entre les lignes de crédit conditionnelles à titre de précaution (*precautionary conditioned credit lines - PCCL*) et les lignes de crédit assorties de conditions renforcées (*enhanced conditions credit lines - ECCL*).

Comme pour toute aide du MES, les lignes de crédit PCCL et ECCL ne sont autorisées que s'il existe un risque pour la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble et celle de ses États membres, et sont soumises à conditions. La guideline du MES en matière de lignes de crédit¹⁹ précise certes les conditions d'utilisation des lignes de crédit, mais elle laisse certaines questions ouvertes. Cela vaut également pour les conditions qui doivent y être liées.

2.3.1 Lignes de crédit conditionnelles à titre de précaution (PCCL)

Ces lignes de crédit ne peuvent être accordées qu'aux États de la zone euro dont la situation économique et financière est « fondamentalement saine »²⁰. La Commission européenne, en coopération avec la Banque centrale européenne, doit ainsi procéder à une « évaluation globale » basée sur six critères :

- (1) Le respect du pacte de stabilité et de croissance : un État de la zone euro contre lequel une procédure de déficit excessif est en cours ne peut se voir accorder l'accès à une ligne de crédit que s'il se conforme aux décisions et recommandations du Conseil visant à corriger son déficit excessif.
- (2) Une dette publique durable.
- (3) Éviter un déséquilibre excessif : un État membre de la zone euro soumis à une procédure de déséquilibre macroéconomique excessif (*excessive imbalance procedure - EIP*)²¹ ne peut avoir accès à une ligne de crédit que s'il reste déterminé (« remains committed ») à corriger le déséquilibre identifié par le Conseil.
- (4) Un historique d'accès aux marchés internationaux de capitaux à des conditions raisonnables.
- (5) Une position extérieure globale durable.

¹⁸ Ibid., Art. 12, para. 1.

¹⁹ « [European Stability Mechanism Guideline on Precautionary Financial Assistance](#) » du 9 octobre 2012. Il n'existe aucune traduction française officielle de la guideline.

²⁰ Ibid., « Where the economic and financial situation is still fundamentally sound », Art. 2, para. 2.

²¹ La procédure de surveillance des déséquilibres macroéconomiques vise à détecter les risques impliqués par les bulles des marchés de placement, les bulles immobilières ou par une capacité de concurrence divergentes des États membres. La procédure se déroule de la même manière que la surveillance fiscale dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance. M. Kullas, [Kann der reformierte Stabilitäts- und Wachstumspakt den Euro retten?](#), 10/2011.

(6) L'absence de problèmes de solvabilité dans les banques qui constituent une menace systémique pour la stabilité du système bancaire de la zone euro.

Toutefois, il est non seulement difficile de savoir si seuls ces critères doivent être remplis²². La signification concrète de certains d'entre eux demeure également incertaine en raison de leur formulation vague dans la guideline du MES.

Dans le cas des lignes de crédit PCCL, l'État bénéficiaire doit s'engager à respecter les six critères d'accès même après l'octroi de la ligne de crédit, c'est-à-dire avant qu'elle ne soit effectivement utilisée²³. L'ambiguïté demeure sur le fait que le protocole d'accord peut ou doit également contenir des conditions de politique économique supplémentaires pour cette phase. Si l'État a recours à la ligne de crédit PCCL accordée, il doit prendre des mesures, en consultation avec la Commission et la BCE, pour éliminer les causes des problèmes²⁴.

2.3.2 Lignes de crédit assorties de conditions renforcées (ECCL)

Les lignes de crédit ECCL sont accessibles aux États de la zone euro dont la situation économique et fiscale est « fondamentalement saine », mais qui ne remplissent pas toutes les conditions d'accès aux lignes de crédit PCCL²⁵.

Dans le cas des lignes de crédit ECCL, l'État bénéficiaire doit s'engager à respecter durablement les critères d'accès qu'il remplissait au moment où la ligne de crédit ECCL a été accordée²⁶. En outre, l'État doit prendre des mesures pour remédier à ses faiblesses et prévenir de futurs problèmes d'accès au financement du marché. L'ambiguïté demeure sur le fait que ces mesures sont une condition pour l'octroi de la ligne de crédit ou qu'elles font partie des conditions économiques après que celle-ci ont été accordées. En tout état de cause et indépendamment du fait qu'il recoure à la ligne de crédit après qu'elle lui a été accordée, l'État doit prendre les mesures convenues avec la Commission et la BCE afin d'éliminer les causes des problèmes²⁷.

2.3.3 Renoncement aux lignes de crédit du MES jusqu'à présent

Le MES n'a pas encore été activé dans le cadre de la crise de coronavirus. Il offre pourtant trois avantages importants :

(1) L'assistance au titre du MES est – plus ou moins – conditionnelles, c'est-à-dire que des conditions de politique économique s'appliquent, ce qui réduit le risque d'effets d'aubaine.

(2) L'assistance au titre du MES est légitimée démocratiquement par la décision unanime des gouvernements de la zone euro ; dans certains pays, l'approbation du parlement est également requise.

(3) L'assistance au titre du MES réduit la probabilité que la BCE doive intervenir, ce qui préserve l'indépendance de la banque centrale.

²² Ibid., « A global assessment shall be made (...)using as a basis the following criteria », Art. 2, para. 2.

²³ Ibid., « The beneficiary ESM Member shall ensure a continuous respect of the eligibility criteria after the PCCL is granted », Art. 2, para. 3.

²⁴ Ibid., Art. 5, para. 1.

²⁵ Ibid., Art. 2, para. 4.

²⁶ Ibid., Art. 2, para. 4.

²⁷ Ibid., Art. 5, para. 1.

2.4 Conclusion

Les conséquences économiques de la crise du coronavirus sont considérables et ont fait naître des doutes sur la solvabilité de certains États de la zone euro. L'Italie est touchée à deux niveaux : elle est particulièrement frappée par le coronavirus et est économiquement et budgétairement fragile.

La récente intervention de la BCE est le résultat d'une série d'erreurs politiques. Premièrement, en raison de l'assouplissement et du manque d'application du pacte de stabilité et de croissance, les doutes sur la solvabilité de certains États de la zone euro sont justifiés. L'application du pacte de stabilité et de croissance et la baisse du niveau de la dette qui en aurait découlé les années précédentes auraient apaisé les doutes. Deuxièmement, dans la situation actuelle, le MES aurait dû être activé en premier. Avec les lignes de crédit préventives, le MES dispose d'instruments qui auraient été conditionnés et légitimés démocratiquement. Au lieu de cela, la BCE a été contrainte d'intervenir d'une manière qui s'apparente davantage encore au financement monétaire public que les nombreux programmes de sauvetage de l'euro depuis 2010. Cela nuit à sa capacité à mener une politique monétaire indépendante de la situation budgétaire des États de la zone euro.

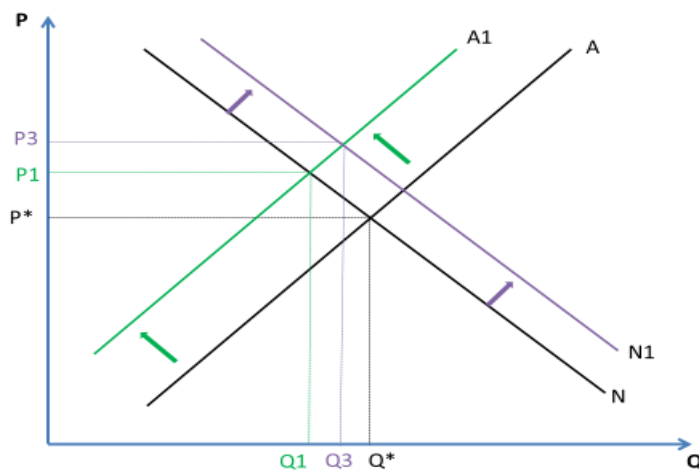
3 Mesures nécessaires

On ne sait pas encore dans quelle mesure les États de la zone euro seront touchés par les conséquences économiques de la crise du coronavirus. L'ampleur et la durée des mesures nationales en matière de santé (telles que les fermetures d'usines et le confinement), qui varient d'un État membre à l'autre, seront déterminantes. Dans le même temps, il existe une forte interdépendance au sein de l'UE en raison des liens économiques étroits et des chaînes d'approvisionnement transfrontalières.

3.1 Mesures nécessaires

Les conséquences économiques des mesures sanitaires se manifestent d'abord sous la forme d'un choc négatif de l'offre. L'efficacité de toutes les contre-mesures de politique économique est limitée tant que les mesures de santé entraînent des ruptures en matière d'offre. Des mesures européennes s'imposent pour maintenir la circulation transnationale des marchandises : les fermetures des frontières et les contrôles aux frontières limitent encore davantage la capacité de production car les chaînes d'approvisionnement dépassent souvent les frontières de nos jours. Il est également judicieux d'apporter un soutien à la trésorerie des entreprises. Elles peuvent empêcher les entreprises de faire faillite et contribuer à ce que la production puisse reprendre rapidement une fois les mesures sanitaires passées. De nombreuses mesures actuellement décidées ou en cours de discussion – par exemple en Allemagne l'allocation de chômage partiel, le report d'impôts et les garanties de prêts – sont donc absolument nécessaires.

Stimuler la demande n'a guère de sens à l'heure actuelle (voir graphique 2). En raison des mesures sanitaires, une telle augmentation de la demande (de N à N1) ne serait pas compensée par une offre supplémentaire correspondante. Au contraire, l'offre diminuerait (de A à A1). Cela conduirait à la stagflation : le niveau de production diminue tandis que l'inflation augmente).



Graphique 2 : Choc négatif de l'offre et stimulation subséquente de la demande

3.2 La mission européenne : garantir les liquidités

À la suite des récentes mesures prises par la BCE, un débat a vu le jour au sein de la zone euro sur la poursuite de l'intégration économique, dont l'objectif premier est de garantir que les économies européennes disposent des liquidités nécessaires. Les propositions en cours de discussion sont notamment les suivantes :

- l'activation des lignes de crédit prévues par le MES,
- la mise en place d'un nouvel instrument du MES pour mettre à disposition des liquidités,
- la mise en place d'obligations d'État à responsabilité conjointe (Eurobonds ou « Coronabonds »), soit par un emprunt de l'UE pour tous, soit par le MES pour la zone euro.

Toute mesure doit répondre aux exigences suivantes :

(1) **Affectation de liquidités.** Les fonds collectés doivent être utilisés pour fournir des liquidités (voir ci-dessus) afin d'éviter une vague d'insolvabilité dans l'économie réelle et une crise financière ultérieure. L'utilisation des fonds devrait donc être liée à un objectif précis. Cette « conditionnalité » est davantage susceptible d'être réalisée par le biais du MES, et non par des Eurobonds.

(2) **Compatibilité des mesures d'incitation et durabilité.** Les Eurobonds ou les Coronabonds entraînent une responsabilité commune sans que la politique économique et budgétaire sous-jacente soit centralisée. Cela pose un problème d'aléa moral. Une limitation temporaire et quantitative des Coronabonds peut certes atténuer ce problème. Sur le plan politique, il est toutefois extrêmement douteux que les limites convenues soient respectées. Les aides fournies par le MES sont davantage appropriées : elles sont conditionnées et clairement limitées dans le temps.

(3) **Légitimité démocratique.** Dans le cadre de son mandat limité à la politique monétaire, la BCE est indépendante. La mise à disposition de liquidités destinées à financer des allocations de chômage

partiel ou des reports d'impôts est une mesure de politique économique et ne devrait pas être prise en charge par la BCE. La BCE n'a pas la légitimité démocratique nécessaire pour cela. L'argument selon lequel la BCE devrait prendre de telles mesures pour maintenir le canal de transmission des impulsions de politique monétaire revient à lui conférer les plein-pouvoirs, ce qui est inacceptable (voir section 1.2).

(4) **Faisabilité rapide.** Il faut pouvoir aider rapidement les pays particulièrement touchés, en priorité l'Italie et la Grèce. Cela plaide en faveur des lignes de crédit du MES, qui sont déjà prévues dans le Traité instituant celui-ci. La création d'un nouvel instrument visant à fournir des liquidités sous le couvert du MES et celle des « Coronabonds » devraient toutes deux passer par le processus législatif prévu pour cela au sein des États de la zone euro.

	Activation des lignes de crédit (MES)	Nouvel instrument de mise à disposition des liquidités (MES)	« Coronabonds », Eurobonds
Affectation de liquidités	+	+	-
Compatibilité des mesures d'incitation et durabilité	+	+	-
Légitimité démocratique	+	+	-
Faisabilité rapide	+	-	-

Au final, la solution à privilégier est l'utilisation des lignes de crédit du MES. Grâce à celles-ci, il existe un instrument qui permet de réagir aux évolutions à court terme sur le marché des capitaux et qui peut être lié à une conditionnalité appropriée.

Compte tenu des exigences relatives aux lignes de crédit PCCL, il faut s'attendre à ce qu'un accord politique soit conclu sur les lignes de crédit ECCL. On peut prévoir que les conditions qui leur sont rattachées devraient être de moindre ampleur sous couvert du fait que le coronavirus est le déclencheur de la crise.

Pour le moment, on ne peut affirmer catégoriquement que les fonds du MES seront suffisants. Un soutien par le biais de nouveaux achats d'obligations d'État par la BCE dans le cadre du programme OMT est ainsi en cours de discussion. Il faut rejeter cette proposition. La capacité de la BCE à mener sa propre politique monétaire, indépendamment de l'impact sur les pays de la zone euro, est limitée par ces achats, que ce soit dans le cadre du PEPP ou du programme OMT.

Dans ce cas, la seule mesure pertinente serait d'augmenter les fonds du MES. Cette mesure aurait par ailleurs une légitimité démocratique, car elle devrait être adoptée par les parties prenantes au Traité instituant le MES conformément à leurs procédures législatives respectives.

Récemment publié dans cette série :

- 07| 2020 : Default-Index pour la France (mars 2020)
- 06|2020 : Reform der Strompreiskompensation (mars 2020)
- 05|2020 : Data Pools as Information Exchanges between Competitors: An Antitrust Perspective (février 2020)
- 04|2020 : The money of tomorrow ? (février 2020)
- 03|2020 : Une France qui se réforme (février 2020)
- 02|2020 : Umverteilung durch die EU und den horizontalen Länderfinanzausgleich in Deutschland (janvier 2020)
- 01|2020 : L'instrument de convergence et de compétitivité (janvier 2020)

**Les auteurs :**

Matthias Kullas, Directeur de Département au Centrum für Europäische Politik, Freiburg

Bert Van Roosebeke, Directeur de Département au Centrum für Europäische Politik, Freiburg