

Comment le baril de pétrole peut-il valoir -37 dollars ?

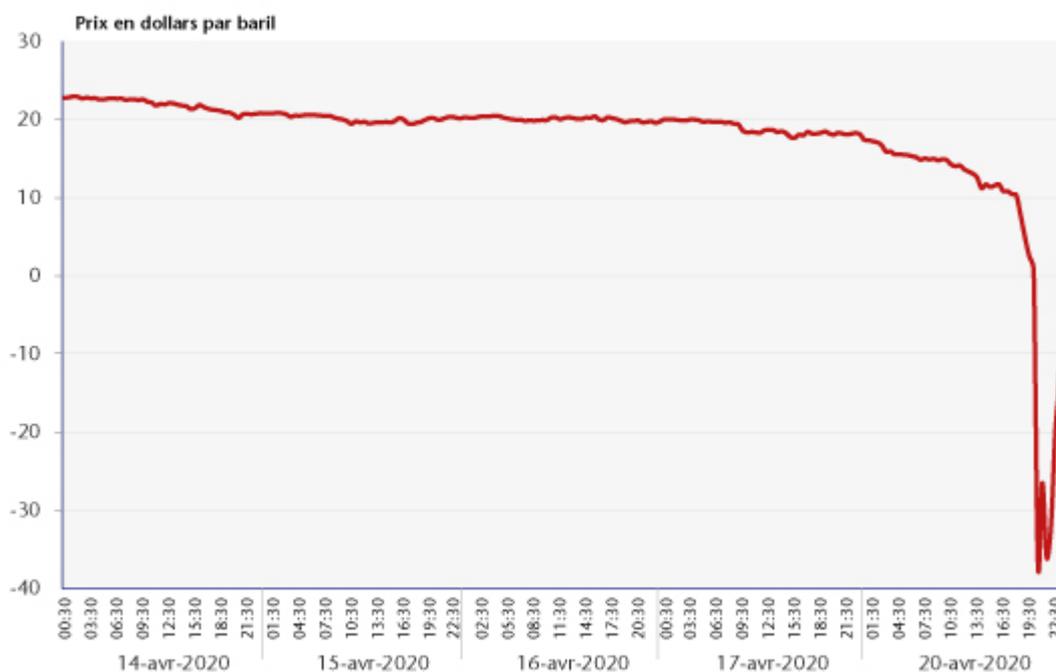
par [Paul Hubert](#)

Dans la journée du lundi 20 avril, le prix du pétrole a affiché un prix de -37,63 dollars le baril avant de clôturer autour de 1 dollar le baril. Dit autrement, l'acheteur d'un tel contrat reçoit 159 litres de pétrole et 37 dollars. Comment expliquer un tel phénomène ? Rappelons d'abord qu'il s'agit du prix d'un contrat à terme pour livraison en mai 2020, c'est-à-dire que l'acheteur n'acquiert pas immédiatement le baril de pétrole mais s'engage à le recevoir à l'échéance du contrat. Le prix négatif s'explique par le fait que ce baril de pétrole est livré à Cushing, Oklahoma, que les capacités de stockage y sont aujourd'hui saturées, et donc que l'acheteur devra payer ce stockage plus cher ou la réexpédition vers une autre destination. Par ailleurs, le phénomène a été amplifié par l'évolution de trackers indiciels (ETF) qui ont pour vocation de retracer les évolutions du prix du pétrole pour permettre de spéculer sur ses variations.

Le marché mondial du pétrole est organisé autour de deux prix de référence. Aux États-Unis, un marché à terme sur un pétrole

appelé WTI – pour West Texas Intermediate – (voir graphique) et un autre marché, celui du Brent (du nom d'un gisement de pétrole de la mer du Nord), coté à Londres. Une caractéristique du marché à terme du WTI est que la livraison se fait à Cushing, en Oklahoma[1]. Cette ville de 8 000 habitants est le point de convergence de plusieurs grands pipelines et abrite un ensemble de grandes installations de stockage.

Graphique. Prix du contrat à terme WTI pour livraison en mai 2020



Source : Eikon Datastream

La plupart des investisseurs ne reçoivent pas réellement la livraison.

Seulement 5% des contrats, au plus, arrivent à expiration et doivent donc faire

l'objet d'une livraison physique. Les 95% restants sont en fait des opérations

de couverture contre les fluctuations du prix du pétrole (et/ou pour prendre

position pour un motif de spéculation). Concrètement, pour un contrat donné A,

un acheteur n'a pas l'intention de recevoir du pétrole et le vendeur n'a pas

non plus l'intention de livrer du pétrole. L'objectif de

l'acheteur est de vendre le contrat à un prix plus élevé avant l'expiration tandis que le vendeur espère que le prix diminue et prévoit d'acheter un contrat ultérieurement. Un deuxième contrat B, entre un autre acheteur et un autre vendeur, ferme les positions des 2 parties du contrat A de sorte que les deux transactions s'annulent exactement. C'est ainsi que pour la grande majorité des contrats, aucun baril de pétrole n'est livré à Cushing, et ces opérations de spéculation contribuent uniquement à la liquidité du marché. Sur le mois d'avril, 500 000 contrats étaient en cours, ce qui représente plus de 500 millions de barils de pétrole, soit bien plus que la capacité de stockage de la ville de Cushing qui s'élève à 91 millions de barils.

Avec la crise du Covid-19 et le confinement de la plupart des économies du monde, la demande mondiale de pétrole a chuté au cours des 2 derniers mois alors que la production de pétrole a continué à un rythme soutenu (malgré l'accord entre l'OPEP et la Russie du 12 avril 2020) [\[2\]](#) de sorte que les capacités de stockage sont saturées un peu partout sur la planète. Le contrat pour livraison en mai arrivait à expiration le 21 avril. En temps normal, tout investisseur qui ne souhaite pas se voir livrer du pétrole clôture sa position dans les semaines qui précèdent l'expiration. Il semble donc que les investisseurs qui n'avaient pas l'intention de se voir livrer du pétrole n'aient pas liquidé leurs positions ou que ceux qui prévoient de prendre livraison physiquement se soient rendu compte trop tard qu'ils ne le pourraient pas, en l'absence de capacité de stockage. 155 millions de barils ont ainsi été échangés le 20 avril – un montant non négligeable pour un jour d'expiration des contrats.

Les -37 dollars le baril représentent ainsi en fait le coût du stockage. Ceux qui ont dû vendre l'ont fait à tout prix, de sorte qu'il était moins coûteux de vendre à un prix négatif que de payer pour stocker du pétrole. On retrouve ce coût du stockage dans la différence entre le prix du contrat pour livraison en mai et pour les mois suivants. Par exemple, le contrat pour livraison en juin se traite à 20 dollars le baril tandis que celui pour livraison en juillet vaut 26 dollars. La différence entre les deux contrats, 6 dollars entre juin et juillet, représente le coût du stockage d'un baril. Parce qu'il n'existe pas de capacité de stockage disponible aujourd'hui à Cushing, le coût du stockage d'un baril entre mai et juin est passé à 57 dollars (20 - (-37)) pendant quelques heures lundi 20 avril [\[3\]](#).

Les investisseurs anticipent donc que les problèmes de stockage seront en partie résolus d'ici juin, lorsque l'activité économique aura repris et que la demande de pétrole ré-augmentera. L'anticipation de faillites potentielles de certains producteurs – et son effet négatif sur la production et donc positif sur les contraintes de stockage – pourrait aussi expliquer ce phénomène.

Le deuxième facteur qui a amplifié la baisse du prix pétrole lundi 20 avril est lié à la disponibilité de trackers indiciels (ETF)

qui sont des instruments financiers qui répliquent les évolutions de prix d'actifs (ici le pétrole) pour spéculer sur ses variations. Les forts volumes sur ces ETF peuvent au final créer des distorsions de prix au moment où les gérants de ces produits sortent des contrats qui vont arriver à expiration (ces fonds n'ayant clairement pas vocation à recevoir physiquement du pétrole). L'activité des ETF pourraient ainsi avoir un impact indirect, *via* les stratégies qu'elle suscite en réponse sur les volumes échangés dans les jours qui précèdent l'expiration. Cet effet sera d'autant plus marqué que la majorité des investisseurs fait le même pari et le tient le plus longtemps possible jusqu'à la date d'expiration. Ce qui a pu être le cas au mois d'avril au cours duquel le prix du pétrole avait fortement baissé et où nombreux étaient ceux qui pouvaient espérer qu'il ait atteint un niveau plancher et une décision de l'OPEP provoquant un rebond.

Pour conclure, il convient de prendre un peu de recul sur ce prix négatif. Sur la journée du lundi 20 avril, alors que 155 000 contrats ont été échangés, uniquement 18 475 d'entre eux l'ont été à un prix négatif (soit moins de 12%). Sur les 5 jours précédents, ce sont 1 860 000 contrats qui ont été échangés, les transactions à prix négatif représentant ainsi moins d'1% du total. D'une manière générale, un prix négatif pour le contrat à terme d'un mois donné sur le pétrole WTI n'est pas un prix négatif pour le pétrole. Le contrat à terme de juin a clôturé le lundi 20 avril à 20 dollars le baril, alors que le baril de Brent s'échangeait le même jour à 26

dollars. La différence entre ces 2 prix et les -37 dollars pour les contrats à terme de mai reflètent en réalité davantage les conditions de stockage en Oklahoma et les tensions liées à la clôture des positions spéculatives que le prix mondial du pétrole.

[\[1\]](#) Les conditions de livraison du Brent sont différentes et moins soumises à des circonstances locales.

[\[2\]](#) Alors que la production et la demande mondiale étaient en moyenne de 100 millions de barils par jour en 2019, l'accord prévoit de réduire la production de 10 millions de barils par jour à compter du 1^{er} mai. Les différentes estimations de la demande mondiale de pétrole pour le mois d'avril 2020 oscillent entre 55 et 70 millions de barils par jour, soit un volume bien inférieur à la production.

[\[3\]](#) L'offre de stockage est contrainte à court-terme (la construction ou la transformation de cuves et la mise à disposition de tankers n'étant pas autant réactives que la dynamique de surplus de pétrole produit chaque jour) et le coût marginal du stockage est donc très élevé dans cette situation.

Le recours au chômage partiel dans la crise

par [Bruno Ducoudré](#)

Face à l'urgence de la crise sanitaire et pour aider les entreprises à faire face aux conséquences des mesures de confinement et de fermeture administrative des commerces non essentiels, le gouvernement a largement étendu le dispositif de chômage partiel : ouverture du dispositif à des salariés auparavant non éligibles (VRP, journalistes pigistes, ...) et prise en charge de l'indemnité de chômage partiel jusqu'à 4,5 smic horaire, rétroactivité et extension des délais de dépôt des demandes. Où en est-on du recours à ce dispositif par les entreprises ?

Depuis le début du mois d'avril, la Dares (le service statistique du Ministère du Travail) publie chaque semaine un [ensemble de données](#) portant notamment sur les demandes d'autorisation des entreprises à recourir au chômage partiel pour leurs salariés.

Nous comparons dans le graphique 1 ci-dessous les demandes reportées par la Dares au 14 avril 2020 à notre [estimation](#)

du nombre potentiel de salariés concernés par le chômage partiel.

Les chiffres rapportés par la Dares sont généralement supérieurs à notre évaluation.

Globalement, au 14 avril 2020 la Dares comptabilisait 8,7 millions de salariés

concernés par une demande d'autorisation de recours au dispositif (graphique 1).

Nous estimons à 6,5 millions le nombre de salariés potentiellement concernés

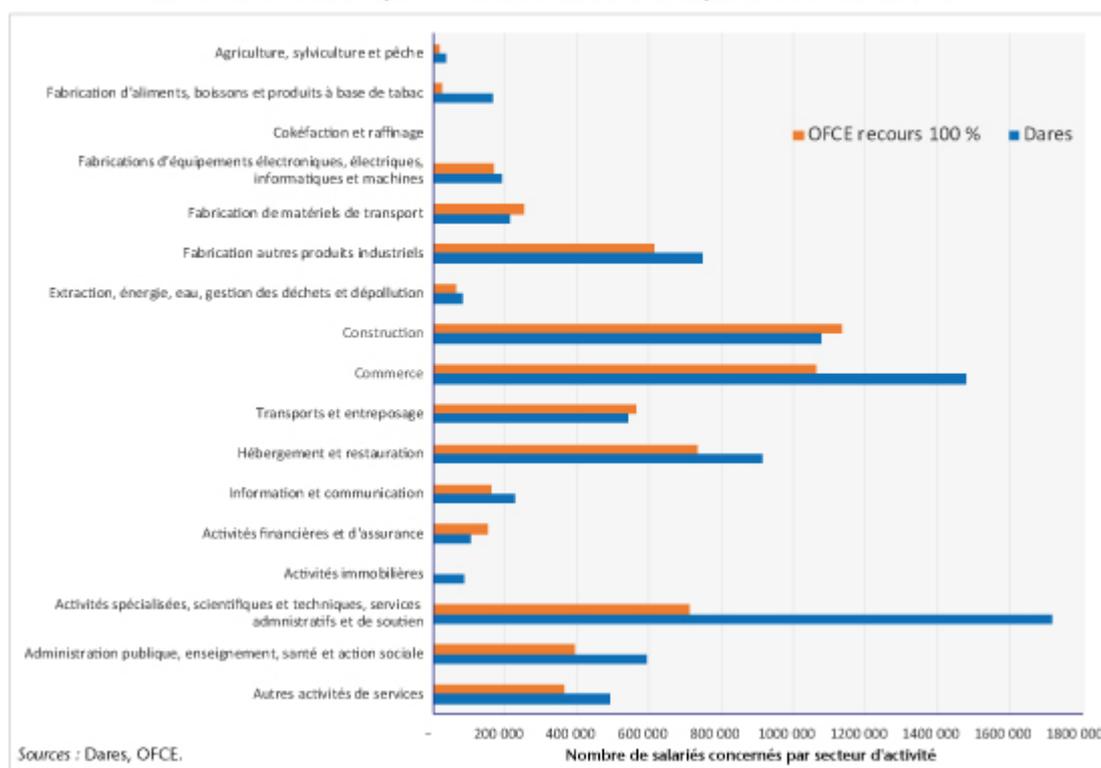
par le chômage partiel (avant application d'un taux de recours), compte tenu de

la chute d'activité estimée, de la possibilité de recourir au télétravail et de

l'existence du dispositif de garde d'enfant. Ces différences proviennent pour

une large part de raisons d'ordre méthodologique.

Graphique 1. Demandes d'activité partielle pour motif Coronavirus
Nombre de salariés potentiellement concernés par secteur d'activité



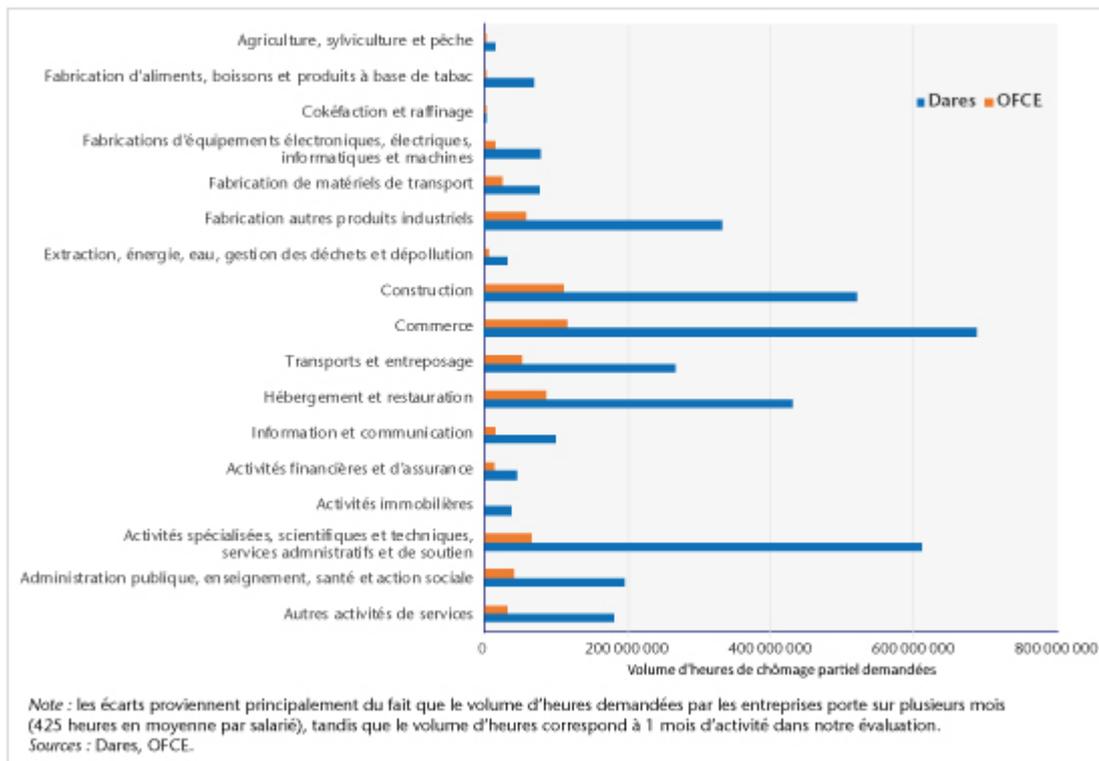
Les effectifs reportés par la Dares peuvent être supérieurs à notre évaluation du nombre de salariés

effectivement concernés par le chômage partiel :

- Nous faisons l'hypothèse que les heures demandées le sont au prorata du temps de travail moyen par salarié dans la branche. Dans notre cas de figure, si une entreprise réduit de 50% l'activité, cela entraîne 50% des emplois de l'entreprise en chômage partiel. Par contre, dans le cas des chiffres reportés par la Dares, d'autres combinaisons sont possibles : si une entreprise fait face à une réduction de 50% de son activité, elle peut mettre 50% de ses salariés au chômage partiel pour 1 mois ou, par exemple, mettre 100% de ses salariés en chômage partiel la moitié du mois ;
- Compte tenu du niveau élevé d'incertitude, les entreprises peuvent anticiper un recours futur au dispositif pour des salariés qu'elles ne placent pas pour le moment en chômage partiel. La demande porte sur plusieurs mois et peut aller jusqu'à 1 600 heures de chômage partiel autorisées par salarié ;
- Il peut aussi exister des effets d'aubaine : des entreprises profiteraient du dispositif pour faire travailler leurs salariés tout en bénéficiant du chômage partiel.

Les heures demandées en autorisation de chômage partiel par les entreprises (graphique 2) sont aussi plus élevées que le nombre d'heures retenu dans notre estimation, qui portent sur un mois de confinement :

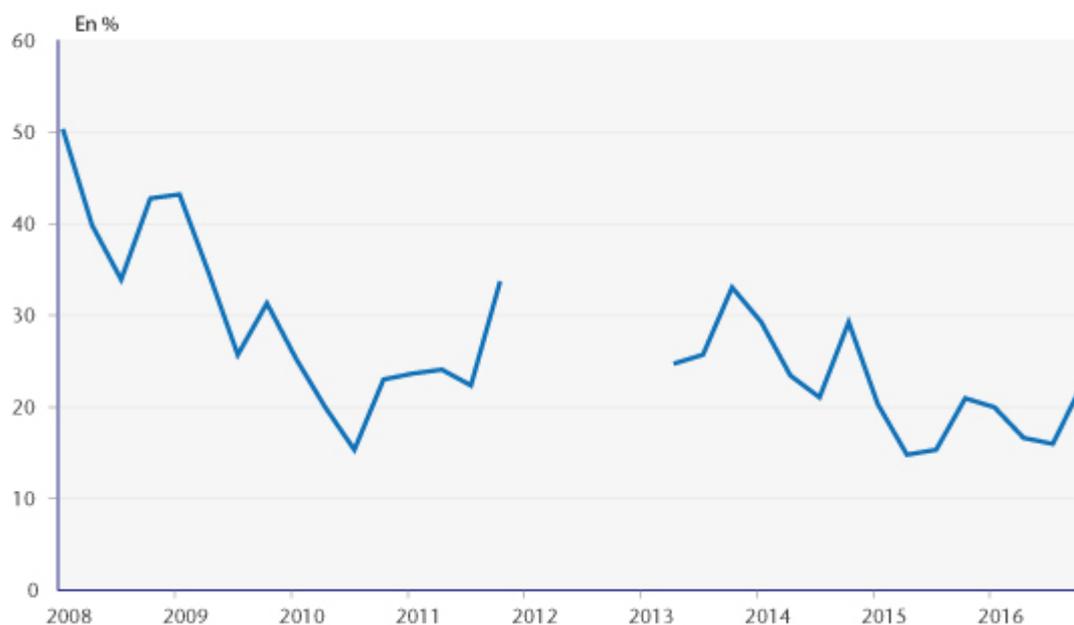
Graphique 2. Demandes d'activité partielle pour motif Coronavirus
Volume d'heures demandées par secteur d'activité



- Dans les faits, tous les effectifs ne sont pas à temps complet : les heures demandées pour les salariés à temps partiel donnent la possibilité d'étaler dans le temps les heures demandées. Ainsi 151,67 heures autorisées correspondent à un mois de chômage partiel pour un salarié à temps plein mais à deux mois pour un salarié travaillant habituellement à temps partiel 50% ;
- Les volumes d'heures demandées portent sur plusieurs mois potentiellement, puisque le plafond d'heures s'élève à 1 600h par an et par salarié. Le nombre d'heures moyen demandé par salarié s'élève à 425 heures ;
- Les entreprises peuvent anticiper/ne pas connaître parfaitement dans quelle mesure elles auront besoin de recourir au dispositif dans les mois à venir ;
- Il existe généralement un écart entre le volume d'heures autorisées et le volume d'heures consommées (le recours effectif au dispositif). En 2008, seulement 50% des heures autorisées ont été consommées (graphique 3). Cela peut également signifier que les entreprises font une

demande pour certains salariés qui ne seront pas mis *in fine* au chômage partiel.

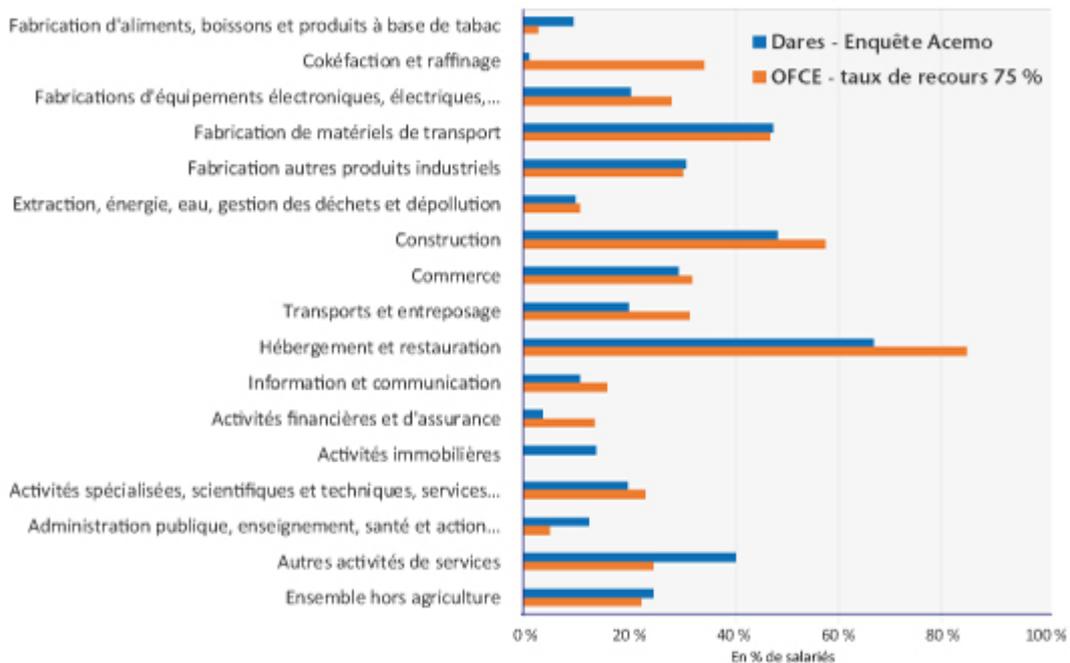
Graphique 3. Ratio entre heures effectivement consommées et heures autorisées



Sources : Dares, OFCE.

D'un côté les chiffres reportés par la Dares portent donc sur des demandes d'autorisation et non des heures (et des salariés) effectivement déclarées en chômage partiel. Elles constituent donc un maximum potentiel et non un nombre effectif de salariés en chômage partiel. Notre estimation porte sur un nombre de salariés qui seraient potentiellement concernés par le chômage partiel, auquel nous appliquons ensuite un taux de recours moyen de 75% de la part des entreprises [\[1\]](#), compte tenu de notre évaluation de l'impact sur la valeur ajoutée sectorielle des chocs affectant l'économie. Elle peut sous-estimer le nombre de salariés concernés dès lors qu'une partie des salariés est mise en chômage partiel pour une part seulement des heures travaillées mensuelles.

Graphique 4. Salariés au chômage partiel (en %)



Note : l'enquête Acemo porte sur les salariés des entreprises de 10 salariés ou plus du secteur privé non agricole, et n'inclut donc pas les TPE de moins de 10 salariés. Les champs ne sont donc pas strictement comparables.

Sources : Dares, OFCE.

La Dares a également publié les résultats d'une [enquête auprès des entreprises](#) de 10 salariés ou plus du secteur privé non agricole, et portant sur leur situation et les conditions d'emploi de la main-d'œuvre à fin mars. Les résultats de cette enquête nous renseignent sur le recours effectif des entreprises au chômage partiel. Nous comparons dans le graphique 4 le pourcentage de salariés au chômage partiel d'après cette enquête au pourcentage de salariés concernés calculé à partir de notre évaluation avec un taux de recours effectif de 75% (soit 5,3 millions de salariés). L'enquête Acemo porte sur un champ de 15 millions de salariés. Sur ces 15 millions de salariés, 3,7 millions de salariés étaient effectivement en situation de chômage partiel la semaine du 23 mars 2020. Si des écarts

existent au niveau sectoriel, ils peuvent provenir pour partie du fait que l'enquête n'inclut pas les TPE de moins de 10 salariés. Au niveau agrégé, notre estimation de salariés effectivement en chômage partiel, compte tenu d'un taux de recours de 75% au dispositif, est très proche : 22,5% de salariés estimés en chômage partiel en période de confinement contre 24,7% de salariés en chômage partiel en moyenne la semaine du 23 mars selon l'enquête Acemo.

In fine, il apparaît que le recours des entreprises au chômage partiel est massif durant le confinement, ce qui limite les destructions d'emplois [\[2\]](#) qui pourraient approcher 460 000 au premier mois du confinement. Nous estimons le coût du dispositif à 11,9 milliards d'euros d'indemnités prises en charge par les administrations publiques auxquels s'ajoutent 7,4 milliards d'euros de cotisations sociales perdues par mois de confinement.

Les destructions d'emplois se concentrent dès lors massivement sur les salariés les moins protégés : ceux en transition entre deux emplois et ceux en contrats de travail à durée très courte (CDD de moins d'un mois, missions d'intérim). D'après l'enquête de la Dares, 11% des entreprises ont diminué leurs effectifs, le plus souvent par le non renouvellement de CDD (48,5% des entreprises ayant diminué leurs effectifs) et/ou l'annulation ou le report d'embauches prévues (51,3% des entreprises ayant diminué leurs effectifs).

[\[1\]](#) Nous supposons que le taux de recours moyen effectif des branches au chômage partiel est de 75%. Il est de 100% pour les salariés des branches concernées par les fermetures administratives. Cf. [Policy Brief n°65](#) pour un détail de la liste des secteurs impactés par l'arrêté du 15 mars 2020.

[\[2\]](#) Pour mémoire, au plus fort de la crise financière, 430 000 emplois avaient été détruits du troisième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2009 inclus, pour une baisse du PIB de 3,1% entre le deuxième trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009.

L'essentiel, l'inutile et le nuisible (suite et fin provisoire)

[Éloi Laurent](#)

L'humanité est-elle une espèce nuisible ? Pour les autres êtres de Nature qui cohabitent de plus en plus difficilement avec elle sur la planète, la réponse ne souffre pas d'ambiguïté : sans aucun doute.

La vie sur terre, vieille de 3,5 milliards d'années, peut être estimée de différentes manières. L'une d'elles consiste à [évaluer la biomasse respective de ses composantes](#). Il apparaît alors que la biomasse totale sur la Terre pèse environ 550 Gt C (giga tonnes de carbone), dont 450 Gt C (ou 80%) sont des plantes, 70 Gt C (ou 15%) sont des bactéries et seulement 0,3% sont des animaux. Au sein de cette dernière catégorie, les humains ne représentent que 0,06 Gt C. Et pourtant, les 7,6 milliards de personnes comptant donc pour seulement 0,01% de la vie sur le globe sont à elles seules responsables de la disparition de plus de 80% de tous les mammifères sauvages et de la moitié des plantes.

Cette colossale crise de la biodiversité causée par l'humanité, dont les [prémises remontent à l'extermination de la mégafaune à l'âge préhistorique](#) (Pléistocène), s'est mise en marche avec l'entrée dans le régime de la croissance industrielle dans les années 1950, au moment où la [« grande accélération »](#) s'est enclenchée.

Elle est aujourd'hui bien documentée : alors que près de 2,5 millions d'espèces (1,9 m d'animaux et 400 000 plantes) ont été identifiées et nommées, des travaux convergents suggèrent que leurs taux d'extinction sont actuellement 100 fois à 1000 fois plus

rapide que les rythmes connus sur Terre au cours des 500 derniers millions d'années, ce qui pourrait vouloir dire que la biodiversité, en raison de l'expansion humaine, se trouve au bord d'une sixième extinction de masse. Que l'on observe ces dynamiques [en coupe](#) ou de [manière longitudinale](#), au niveau de [certaines espèces clés dans certaines régions](#) ou en recourant à des hypothèses plus ou moins convaincantes sur la [biodiversité potentielle totale abritée par la Biosphère](#) (qui pourrait s'élever à 8 millions d'espèces), le constat s'impose : tandis que les humains prospèrent, les autres espèces dépérissent, à l'exception de celles qui leur sont directement utiles.

Mais cette destruction de la biodiversité est bien entendu aussi un problème existentiel pour les humains eux-mêmes. Selon une chaîne de causalité formalisée il y a deux décennies par [l'évaluation des écosystèmes pour le millénaire](#), la biodiversité sous-tend le bon fonctionnement des écosystèmes, qui rendent aux humains des « services écosystémiques » qui soutiennent leur bien-être (la littérature récente évoque de manière plus large et moins instrumentale des « [contributions de la Nature](#) »). Cette logique prévaut naturellement en sens inverse : quand les humains détruisent la biodiversité, comme ils le font aujourd'hui massivement [via leurs systèmes agricoles](#), ils dégradent les services

écosystémiques et, en bout de chaîne, portent atteinte à leurs conditions de vie. Le cas des mangroves est un des plus parlants : ces écosystèmes maritimes favorisent la reproduction animale, stockent le carbone et constituent de puissantes barrières naturelles contre les raz-de-marée. En les détruisant, les communautés humaines s'appauvrissent et s'affaiblissent.

Le début de la décennie 2020, dont les trois premiers mois sont marqués par les incendies géants en Australie et la pandémie de Covid-19, montre clairement que détruire la Nature est au-dessus de nos moyens. La définition la plus intuitive du caractère insoutenable des systèmes économiques actuels tient donc en peu de mots : le bien-être humain détruit le bien-être humain.

Comment s'extraire au plus vite de cette spirale vicieuse ? Une solution de bon sens, connue depuis Malthus et constamment remise au goût du jour depuis, consiste à supprimer l'humanité, en totalité ou en partie. Un certain nombre de commentateurs relèvent ainsi combien la Biosphère, libérée du poids des humains, se porte mieux depuis que ceux-ci sont en majorité confinés. Certes, si on éteint la source des émissions humaines de gaz à effet de serre, il est probable que celles-ci vont fortement diminuer. De même, si l'on éteint les sources de la pollution locale dans les

espaces urbains, par exemple à Paris, [l'air y sera de qualité remarquable](#). Il est vraisemblable que l'on mesurera aussi une amélioration du sort des espèces animales et végétales au cours de cette période, comme dans les lieux, tels la région de Tchernobyl, que [les humains ont été forcés de désert](#). Mais à quoi bon un air pur quand nous sommes privés du droit de le respirer au-delà de quelques moments par jour ?

En réalité, même s'il induit une sobriété contrainte et temporaire, le confinement joue à plein et durablement contre la transition écologique. Tous les mécanismes de coopération sociale indispensables aux politiques de transition sont aujourd'hui, au-delà des transactions marchandes, à l'arrêt. Pour ne prendre que l'exemple des politiques climatiques, La COP 26, si stratégique, est d'ores et déjà reportée en 2021, le [prochain Rapport d'évaluation du GIEC est freiné](#), l'aboutissement plein et entier des travaux sur la Convention citoyenne pour le climat est compromis, etc. Et ceci alors même qu'une [canicule sous confinement](#) n'est pas à exclure !

C'est qu'il ne s'agit pas de neutraliser voire de figer les systèmes sociaux pour « sauver » les systèmes naturels, mais de travailler sur la durée à leur [articulation](#)

[sociale-écologique](#), qui est encore un point aveugle de l'analyse économique contemporaine.

Il n'en reste pas moins que l'urgence sociale oblige les gouvernements du monde entier à œuvrer ici et maintenant pour protéger leurs populations, en particulier les plus vulnérables, face au choc colossal qui frappe simultanément les systèmes économiques du monde entier. La notion de bien-être essentiel peut justement servir de boussole à ces efforts, qui pourraient se concentrer sur les secteurs vitaux pour l'ensemble de la population au cours des mois et des années à venir sous l'impératif de ne pas accélérer encore les crises écologiques. Bien-être essentiel et bien-être non-nuisible convergeraient pour répondre à l'urgence du présent et à l'exigence de l'avenir. Comment, précisément ?

Reprenons rapidement les différentes dimensions du bien-être essentiel esquissées dans le premier billet de cette série. Le secteur public de la santé et des soins est à l'évidence au centre du bien-être essentiel, entendu comme le bien-être humain qui travaille à sa perpétuation plutôt qu'à sa perte. La revue médicale [The Lancet a mis au jour ces dernières années](#) les liens de plus en plus tangibles entre santé et climat, santé et pollutions diverses, santé et biodiversité, santé et écosystèmes. Le soin des écosystèmes et celui des humains sont deux faces de la même monnaie. Mais l'enjeu de la

santé

environnementale doit être pleinement intégré, notamment en France, à cette nouvelle priorité sanitaire. L'investissement dans les services publics au-delà du système de santé est en outre une garantie que le bien-être essentiel est le plus équitablement partagé.

Cette cohérence temporelle se complique avec le nécessaire réinvestissement dans les infrastructures de première nécessité. Les systèmes d'approvisionnement alimentaire, en France et au-delà – de la production agricole à la distribution au détail – sont aujourd'hui beaucoup trop polluants et destructeurs à la fois de la santé humaine et des écosystèmes. Il faudrait privilégier ici les systèmes d'alimentation déjà engagés dans la transition écologique pour favoriser leur généralisation. De même, l'énergie nécessaire aux infrastructures notamment urbaines (eau, électricité, déchets, mobilité, etc.) est encore en grande majorité fossile, alors même qu'une métropole mondiale comme Copenhague s'est donnée les moyens de s'approvisionner à 100% en énergie renouvelable dans seulement cinq ans. Il faut donc accélérer dans la voie de la sobriété énergétique et carbonique, nous en avons [tous les moyens](#). Enfin, l'enjeu de l'empreinte écologique croissante des réseaux numériques ne peut plus être éludé, alors même que les

infrastructures essentielles,
à l'image des réseaux de chaleur ou de la collecte des
déchets, fonctionnent
très bien sur un mode « low-tech ».

La notion de bien-être essentiel
peut donc être utile à la « sortie de crise » à la condition
de
rester fidèle à la devise de celles et ceux à qui nous devons
tant : d'abord,
ne pas nous nuire.

Quelle est l'ampleur du ralentissement industriel après 15 jours de confinement ? Une analyse à partir de la consommation d'électricité en France

par [Eric Heyer](#)

Si la crise actuelle est avant tout une crise sanitaire, les décisions politiques prises par le gouvernement français, nécessaires et légitimes pour limiter la hausse du taux de mortalité, vont engendrer une crise économique sans précédent. L'impact du confinement a fait l'objet d'un premier chiffrage par différents organismes ([INSEE](#), [OFCE](#), [OCDE](#)), chiffreages qui seront actualisés au fur et à mesure de la publication de nouvelles statistiques, notamment de l'INSEE.

La publication de l'Indice de Production Industrielle (IPI) donnera une première indication de l'ampleur des conséquences de cette pandémie et des mesures sanitaires sur l'industrie française. Néanmoins, les premières informations portant sur le mois datent du début du confinement ; elles ne seront disponibles que le 10 mai. En attendant cette date, des données en temps réel peuvent être mobilisées afin de calibrer et d'anticiper le choc sur l'industrie.

Parmi celles-ci, la consommation d'électricité des entreprises semble disposer de caractéristiques appréciables pour le sujet qui nous occupe. En effet, l'électricité est, sans doute, une des formes d'énergie les plus utilisées dans le processus de production. En outre, contrairement aux autres formes d'énergie, il apparaît difficile d'emmagasiner, de stocker de l'électricité : par conséquent, on est en droit de penser que la consommation d'électricité observée durant une période correspond au flux d'électricité consommé durant cette même période. Celle-ci présente également l'avantage d'être un *input* assez homogène dans le temps. Cette stabilité de l'unité de mesure permet ainsi la réalisation de toutes sortes d'agrégations et des études sur séries longues, lui accordant, de ce fait, un avantage sans conteste sur les autres formes d'énergie comme le charbon par exemple. Enfin, le faible coût de ces données, leur parfaite objectivité et exhaustivité ainsi que leur mise à disposition en « temps réel » constituent, s'il en était besoin, une incitation supplémentaire

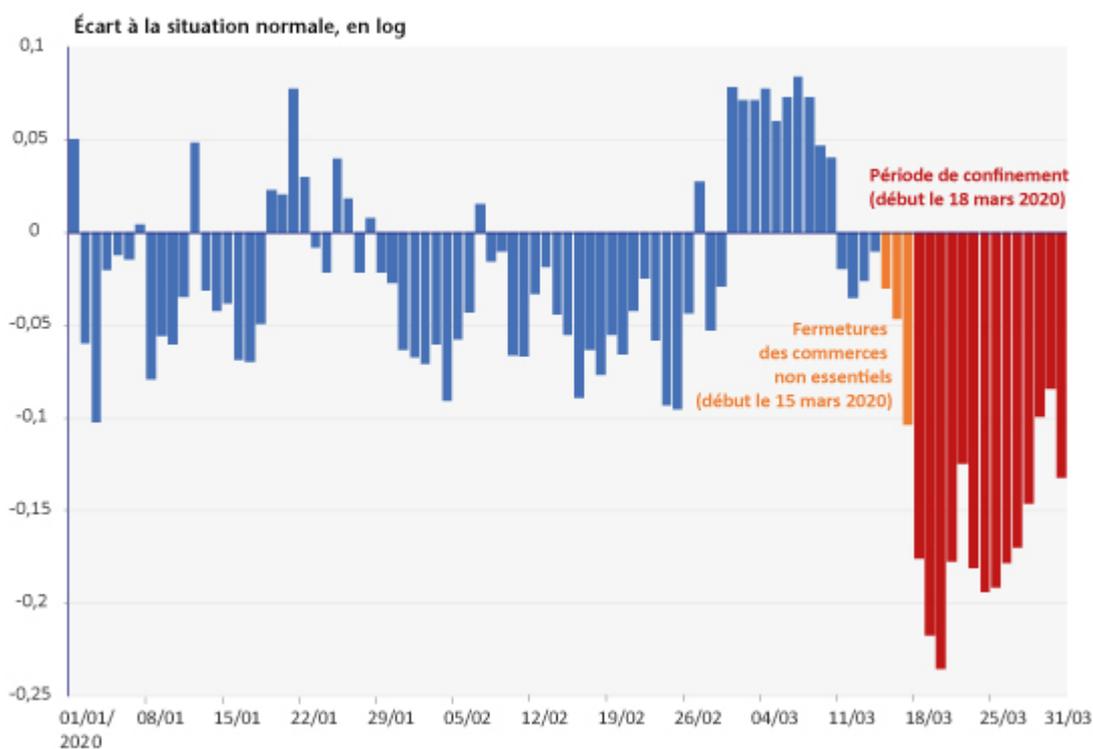
pour tenter de les exploiter davantage.

De nombreuses études internationales ont par ailleurs mis en évidence la possibilité de construire un indicateur d'utilisation des équipements productifs à partir de la consommation d'électricité des entreprises. La première approche fut effectuée, à notre connaissance, par [Foss M. F. \(1963\)](#) pour les États-Unis. Cette idée fut ensuite reprise par [Jorgenson D. W. et Griliches Z. \(1967\)](#), [Morawetz D. \(1976\)](#) sur les données concernant Israël et les Philippines, appliquée aux chiffres de l'industrie manufacturière du Royaume-Uni par [Heathfield D. F. \(1972\)](#), [Bosworth D. et Westaway A. J. \(1984\)](#), [Bosworth D. \(1985\)](#), à la Suède par [Anxo D. et Sterner Th. \(1991\)](#) et enfin à la France par [Heyer E. \(1995\)](#).

En mobilisant la base de données de RTE ([Réseau de Transport d'électricité](#)) permettant de connaître la consommation totale d'électricité en France en temps réel, par tranche de 30 minutes depuis le 1^{er} janvier 2010 et après l'avoir purgée des effets saisonniers, des jours fériés, des aléas météorologiques (écart entre la température journalière et la normale saisonnière) et des gains d'efficacité énergétique, il apparaît très clairement que la consommation d'électricité observée depuis le début du confinement se situe très en deçà de sa valeur attendue, dont la raison

pourrait être une
moindre utilisation des équipements productifs (graphique 1).

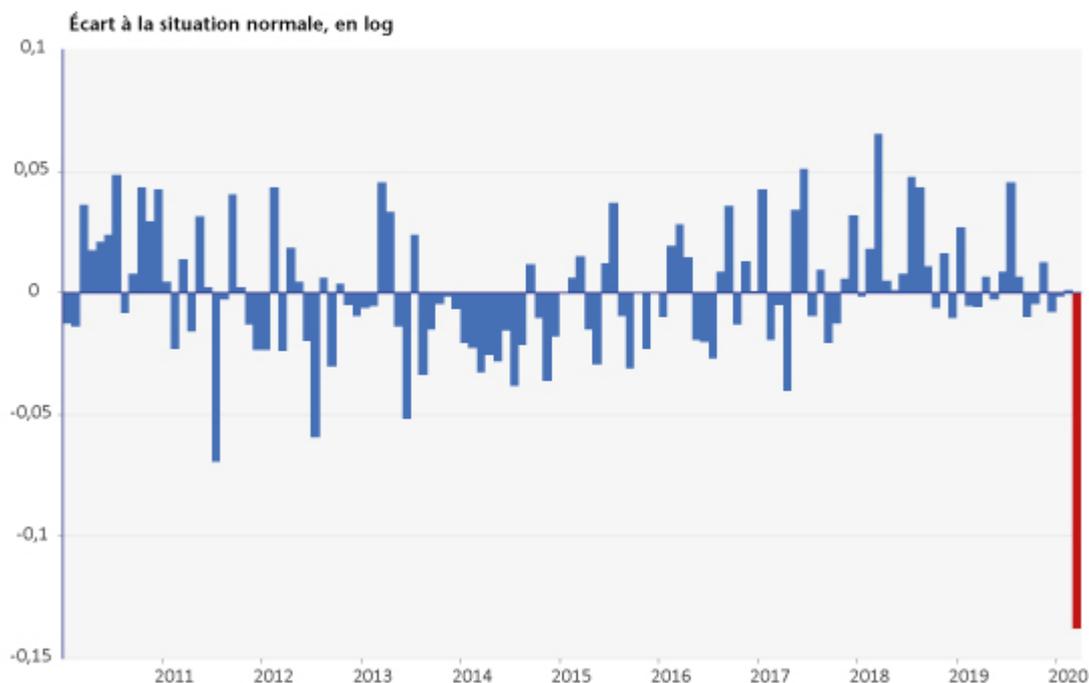
Graphique 1. Consommation d'électricité journalière en France purgée des effets saisonniers, des jours fériés, des aléas météorologiques et des gains d'efficacité énergétique



Sources : RTE, calculs de l'auteur.

Agrégée en donnée mensuelle, la baisse observée au mois de mars est la plus importante jamais enregistrée au cours de la période analysée (graphique 2) : en mars 2020, la consommation d'électricité a été inférieure de près de 15% par rapport à une « situation normale ».

Graphique 2. Consommation d'électricité mensuelle en France « purgée »



Sources : RTE, calculs de l'auteur.

Une fois purgée de la saisonnalité, d'une tendance à l'économie d'électricité et des températures inhabituelles, la consommation d'électricité permet d'expliquer une partie des variations de l'Indice de Production industrielle. Sur la période 2010-2019, il existe une relation de long-terme – cointégration – entre l'IPI, la consommation d'électricité et l'emploi industriel. Dans le cadre de cette relation, l'élasticité de l'IPI à la consommation d'électricité est de 0,74.

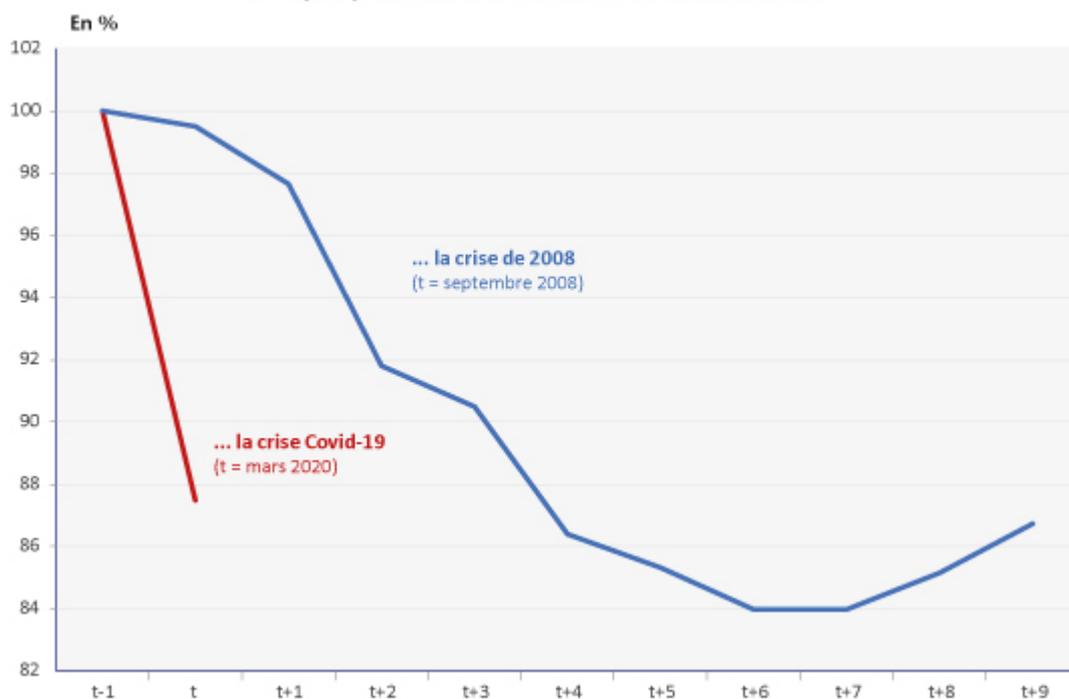
Sur la base de cette relation économétrique et en faisant l'hypothèse d'une stabilisation de l'emploi industriel au mois de mars, nous pouvons tenter d'estimer de façon anticipée l'IPI du mois de mars 2020. D'après nos estimations, ce dernier pourrait connaître une baisse de plus de 10%, confirmant le caractère inédit de la crise depuis la création de cet indice (graphique 3).

Graphique 3. Une prévision de l'IPI pour mars 2020



Cette chute mensuelle sans précédent équivaldrait à la baisse observée près de cinq mois après le début de la crise de 2008 (graphiques 4).

Graphique 4. La baisse de l'IPI au moment de...



Sources : INSEE, calculs de l'auteur.

Enfin, la baisse de la consommation d'électricité a débuté au milieu du mois de mars. En la prolongeant sur un mois, la

baisse pourrait atteindre 30% pour un mois de confinement. Son intégration dans un modèle économétrique estimant le PIB indique qu'une telle baisse engendrerait une diminution de près de 25% de l'IPI et de 5,7 % du PIB mensuel, impact comparable à l'hypothèse retenue dans [l'évaluation de l'OFCE](#).

European fiscal responses to the Covid-19 crisis: share the bonds or split the bill?

[Jérôme](#)

[Creel, Paul](#)

[Hubert, Xavier Ragot](#) and

[Francesco Saraceno](#)

The lock-down of most EU countries, in response to the Covid-19 pandemic, has produced disruptions in the production process and has put consumption and investment to a halt. Against the backdrop of these supply and demand shocks, EU member states have implemented [different public policies](#): they have deferred or waived tax payments and social security contributions; they have raised spending towards the health sector; and they have provided more generous welfare payments to short-term working schemes. Quite strikingly, EU fiscal cooperation has stalled and no common European initiative has emerged, with the exception of a temporary lift of the fiscal constraints of the Stability and

Growth Pact (SGP)

([the escape clause has been activated](#)) and a softening of State Aid

regulations. Yet, various policy proposals coping with the economic and budget consequences of the pandemic at the European level have flourished:

Coronabonds, recourse to the European Stability Mechanism (ESM), the SURE

initiative by the European Commission, and monetisation of public debt are all

widely debated. This post lists the proposals and highlights their respective potential benefits and shortcomings.

The SURE Unemployment Mechanism

The [European Commission](#) announced on April 2 2020 its proposition of a mechanism to support Member States in their attempt to deal

with the surge of labour market related expenditures (unemployment subsidies, temporary

unemployment, etc). The initiative of the European Commission to support Member

States in designing short-term work arrangements is important politically.

The Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE), should take the form of a loan program to member states,

modelled on the functioning of the predecessor of the ESM, the EFSF created in

2010 to provide assistance to Member States in financial distress. The legal

basis of SURE, which the Commission sees as “ad hoc and

temporary”, is Article 122 of the Treaty on the Functioning of the European Union (‘TFEU’), which states that a Member state in trouble because of exceptional circumstances may seek financial assistance from the EU. Like the ESFF, the facility would raise funds on financial markets (at preferential rates), guaranteed by capital guarantees provided by governments; these could be passed on to Member states that have a lower credit rating and face higher financing costs. Article 122 has been conceived for asymmetric shocks, and SURE would be the first instance in which it is used to shield Member states from a symmetric shock.

SURE is capped to €100bn (0.8 % of the Eurozone GDP), and the amount obtained by each member is undefined (although caps are defined). Article 6 of the proposed regulation simply says that following the request by the Member State, the amount, pricing and maturity are decided by the Commission, after it has assessed the extent of public expenditures directly related to the creation of “short-time work scheme and similar measures for the self-employed” (page 7 of the Regulation proposal). Guarantees (“irrevocable, unconditional and on demand”) to the Fund are given by Member states based on their share of GNI of the Union, on a voluntary basis, for an amount of at least 25% of the total amount lent; the instrument will not become

fully operational until all countries contributed.

While it was presented as a solidarity scheme, with a subliminal reference to a pan-European unemployment scheme, SURE is not such a thing. It is simply a loan scheme, aimed at ensuring that the recipient country obtains reasonable interest rates. Its capacity to be a game changer, therefore, will eventually depend on the size of loans actually available for a given country. And this is where the problems begin.

The Commission has designed the proposed Regulation to ensure its financial viability, and with the priority of protecting its standing as a good quality borrower. The total amount available for loans will therefore depend on the guarantees. The €100bn will be reached only if countries commit to guarantee 25% of that amount. Furthermore, caps to each Member quota (the three largest loans cannot exceed 60% of the total), strongly limit the amount of funds available for each country.

Let's just make an example, taking the most favourable case. Suppose that Member states pledge enough guarantees to reach the full fund capacity of €100bn, which is far from obvious. If we take the two countries that most likely will need the fund, Italy and Spain, and we assume that they manage to ensure 25% each of that amount (remember that there is a 60% limit on the three largest loans) , this will make a loan of €25bn. Assuming furthermore that this will yield a savings in

interest payments equal to the current spread (190 and 115 for Italy and Spain respectively as of April 4), we are talking about €475 and 287 million (0.03% and 0.02% of GNI) respectively. An amount that will hardly make any difference in the current situation, even abstracting from the fact that Italy and Spain will have to commit in guarantees €2.7 and 1.9bn respectively (corresponding to the respective quotes of EU GNI of 11% and 7.6%).

To summarize, SURE is a tool to provide Member states with extra resources without the conditionality that would be involved in other instruments such as the ESM (see next). The extra resources would come from interest payment savings. SURE is not, as might be understood at first sight, a mutual insurance tool. As such, it has no resemblance to [existing proposal for unemployment \(re\)insurance schemes](#), although it may be argued that it is a first decisive step towards a permanent European unemployment benefit scheme ([Vandenbroucke et al., 2020](#)). The most apparent flaw of SURE is its firepower. The €100bn advertised are an upper bound unlikely to be reached in practice. And the boundaries set to preserve the borrower rating of the Commission will severely limit the amount of fresh resources quickly usable by the Member countries that need them most.

A Special ESM Covid Credit line

A number of European economists have proposed the

[creation of a Covid credit line](#) within the ESM. This would have the advantage of requiring no new institution, as the credit line could be created by the ESM Board of Directors ([article 19 of the ESM Treaty](#)) as a new financial assistance instrument. Contrary to existing ESM credit lines, the Covid credit line would consist in very long-term loans (that the ESM should finance issuing bonds of equally long maturity), so as to avoid that countries are forced to repay when still in financial distress.

The ESM firepower is large but not unlimited. It is currently €410bn (3,4 % of the Eurozone GDP), which is most likely going to be insufficient in view of the challenges created by the pandemic. If that amount had to be scaled up, additional guarantees by Eurozone countries would have to be called in.

According to the authors, the creation of a special line would allow to avoid the most serious and controversial shortcoming of current ESM lending: stigma for countries applying for it and heavy conditionality. The Covid credit line would involve very little conditionality, just a commitment to spend the resources in Covid related expenditures.

Like for SURE, ESM financing involves very little risk sharing, as borrowing from the Mechanism adds to domestic sovereign debt. This is why it is today the most preferred option for core eurozone

countries. And like SURE, its main advantage is that it would shield financially fragile Member countries by allowing them access to preferential interest rates.

The main problem with the Covid credit line is that being created within the ESM, it is organized by the same normative framework that rules the other credit lines. ESM lending reposes on two principles. The first, introduced in the Treaties following the creation of the ESM in 2012, states that financial assistance to Member States “will be made subject to strict conditionality” ([Article 136\(3\) of the TFEU](#)). The second principle, introduced by one of the two regulations that make up the Two pack ([No 472/2013, Art7\(5\)](#)) states that the Council, acting on a proposal by the Commission, can decide on changes to be made on a programme. This means that whatever conditionality is agreed upon right now, in the framework of the new Covid line, may be changed unilaterally by the creditors later along the road. If the Covid line were to be agreed at the Eurogroup, together with the light conditionality proposed by [Benassy-Quéré et al \(2020\)](#), changes would have to be made to the normative framework to make it sure that such conditionality cannot be changed later on, once things “go back to normal”.

Another potential problem of embedding the Covid credit line within the ESM is that the latter is an intergovernmental institution that has been agreed upon by Eurozone governments

alone. The Covid credit line would in principle only be available to them. Given the global nature of the current pandemic, cutting out non-Eurozone countries would be unthinkable. Therefore, even if it was possible to credibly commit to light conditionality, the Covid line could not be the foundation of the European joint effort.

Coronabonds as temporary Eurobonds

A group of [German economists](#) has proposed the implementation of a common debt instrument at the Eurozone level. Such "Coronabonds" would be jointly issued under shared liability. The amount issued would be of or €1,000bn (8 % of Eurozone's GDP) and a key feature of these Coronabonds for their political feasibility in the short-run would be their limitation to the current crisis period as a one-off measure.

The liabilities for Coronabonds being shared, national sovereign debts would only increase proportionally to the share of each country's GDP in the euro area (equivalent to the ECB capital key). The maturity of Coronabonds should be as long as possible, and the interest payments being based again on ECB capital key, it would imply a mutualisation of borrowing costs. In a more ambitious scheme, member states that are the most severely affected and for which sovereign financing

conditions are the tightest could benefit in priority from these funds, but this would involve more than just a mutualisation of borrowing costs, its timely feasibility being greatly reduced.

The question of the guarantees for these Coronabonds is key since they would most likely finance other expenditures than infrastructures that could act as collateral. They could be purchased by the ECB under PEPP (not at issuance, which is currently not legally possible, but on the secondary market). The ECB self-imposed issuer limit for supranational securities is 50% normally, but does not apply to PEPP holdings, and there would be no capital key to respect. In an extreme case, even an issuer limit of 99% would be legal: the EU Court of Justice in 2018 made the point that ECB purchases are legal as long as the ECB is “not permitted to buy either all the bonds issued by such an issuer or the entirety of a given issue of those bonds”.

The issuance of Coronabonds could be organised by an existing institution like the ESM or the European Investment Bank (EIB) so it would not entail creating a new legal framework or require a change in the EU Treaty. Under these conditions, this framework would be operational quickly as the crisis requires. Another advantage of such Coronabonds is that they would act as a “safe asset” that could be used by

Eurozone banks as collateral and would reduce the probability of a vicious circle between banks and governments as experienced during the 2012-2015 sovereign debt crisis. The main drawback of this proposition relates to its political feasibility and whether countries that opposed Eurobonds would not oppose such mutualisation of borrowing costs as well.

Perpetual bonds or debt monetisation: the solution of last resort?

The ECB has committed to being the lender of last resort of banks, e.g. through favourably-priced long term refinancing operation (LTROs) at the negative deposit facility rate, and it has extended the Asset Purchase Programme by €120bn, then by an additional €750bn a few days later with the temporary Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Yet, the ECB has not become the *de jure* lender of last resort for euro area Member States. The current health, economic and financial crisis requires strong fiscal stimuli but the rise of public debt to GDP ratio in highly indebted euro area countries, like Italy and France, raises doubts on their debt sustainability. To mitigate the risk of debt unsustainability, two additional proposals have been put forth recently.

[Giavazzi and Tabellini \(2020\)](#) advocate the issuance of perpetual Covid Eurobonds to fund

the necessary rise in public spending and decline in tax revenues that the pandemic is generating in the euro area. Most characteristics of perpetual bonds resemble those of the Coronabonds, except that the capital of the former would never be redeemed. The Covid Eurobonds would be backed by the joint tax capacity of euro area Member states. Each country would issue the amount of Covid Eurobonds depending on its funding needs, but all bonds would be the same. If the ECB committed to purchasing these Covid Eurobonds on secondary markets, it would make their yield minimal. In the actual low rate environment, Giavazzi and Tabellini argue that the yield on these bonds could be low as well – they take the example of a yield of 0.5% – and that overall funding could easily outweigh all other European funding instruments. The initiative for [European Renaissance Bonds](#) is very close to Covid Eurobonds in its spirit. In contrast though, the Renaissance bonds would finance a common, centralized fund under the responsibility of the Union's institutions (e.g. the Commission), and would not raise national debts. In contrast with other discussed Coronabonds or Covid Perpetual Bonds, Renaissance bonds would be entirely mutualized within the dedicated fund. Risk-sharing would be heightened, as well as European solidarity.

[De Grauwe](#) (2020) does not propose the creation of a new fund, a new financial instrument or the

extension of a credit line out of an existing institution (like the ESM). Instead, he advocates that the ECB and the EU cross the Rubicon and accept that the former purchases the public debts of the latter on the primary markets, hence at debt issuance.

While this would require either a Treaty change – the second indent of Article 132(1) of the Treaty on the Functioning of the European Union forbids monetary financing – or much agility (or ingenuity to take De Grauwe’s word) of public lawyers, this is not impossible to achieve as the [recent example of the Bank of England shows](#), at least on a temporary basis. First and foremost, the current context is exceptional and requires exceptional measures. Second, what was considered impossible in the past has finally been possible: the development of non-standard policies by the ECB in 2008 with the Fixed Rate Full Allotment for the main refinancing operations is one example. With the acceleration of the so-called European sovereign debt crisis, the ECB has done “whatever it takes to preserve the euro”. With the creation in 2012 of the not-yet-used Outright Monetary Transactions programme (OMT), then the Assets Purchase Programme (APP), the ECB has acted *de facto* as the lender of last resort of euro area Member States. De Grauwe’s argument would lift a contradiction between the behaviour of the ECB and the absence of a *de jure* lender

of last resort in the euro area ([Creel 2018](#)): debt monetization would make it clear that, as in the US, the UK or Japan to name only a few, the central bank is the lender of last resort not only of banks but also of States. To cope with the health, economic and social costs of the pandemic, debt monetization through secondary markets would have to be applied by all EU central banks, and not only by the ECB.

The main risk with debt monetization though is inflation. In the current circumstances, with the demand shock that seems to dominate the supply shock and with oil prices collapsing, this is not likely.

Yet, if it happened, it would be welcome with joy at central banks which target inflation and which are unable to fulfil their mandates in this respect. That being said, debt monetization may be limited to newly-issued public bonds funding the fiscal response to Covid-19 in the Member States. This would give them almost unlimited fiscal margins for maneuver to dampen the crisis, without any risk of seeing the spreads resurface between the core and the peripheral countries of the euro area. Finally, long awaited inflation after debt monetization would also alleviate the real debt burden, a characteristic shared after most episodes of war-accumulated debts.

The second risk of debt monetization is the ECB balance sheet risk it embeds, via the ECB backing of domestic

fiscal policies. The balance sheet risk is shared by all eurozone countries proportionally to ECB capital keys. A temporary debt monetization conditional on the funding of Covid-19 related expenditures or tax deferral would not neutralize this kind of risk, but it would limit it to exceptional circumstances.

Another substantial risk of debt monetization, and of any form of debt mutualisation, is the moral hazard it could generate.

For instance, the ECB could actually back possibly inappropriate fiscal policies. Here again, a temporary debt monetization conditional on the funding of Covid-19 related expenditures or tax deferral would not totally neutralize moral hazard, but this one is very limited in the current Covid-19 context, where the nature of fiscal policy as a necessary support to the economy is uncontroversial. As a consequence, any temporary policy mechanism during this crisis period is unlikely to generate wrong incentives.

Finally, it is useful to provide an order of magnitude of the transfer to a European country of the most favourable financial scheme of debt mutualisation. Assume, as an example, that public debt increases by 10 points of 2019 GDP (public debt over GDP will increase at much higher level due to the fall in GDP). With the spread between Germany and Italy currently at 200 basis points, funding Italian public debt at the German interest rate

would save 0.2 point of 2019 GDP, hence €36 bn. In addition, it may be possible that the interest rate on other countries' debts increase a little. The ensuing redistributive effect would thus help countries most affected by the Covid-19 crisis, which have substantial borrowing needs.

L'essentiel, l'inutile et le nuisible (suite)

par [Eloi Laurent](#)

Comment savoir de quoi nous pouvons nous passer tout en continuant à bien vivre ? Pour éclairer cette question délicate l'analyse économique offre un critère central, celui de l'utile, qui renvoie lui-même à deux notions voisines : l'usage et l'utilité.

Est utile, d'abord et fidèlement à l'étymologie, ce dont les personnes se servent effectivement pour satisfaire leurs besoins. Est donc inutile ce qui, du point de vue humain, ne sert à rien.

Amazon a ainsi [annoncé le 17 mars](#) que ses entrepôts ne stockeraient désormais plus que des « biens essentiels » jusqu'au 5 avril et les définit de la

manière

suivante dans le contexte de la crise du Covid-19 : « articles ménagers, produits médicaux et autres denrées très demandées ». L'ambiguïté

du critère de l'utile est tangible dans cette définition qui mêle ce qui tient

de la première nécessité et ce qui relève du jeu de l'offre et de la demande. Tout

en semblant adopter un comportement civique, Amazon s'inscrit également résolument

dans une perspective commerciale.

Plus encore, ce premier critère

de l'usage ouvre sur la variété océanique des préférences humaines qui rythme

les mouvements de marché. Comme le rappelle Aristote dans le premier chapitre

de [l'Éthique](#)

[à Nicomaque](#), texte fondateur de l'économie du bonheur écrit il y a presque

deux millénaires et demi, on trouve parmi les individus et les groupes une

multiplicité de conceptions de ce qu'est une bonne vie. Mais contrairement à ce

que pense Aristote, qui érige sa propre conception du bonheur en bien-être

supérieur aux autres, il n'est pas légitime de hiérarchiser les différentes

conceptions de la vie heureuse. Un régime politique de liberté consiste plutôt

à garantir la possibilité que le plus grand nombre de « poursuites du

bonheur » est concevable et atteignable à la condition qu'aucune ne nuise

aux autres.

Mais la conception

aristotélicienne du bonheur, qui met l'accent sur l'étude et la culture livresque, n'est pas moins digne qu'une autre. Les librairies sont-elles, comme les professionnels du secteur l'ont défendu au début du confinement en France, des commerces de première nécessité au même titre que les commerces de nourritures terrestres ? Pour certaines et certains, oui. Peuvent-elles être considérées comme inutiles à une période où l'existence humaine est contrainte de se recroqueviller sur les fonctions vitales ? A l'évidence, non.

D'où l'importance du second critère, celui de l'utilité, qui ne mesure pas seulement l'usage des différents biens ou services mais la satisfaction qu'en retirent les individus. Mais ce critère se révèle encore plus problématique que celui de l'usage du point de vue des politiques publiques.

L'analyse classique, telle que fondée par exemple par John Stuart Mill dans la foulée de Jeremy Bentham, suppose une fonction de bien-être social, agrégeant toutes les utilités individuelles, qu'il s'agit pour les autorités publiques de maximiser au nom de l'efficacité collective, entendue ici comme l'optimisation de la somme de toutes les utilités. Est socialement utile ce qui maximise le bien-être commun ainsi défini. Mais, comme on le sait, à partir du début du 20^e siècle, l'analyse néoclassique a remis en cause la validité

des comparaisons
interpersonnelles d'utilité, privilégiant l'ordinal au
cardinal et rendant
largement inopérante la mesure de l'utilité collective, dès
lors que, dans les
mots de Lionel Robbins (1938), « tout esprit est impénétrable
pour tout
autre et aucun dénominateur commun aux sentiments n'est
possible ».

Cette difficulté comparative – qui
rend nécessaire le recours à des critères de jugement éthique
pour agréger les
préférences – fragilise notamment grandement l'usage de la
valeur statistique
d'une vie humaine (*value of statistical
life* ou *VSL*) pour fonder les
choix collectifs sur une analyse monétaire coûts-bénéfices,
par exemple dans le
domaine des politiques environnementales. Imagine-t-on que
l'on pourrait
décentement évaluer le « coût humain » de la crise du Covid 19
pour les
différents pays affectés en croisant les [valeurs
de VSL par exemple calculées par l'OCDE](#) et les [données de
mortalité compilées par
la John Hopkins University](#) ? L'analyse économique des
questions
environnementales ne peut en réalité se limiter au critère
d'efficacité,
lui-même appuyé sur celui de l'utilité et [doit
pouvoir s'enrichir des enjeux de justice](#).

L'autre problème, considérable,
de l'approche utilitariste est son traitement des ressources
naturelles, ressources
qui n'ont [jamais](#)

été autant consommées par les systèmes économiques
qu'aujourd'hui, loin de
la promesse de dématérialisation de la transition numérique
engagée depuis
trois décennies au moins.

L'analyse économique des
ressources naturelles fournit certes des critères divers qui
permettent
d'appréhender la
pluralité des valeurs des ressources naturelles.
Mais au moment de trancher, ce sont bien les valeurs
instrumentales de ces
ressources qui l'emportent, parce qu'elles sont à la fois plus
immédiates en
termes de satisfaction humaine et plus faciles à calculer.
Cette myopie conduit
à des erreurs monumentales dans les choix économiques.

Il en va ainsi notamment du
commerce d'animaux vivants en Chine, à l'origine de la crise
sanitaire du
Covid-19. L'utilité économique de la chauve-souris ou du
pangolin peut certes
être appréciée au prisme de la seule consommation alimentaire.
Mais il se
trouve qu'à la fois les chauves-souris sont des réserves de
coronavirus et que
les pangolins peuvent servir d'hôtes intermédiaires entre
celles-ci et les
humains. De sorte que la désutilité de la consommation de ces
animaux (mesurée
par les conséquences économiques des pandémies mondiales ou
régionales
engendrées par les coronavirus) est infiniment supérieure à
l'utilité procurée
par la satisfaction de leur ingestion. L'ironie veut que la

chauve-souris soit
précisément l'animal choisi par Thomas Nagel dans un [article classique de 1974](#) visant à délimiter la frontière homme-animal et qui s'interrogeait sur le fait de savoir quel effet cela faisait, du point de vue de la chauve-souris, d'être une chauve-souris.

Apparaît donc enfin, à mi-chemin entre l'inutile et le nuisible, un autre critère que l'utile : celui des besoins humains « artificiels », récemment mis en lumière par le sociologue [Razmig Keucheyan](#). Artificiel est ici à comprendre au double sens où ces besoins sont créés de toutes pièces (notamment par l'industrie du numérique) plutôt que spontanés et où ils induisent la destruction du monde naturel. Ils s'opposent aux besoins « authentiques » collectivement définis avec le souci de préserver l'habitat humain.

Au terme de cette brève exploration, s'il apparaît bien difficile de trancher la question du bien-être utile (et inutile), il semble en revanche... essentiel de mieux cerner l'enjeu du bien-être nuisible. Ce sera l'objet du dernier billet de cette série.

Ce que révèlent les stratégies de relance budgétaire aux États-Unis et en Europe ?

par [Christophe Blot](#) et [Xavier Timbeau](#)

Parallèlement aux décisions de la [Réserve fédérale](#) et de la [BCE](#), les gouvernements multiplient les annonces de plans de relance pour tenter d'amortir les conséquences économiques de la crise sanitaire du COVID19 qui a déclenché une récession d'une ampleur et d'une vitesse inédites. Le confinement de la population et la fermeture des commerces non essentiels induisent respectivement une baisse des heures travaillées et un empêchement de la consommation ou de l'investissement combinant un choc d'offre avec un choc de demande.

Aux États-Unis comme en Europe, les réponses à la crise se dévoilent au fur et à mesure du temps, mais les choix effectués des deux côtés de l'Atlantique livrent déjà des enseignements sur les idéologies, les caractéristiques fondamentales des économies et le fonctionnement de leurs institutions.

Budget fédéral : en avoir un ou pas

Après quelques jours de négociations entre Démocrates et Républicains, le Congrès américain vient de voter un plan de soutien à

l'économie de 2 000 milliards de dollars (9,3 points de PIB)[\[1\]](#),

prévoyant notamment des transferts vers les ménages, des prêts pour les PME et

des mesures de soutien aux secteurs en difficulté sous forme de report

d'échéances. Du côté des Européens, la Commission a proposé de créer un fonds

doté de 37 milliards d'euros dans le cadre d'une initiative en faveur de

l'investissement. L'Union réaffecterait

également un milliard d'euros « en garantie au Fonds européen d'investissement pour encourager les banques à octroyer des liquidités aux PME

et aux petites entreprises de taille intermédiaire »[\[2\]](#).

À

l'échelle de l'Union, ces sommes représentent 0,2 point de PIB et peuvent

sembler d'autant plus dérisoires qu'il ne s'agit pas de débloquer des fonds

additionnels mais de réallouer des fonds au sein du budget.

Ces différences de taille rappellent en premier lieu que le budget européen est limité par construction et qu'il ne permet pas de répondre

à un ralentissement économique touchant l'ensemble des États membres. Au sein de l'Union

européenne, les prérogatives budgétaires sont la compétence des États

membres, tout comme les principaux instruments régaliens de réponse aux crises.

Ce sont les budgets nationaux qui sont mobilisés pour soutenir l'activité économique. Ainsi, en cumulant les annonces faites au niveau des 5 plus grands pays de l'Union, on atteint une somme dépassant 430 milliards d'euros (3,3 % du PIB), à laquelle il faut ajouter les garanties qui pourraient s'élever à plus de 2 700 milliards, soit plus de 20 points de PIB de l'Union européenne[3]. Les mesures prises aux États-Unis et par les pays européens sont donc d'un ordre de grandeur comparable et se distinguent donc par l'échelon auquel elles sont prises puis par la répartition des sommes allouées. Aux États-Unis, le budget fédéral représente 33 % du PIB, ce qui permet de mettre en œuvre une action commune et centralisée, qui bénéficie à l'ensemble des ménages et des entreprises selon les décisions votées par le Congrès et opère donc implicitement une stabilisation entre les États. En effet, les impôts ou taxes versés par les ménages et les entreprises des États les plus touchés diminueront relativement et ces mêmes États pourront aussi bénéficier plus largement de certaines mesures fédérales. Surtout, le Congrès américain peut voter un budget en déficit, ce qui permet de mettre en œuvre des mesures de stabilisation intertemporelle[4].

À l'opposé, l'UE n'a pas la capacité de s'endetter et ce sont les États membres qui s'endettent. Cette capacité de stabilisation peut être contrainte

par la difficulté à se financer, induisant une hausse des taux d'intérêt dans un premier temps ou un assèchement des marchés dans un second temps. Les différents États membres ne sont pas égaux devant les marchés, du fait de leur situation macroéconomique ou du niveau de leur dette, comme l'Italie. Mais au-delà de ces différences, c'est surtout parce que les épargnants, par l'intermédiaire des marchés financiers, peuvent arbitrer entre des dettes de différents pays dans un espace juridique (l'UE) qui garantit la libre circulation des capitaux que les mouvements de taux d'intérêt peuvent amplifier de petites différences macroéconomiques et alimenter des dynamiques autoréalisatrices. La crise des dettes souveraines en 2012 a montré que la contagion par les taux souverains entraînant, après la Grèce, l'Italie et l'Espagne dans la spirale du doute des marchés financiers, pouvait induire des transferts considérables des pays en difficulté vers les pays considérés comme vertueux. La contrepartie de l'arbitrage avait été la baisse des taux pour l'Allemagne ou la France. Ces transferts peuvent atteindre plusieurs points de PIB, au point qu'ils engendrent un risque d'éclatement de la zone euro : il peut être préférable de mettre fin à la libre circulation des capitaux, capturer l'épargne nationale pour financer la dette publique (et donc monétiser le

déficit public) plutôt que laisser s'envoler la charge de la dette et devoir se soumettre à un plan de redressement humiliant en échange de l'aide européenne.

L'envolée des taux souverains italiens, avant la clarification de la communication de la BCE, a alors logiquement relancé le débat sur la possibilité d'émettre des *euro-bonds* (appelés *corona-bonds*) et qui permettraient de mutualiser une partie des dépenses budgétaires des États de la zone euro et d'éviter cette spirale de l'arbitrage entre dettes souveraines que rien ne justifie et dont les conséquences peuvent aller jusqu'à l'éclatement de la zone euro.

Tant que ces titres de dette commune ne sont pas mis en place ou que la Banque Centrale Européenne répugne à intervenir pour racheter telle ou telle dette publique européenne, le rôle des institutions européennes doit se situer à une autre échelle. Il s'agit d'abord de favoriser la coordination des décisions prises par les États membres et d'inciter les gouvernements à prendre des mesures fortes afin d'éviter des passagers clandestins, qui attendraient des mesures prises par leurs voisins un effet positif [\[5\]](#).

Ces effets risquent cependant d'être limités et on n'imagine pas vraiment qu'un pays ne prenne pas les mesures nécessaires pour aider directement les ménages et les entreprises à faire face au choc.

Plus que la coordination, il est essentiel d'assouplir les règles budgétaires en vigueur comme annoncé afin de donner les marges de manœuvre nécessaires aux États en faisant jouer la clause de circonstances exceptionnelles. Mais au-delà d'une réponse à court terme, il importe que la crise ne soit pas l'occasion d'exercer une pression vers plus de discipline budgétaire. La légitimité des États membres dans la crise et la pertinence de leurs réponses sera scrutée de près après la crise. L'Union européenne ne doit pas s'engager sur un débat décalé qui ne ferait que compromettre définitivement sa légitimité politique.

Puisqu'il n'existe aucun outil de dette mutualisée, la BCE joue un rôle crucial pour maintenir un faible niveau de taux d'intérêt pour l'ensemble des États de l'Union, aujourd'hui et demain.

Adapter les plans au fonctionnement du marché du travail

Au-delà des sommes engagées et du niveau institutionnel auquel les décisions sont prises, le contenu des plans rappelle que le fonctionnement du marché du travail est bien différent de part et d'autre de l'Atlantique. Les États membres de la zone euro ont privilégié le recours au chômage partiel, ce qui permet de maintenir les salariés en emploi et de socialiser la perte de revenu à la source. Le tissu productif est préservé parce qu'il n'y a pas de rupture du contrat de travail et les États

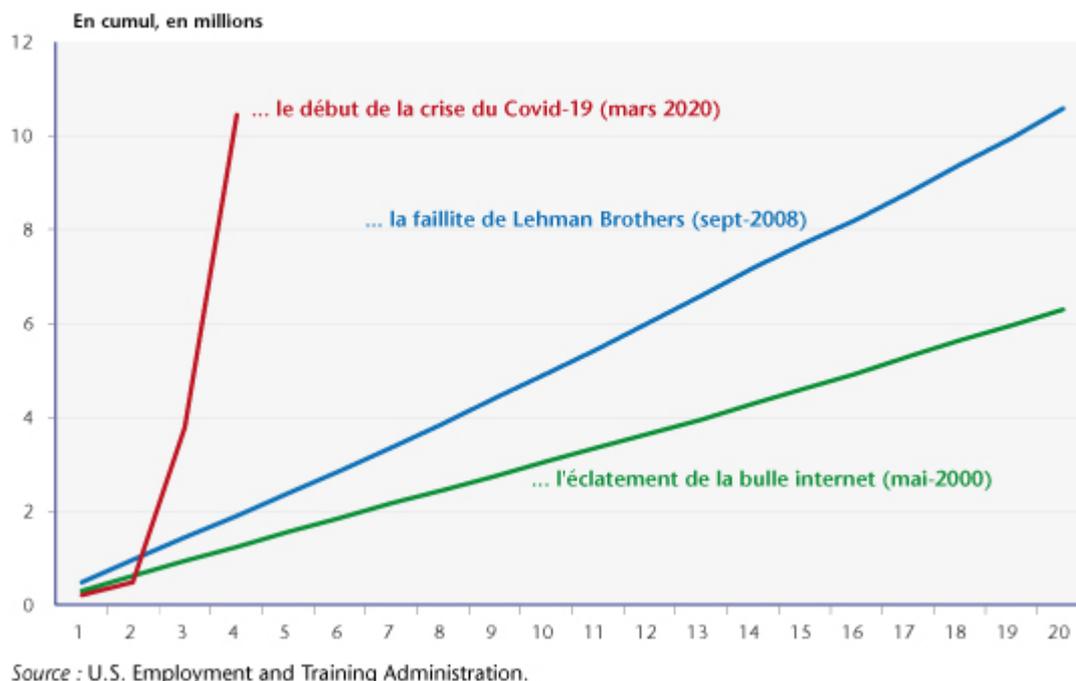
offrent, selon les dispositifs en vigueur, de compléter partiellement les pertes de salaire afin de maintenir le pouvoir d'achat des ménages. Ces mécanismes, déjà largement répandus en Allemagne et en Italie, ont été récemment amplifiés en France ou développés en Espagne. Ce faisant, une fois la récession sera passée, la reprise de l'activité pourra se faire dans de meilleures conditions puisque les entreprises disposent déjà de la main-d'œuvre et évite ainsi les coûts de recrutement et de formation.

Aux États-Unis, ces mécanismes sont peu répandus et le marché du travail américain est très flexible. Les délais pour licencier les salariés sont très courts si bien que les entreprises ajustent rapidement leur demande de travail. La chute de l'activité se traduira rapidement par une hausse du taux de chômage comme semble l'indiquer les premières remontées du ministère fédéral du travail (graphique). En deux semaines, le cumul d'inscription au chômage a effectivement dépassé 10 millions, bien plus que ce qui a été observé après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 ou après l'effondrement de la bulle internet en 2000. Par ailleurs, la durée d'indemnisation des chômeurs, définie au niveau des États [\[6\]](#), est généralement plus courte, ce qui expose rapidement les ménages au risque de perte de revenu. C'est pourquoi une part importante des mesures du plan d'aide voté par le Congrès prévoit un soutien direct aux ménages par

le biais de transferts ou de baisses d'impôts selon le niveau de revenu. Les mesures prévoient également l'extension des périodes d'indemnisation et une aide supplémentaire aux salariés licenciés qui pourra s'ajouter aux indemnités perçues dans le cadre de l'assurance-chômage standard. Mais au lieu de cibler directement ceux qui perdent leur emploi, ces mesures ont un spectre large. Un plan de relance vigoureux sera sans doute nécessaire après la crise sanitaire. Mais, là aussi, les effets d'aubaine consommeront une large partie du stimulus et il coûtera très cher de remettre l'économie sur les rails d'avant la crise.

À l'approche des élections, ces choix expliquent aussi sans doute pourquoi Donald Trump semble parfois réticent à prolonger le confinement des Américains arguant que la crise économique pourrait faire plus de dégâts que la crise sanitaire^[7]. Mais en laissant se répandre le virus, le nombre de personnes infectées et présentant des formes graves risque d'exploser et d'exposer les États-Unis à une crise sanitaire de grande ampleur. Il n'est pas certain que le bilan du Président s'en trouve plus favorable et que la stratégie américaine s'avère plus efficace, que ce soit sur le plan sanitaire ou économique.

Graphique. Les inscriptions hebdomadaires au chômage aux États-Unis après ...



[1] Ce plan fait suite aux mesures précédentes dont le montant d'élevait à un peu plus de 100 milliards de dollars. Il inclut l'ensemble des mesures en faveur des ménages et des entreprises (prêts et soutiens à la liquidité).

[2] Voir https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP_20_459.

[3] Notons de plus que certaines mesures ont été prises en fonction d'une durée supposée du confinement et pourraient donc être recalibrées suivant l'évolution de la situation.

[4] La grande majorité des États ont par contre des contraintes en matière de déficit

ou de dette. Face à l'ampleur de la crise, certains d'entre eux débloquent cependant également des dépenses qui peuvent donc s'ajuster au plan de soutien fédéral.

[5] Si un pays A décide d'augmenter ses dépenses, le pays B peut espérer en tirer partiellement profit par la hausse induite des importations du pays A en provenance de B, et particulièrement s'il est petit par rapport à A.

[6] Le système d'assurance-chômage américain s'appuie sur un régime propre aux États. L'État fédéral intervient sur la gestion des coûts de l'ensemble du système. Voir Stéphane Auray et David L. Fuller (2015) : « [L'assurance chômage aux Etats-Unis](#) ».

[7] Voir [ici](#) pour une analyse des risques économiques et sanitaires.

L'essentiel, l'inutile et le nuisible

[Éloi Laurent](#)

La crise du Covid-19 n'en est qu'à ses débuts, mais il paraît difficile d'imaginer qu'elle conduise à un

« retour à la normale » sur le plan économique. De fait, confinement aidant, les réflexions se multiplient déjà sur le nouveau monde qui pourrait émerger de la conjonction inédite d'une pandémie globale, de la mise aux arrêts de la moitié de l'humanité et du tarissement brutal des flux mondiaux et de l'activité économique. Parmi ces réflexions, dont beaucoup ont été entamées bien avant cette crise, s'impose la nécessité de définir ce qui est vraiment essentiel au bien-être humain : de quoi avons-nous véritablement besoin ? De quoi pouvons-nous dans les faits nous passer ?

Raisonnons d'abord par l'absurde comme nous invitait à le faire Saint-Simon en 1819. « *Supposons que la France perde subitement les Français les plus essentiellement producteurs, ceux qui donnent les produits les plus importants, ceux qui dirigent les travaux les plus utiles à la nation, et qui la rendent productive dans les sciences, dans les arts et métiers, ils sont réellement la fleur de la société française : ils sont de tous les Français les plus utiles à leur pays, ceux qui lui procurent le plus de gloire, qui hâtent le plus sa civilisation ainsi que sa prospérité : la nation deviendrait un corps sans âme à l'instant où elle les perdrait... Il faudrait à la France au moins une génération*

entière pour réparer ce malheur... ». C'est sur le mode de la parabole, que Saint-Simon tentait ainsi d'expliquer le renversement hiérarchique que le nouveau monde de la révolution industrielle impliquait pour la prospérité du pays, qui pouvait désormais selon lui se passer des classes monarchiques, alors que « les sciences, les arts et métiers » lui étaient devenus essentiels.

Adapter la parabole de Saint-Simon à la situation actuelle revient à reconnaître que nous ne pouvons pas nous passer en temps de crise de celles et ceux qui assurent les soins, garantissent l'approvisionnement alimentaire, maintiennent l'État de droit et les services publics et font fonctionner les infrastructures (eau, électricité, réseaux numériques). Ce qui implique qu'en temps normal toutes ces professions soient valorisées à la hauteur de leur importance vitale. La définition du bien-être humain qui en résulte ressemble au tableau de bord que forment ensemble les différentes cases de [l'attestation de déplacement dérogatoire](#) que chaque Français(e) doit remplir pour avoir le droit de sortir de son confinement.

Mais il est possible d'étoffer cette réflexion élémentaire par les innombrables travaux menés depuis des décennies sur [la mesure du bien-être humain](#), travaux qui se sont fortement

accélérés au cours des dix dernières années, après la « grande récession ». On peut commencer par considérer ce qui fait figure d'essentiel aux yeux des personnes interrogées sur les sources de leur bien-être. Deux priorités se font alors jour : [la santé](#) et les [liens sociaux](#). À cet égard, la situation actuelle offre un frappant « paradoxe du bien-être », par lequel des mesures de confinement parfois drastiques sont prises pour préserver la santé, qui conduisent en retour à dégrader les liens sociaux du fait de l'isolement imposé.

Mais comment mieux commencer de cerner positivement les différents éléments du « bien-être essentiel » sur lequel il faudrait désormais concentrer les politiques publiques ? La mesure de la pauvreté peut ici venir en aide à la mesure de la richesse. Les travaux empiriques pionniers d'Amartya Sen et de Mahbub ul Haq à la fin des années 1980 ont abouti à une définition du développement humain que l'Indicateur de développement humain [publié pour la première fois par les Nations Unies en 1990](#) ne reflète qu'en partie : « Le développement humain est un processus d'élargissement des choix des personnes. Les plus critiques sont de mener une vie longue et saine, d'être éduqué et de jouir d'un niveau de vie décent. Les choix

supplémentaires incluent la liberté politique, les droits de l'homme et le respect de soi ». Plus précisément, dans le cas français, les travaux engagés en 2015 par l'Observatoire national de la pauvreté et de l'exclusion sociale (Onpes) sur les [budgets de référence](#) et prolongés notamment par l'INSEE avec son « [indicateur de pauvreté en conditions de vie](#) » conduisent à définir les composantes essentielles d'une vie « acceptable » (on pourrait aussi parler de « décence »).

Mais à supposer que ces instruments de mesure contribuent, dans la sortie de crise, à la définition d'un bien-être essentiel (dont des travailleurs et travailleuses eux-mêmes essentiels assureraient le maintien dans des situations de crise qui sont appelées à se répéter sous l'effet des chocs écologiques), l'expertise seule ne suffirait pas à en tracer les contours. Il faudrait qu'une convention citoyenne s'empare du sujet.

D'autant que la définition du bien-être essentiel appelle naturellement deux autres catégories encore plus délicates à définir, sur lesquelles ce blog reviendra dans les prochains jours :

- le bien-être inutile (ou artificiel), celui dont on peut se passer sans dommage ;
- le bien-être nuisible, celui dont on doit se passer à l'avenir parce qu'en plus d'être accessoire il nuit au bien-être essentiel, notamment parce qu'il en sape

les fondations en conduisant à la dégradation des écosystèmes (c'est le débat qui s'engage en Europe sur la nécessité de sauver ou non les compagnies aériennes). Le débat sur le bien-être essentiel ne fait que commencer...

La Fed et le système financier : prévenir plutôt que guérir

par [Christophe Blot](#), Emmanuelle Faure (stagiaire à l'OFCE et Université Paris Nanterre) et [Paul Hubert](#)

Au cours des 2 dernières semaines, la Réserve fédérale a annoncé deux baisses de son taux directeur ainsi que le déploiement d'une vaste panoplie d'outils afin de contrer les retombées négatives du Covid-19 sur l'économie américaine. Les autorités monétaires ont cherché, en priorité, à remplir leur rôle de prêteur en dernier ressort du système financier en réactivant certains dispositifs utilisés en 2008-2009. Ces octrois de liquidités nécessaires ont pour but d'éviter que la situation dégénère et provoque une crise financière systémique. La Fed agit cette fois-ci de manière préventive et espère ne pas avoir à revivre un épisode

comme celui de la faillite de Lehman Brothers. Cette crise sanitaire malmène les économies américaine et mondiale, et la Fed s'est dite prête à utiliser tous les outils nécessaires[1] nous rappelant, au passage, le « will do everything necessary[2] » prononcé par Christine Lagarde la semaine dernière.

Un flux ininterrompu de mesures

Pas moins de 11 annonces ont été faites par la Fed au cours des dernières semaines. Par ce rythme très inhabituel pour une banque centrale, la Fed entend bien répondre à ses principaux objectifs : maintenir la liquidité des institutions financières et assurer la stabilité macroéconomique[3]. Les conditions d'accès au crédit se sont massivement assouplies puisque le taux directeur a été baissé de 1,5 point de pourcentage et s'est établi désormais entre 0 et 0,25 %. Selon Jerome Powell, ce niveau sera maintenu jusqu'à la fin de la crise sanitaire[4]. Il a cependant rappelé sa volonté de ne pas franchir la barre des taux zéro comme c'est déjà le cas dans la zone euro. La majorité des annonces s'est cependant concentrée sur des mesures en direction des banques et des institutions financières pour leur fournir des liquidités via l'extension de prêts en contrepartie de collatéraux (« repo »), la création de lignes de swaps en coordination avec d'autres banques centrales, la mise en

place de trois lignes de crédit[5] pour les différents acteurs financiers et d'un programme de rachat de titres adossés aux prêts à la consommation ou *via* les cartes de crédit. À ces mesures s'ajoute la décision de supprimer la contrainte de réserves obligatoires.

Un nouveau plan d'assouplissement quantitatif a été mis en place avec l'annonce du rachat d'au moins 700 milliards de dollars de titres (500 de bons du Trésor et 200 de titres hypothécaires) auquel s'ajoute dorénavant l'achat d'obligations d'entreprises privées[6]. La politique d'achats d'actifs avait déjà été largement utilisée entre 2008 et 2015. En annonçant un montant minimal et sans préciser la durée de ce nouveau plan, la Fed laisse ainsi entendre qu'elle peut ajuster cette politique d'achat de titres, ce qui permettrait alors à celle-ci de contenir les éventuelles hausses de taux liées au plan de relance budgétaire de 2 000 milliards de dollars voté depuis par le Sénat.

Le syndrome post-traumatique de Lehman Brothers

Par ces annonces, les autorités monétaires apportent leur soutien à l'économie réelle en garantissant l'accès à la liquidité à un large éventail d'institutions financières afin d'éviter un tarissement du crédit pour les ménages et les entreprises. Les mécanismes mobilisés sont proches de ceux qui avaient été utilisés au

moment de la crise

2008 pour pallier le gel des échanges sur le marché interbancaire. De fortes

tensions sur le marché de refinancement se font déjà ressentir ces derniers

jours alors que le *spread* entre le

taux à 3 mois des billets de trésorerie (*commercial*

papers) et le taux directeur s'approchait dangereusement des valeurs

atteintes en 2008. En agissant rapidement, la Fed espère éviter une paralysie

du système financier, comme celle observée après la faillite de Lehman

Brothers. Les premières annonces se sont donc essentiellement tournées vers

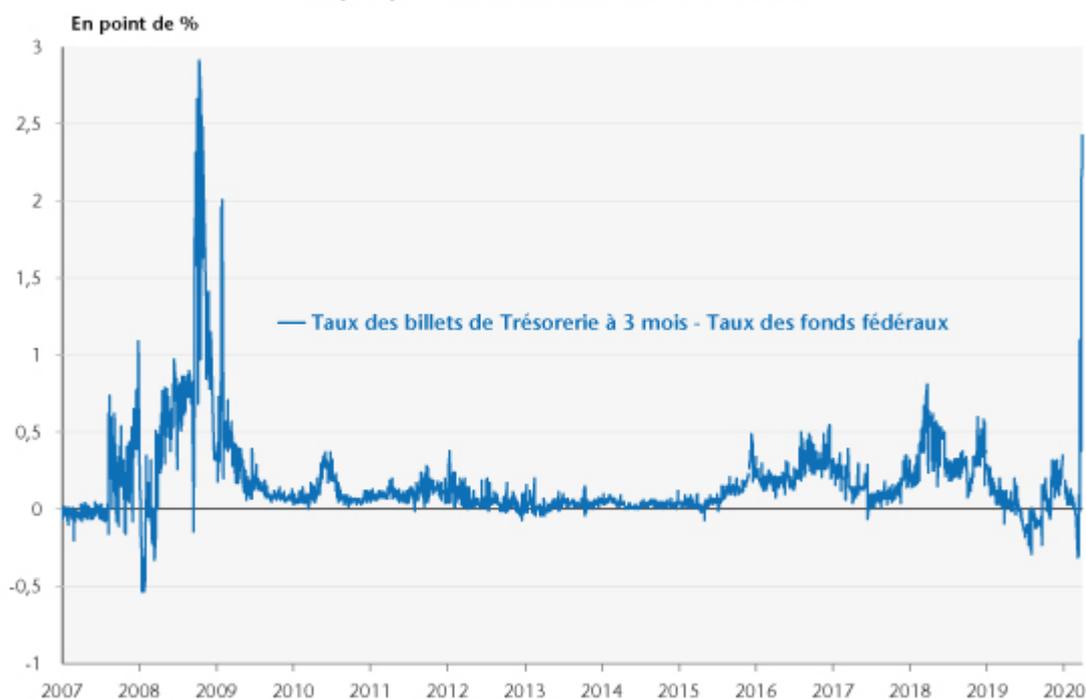
l'extension des opérations de liquidités *via*

les « *repo* »[\[7\]](#). Ces

nouvelles dispositions sont prévues sur des maturités plus longues – 1 mois et

3 mois – et pour un montant total de 1 000 milliards de dollars par semaine.

Graphique. Tensions sur le refinancement



Source : Réserve fédérale de Saint Louis (FRED).

Au-delà du refinancement de court-terme permis par les prêts « repo », des plans de facilités de crédit datant de la crise de 2008 ont été remis à disposition des banques commerciales et d'autres acteurs comme les fonds de pension et fonds communs de placement pour les inciter à maintenir leur activité de financement. Ces instruments [\[8\]](#) permettent à la Fed de soutenir la liquidité puisqu'elle propose de racheter des titres financiers adossés à certains collatéraux. La pluralité des plans d'octroi de liquidité s'explique par le fait qu'aux Etats-Unis, les deux tiers du financement intermédié passent par des institutions non-bancaires. Par exemple, les négociants (*primary dealers*) fournissent une grande partie des instruments financiers. Ils sont en particulier des éléments clés de l'émission des bons du Trésor. La Fed a donc conçu le programme PDCF spécifiquement pour ces acteurs et accepte une grande variété de collatéral (incluant des actions) dans ses opérations de prêts afin d'assurer leur pérennité. De même, le programme MMLF se focalise sur les fonds du marché monétaire (*money market funds*) en prêtant spécifiquement aux fonds qui achètent les billets de trésorerie des banques ou autres fonds. Une évolution d'importance relativement à 2008 est que ces deux dernières facilités de crédit bénéficient de la protection du Trésor américain, ce qui implique une composante budgétaire

explicite. Enfin, la Fed a aussi ravivé le programme *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) de rachat de titres adossés aux prêts à la consommation ou aux cartes de crédit.

De plus, la Fed lève la contrainte des réserves obligatoires et annonce que son taux est fixé à 0 % à partir du 26 mars [\[9\]](#). Elle souhaite ainsi que les banques réorientent leurs liquidités vers les ménages et les entreprises au risque cependant de les fragiliser puisqu'elles sont incitées à substituer ces actifs sûrs et liquides pour des crédits plus risqués. La période semble rendre nécessaire ce type de mesure mais elle interroge aussi sur la capacité des banques à résister à un choc durable si les nouveaux crédits accordés à des acteurs par la crise se transforment en créances douteuses.

Garantir la liquidité et diminuer le coût du financement au-delà de la frontière

Enfin, en concertation avec d'autres banques centrales (Europe, Canada, Angleterre, Japon, Chine et Suisse) des lignes de *swap* bilatérales ont été mises en place pour maintenir la liquidité sur le marché interbancaire international comme cela avait été le cas pour la crise financière de 2008 [\[10\]](#).

Étant donné le rôle et

l'utilisation du dollar dans le système financier mondial, cette opération est nécessaire pour garantir un accès aux liquidités en dollar pour les banques étrangères qui n'ont pas accès au guichet de la FED et qui ne peuvent pas, en temps normal, obtenir des refinancements auprès de leur banque centrale. Les liquidités seront allouées à taux de 25 points de base au-dessus du taux au jour le jour et sur une période de 84 jours. En passant par l'intermédiaire des banques centrales étrangères – qui portent alors le risque de défaut

–
la Fed fournit indirectement du dollar aux banques commerciales étrangères élargissant son rôle de prêteur en dernier ressort à l'international. En faisant appel à ce mécanisme, les banquiers centraux renvoient un message fort de soutien et d'entraide entre les différents pays qui se mobilisent ensemble contre le risque financier.

Si la crise sanitaire et son impact économique devaient aboutir à une ou des faillites d'établissements bancaires ou financiers aux États-Unis ou ailleurs dans le monde, la crise financière engendrée annihilerait alors toute possibilité de rebond économique une fois les périodes de confinement terminées. La Fed prend aujourd'hui de façon préemptive le rôle de prêteur en dernier ressort du système financier international pour limiter au maximum le

risque d'un nouveau Lehman Brothers. La critique selon laquelle les économies développées sont entrées dans un cercle vicieux où chaque crise donne lieu au recours à la planche à billets ne semble pas tenir compte du fait que la nature de cette crise est très différente de celle de 2008 – le risque était à l'époque endogène au système financier – et que l'effet pervers – l'aléa moral[11] créé par de telles interventions – paraît faible en comparaison d'une crise de liquidité liée à l'arrêt brutal d'une grande partie de l'activité économique.

[1] « The Federal Reserve is prepared to use its full range of tools » (15 mars 2020)
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315a.htm>

[2] « The Governing Council will do everything necessary within its mandate » (18 mars 2020) faisant ainsi référence au « whatever it takes » de Mario Draghi en 2012.

[3] « The Federal Reserve's role is guided by its mandate from Congress to promote maximum employment and stable prices, along with its responsibilities to promote the stability of the financial system. » (15 mars 2020)

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315a.htm>

[4] Par cette information Powell utilise un autre instrument non-conventionnel de la politique monétaire, le *Forward guidance*, qui consiste à donner des informations concernant l'orientation future de la politique monétaire.

[5] *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) et *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (MMLF).

[6] PMCCF et SMCCF.

[7] Un repo est une opération financière dans laquelle un vendeur a besoin de liquidité à court terme et une banque (ou une banque centrale) accepte de les prendre en pension contre un intérêt. À l'échéance, le vendeur rachète ses titres à la même valeur. Si le vendeur est dans l'incapacité de racheter ses titres, l'acheteur en devient pleinement propriétaire.

[8] CPFF, PDCF et MMLF.

[9] En temps normal, les banques sont tenues de laisser une fraction minimale des dépôts collectés auprès des agents non financiers sur leur compte à la Fed.

[10] Un *swap* de devises est une opération par laquelle deux contreparties échangent des devises pour une durée limitée et à un taux de change fixé à l'avance. L'opération est dénouée à l'échéance du contrat. En cas de défaut d'une contrepartie, l'autre garde les devises étrangères. Ainsi, la BCE peut emprunter des dollars contre

des euros auprès de la Fed à un prix fixé pour une période de plusieurs semaines. A l'échéance du contrat, la Fed rachète ses dollars.

[\[11\]](#) L'aléa moral représente une situation où une entité (ici une banque) adopte un comportement plus risqué sachant qu'elle n'aura pas à subir les conséquences de ses décisions si elle est assurée ou garantie de recevoir une aide.

L'économie européenne 2020

par [Jérôme Creel](#)

Comme chaque année, un peu avant le printemps, l'OFCE publie dans la collection « Repères » des Editions La Découverte un ouvrage synthétique sur l'état de l'économie européenne et sur les enjeux de l'année à venir, [L'économie européenne 2020](#). Il faut bien admettre que lors de la préparation de l'ouvrage, dont le dernier chapitre a été achevé au tout début de l'année 2020, nous n'avions pas anticipé que l'épidémie liée au coronavirus en Chine engendrerait la crise sanitaire et économique globale dont nous subissons les effets depuis quelques semaines. Aussi l'ouvrage ne répond-il pas à l'actualité essentielle du moment. Il livre cependant quelques pistes de réflexion qui s'avéreront sans doute utiles lorsque la phase aiguë de la crise sanitaire aura été

dépassée. Ces pistes de réflexion concernent l'impulsion politique européenne des derniers mois de l'année 2019 et les ambitions de la nouvelle Commission européenne, les perceptions des Européens à l'égard de l'Union européenne et les outils macroéconomiques à mobiliser pour contrecarrer un ralentissement économique ou une fragilisation du secteur bancaire.

Comme nous avons coutume de le faire chaque année, est reproduite ici l'introduction de *L'économie européenne 2020*. Les parties de phrase en italiques sont des ajouts visant à actualiser (un peu) le texte.

En 2020, Mesdames Christine Lagarde et Ursula von der Leyen vivront leur première année pleine au sommet de l'Europe, la première à la tête de la Banque centrale européenne et la seconde à celle de la Commission européenne, dans un environnement européen et international compliqué. Depuis le pic de croissance de 2017, l'activité économique en Europe a donné de sérieux signes d'essoufflement. Dans un contexte marqué notamment par l'incertitude politique – notamment quant à l'évolution des tensions commerciales avec les États-Unis et à l'organisation effective du Brexit –, et par la perspective de la fin du cycle d'expansion américain *et par la survenue*

d'une crise sanitaire, économique et financière sans précédent, se pose désormais la question des marges de manœuvre européennes pour mener des politiques économiques plus expansionnistes.

Du côté de la Commission européenne, les projets ne manquent cependant pas : une nouvelle stratégie de croissance, le Pacte vert (ou Green Deal), a pour but d'assurer une transition écologique juste et équitable, tandis que le renouveau de l'Europe sociale vise à assurer la justice sociale, « fondement de l'économie sociale de marché européenne ». Il passera notamment par des initiatives concernant les salaires minimums en Europe, le mécanisme de réassurance chômage européen, les mesures en faveur de l'égalité femmes-hommes et les incidences à long terme du vieillissement de la population européenne.

Du côté de la Banque centrale européenne, les changements prévus sont moins en rupture avec la présidence précédente : poursuite des mesures non conventionnelles pour respecter le mandat principal de la BCE et soutenir l'économie de la zone euro, et poursuite de la mise en œuvre des politiques dites macro-prudentielles.

Cet ouvrage dresse un état des lieux de l'Union européenne et met en perspective l'ensemble des initiatives annoncées. Après avoir présenté l'état de la conjoncture européenne (*avant le déclenchement de la crise sanitaire*) et les effets probables de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, et après

avoir analysé les attentes des Européens à l'égard de l'Union européenne, l'ouvrage se concentre sur les grands thèmes mis en avant par la nouvelle Commission européenne : la nécessité de faire face au changement climatique et aux transformations des sociétés européennes. À cette fin, les questions de dette climatique européenne et celles d'inégalités environnementales en Europe sont abordées mais aussi les transformations des marchés du travail et le financement de la dépendance. Les initiatives de la Commission européenne s'inscrivent dans une période d'attentes plus critiques de la part des citoyens européens. S'ils continuent généralement à avoir un *a priori* positif à l'égard de la participation de leur pays à l'Union européenne, ses actions concrètes semblent engendrer une rupture entre les perdants et les gagnants de l'intégration européenne. Et les premiers, qui sont ceux qui attendent de l'UE qu'elle les protège mieux, sont aussi ceux qui expriment la confiance dans l'UE la plus faible pour mettre en place cette protection. L'ouvrage présente alors deux types de politiques susceptibles de mieux protéger les Européens : une politique budgétaire d'assurance-chômage européenne et une politique macro-prudentielle chargée d'assurer la stabilité bancaire en Europe.