

Le chômage partiel, outil crucial en temps de crise : une évaluation au mois d'avril 2020

Par Département Analyse et Prévision, rédigé par [Céline Antonin](#) et [Christine Rifflart](#)

Le marché du travail a été frappé de plein fouet par la chute d'activité générée par la crise de la Covid-19. Dès la mi-mars 2020, les décisions d'urgence sanitaire prises pour endiguer la propagation du virus ont contraint les entreprises à s'ajuster. Les commerces non essentiels et les lieux recevant du public ont dû fermer mais plus largement, c'est l'ensemble des entreprises qui a dû faire face à ce choc d'ampleur inédite. Afin de protéger la structure productive et de soutenir le pouvoir d'achat, les gouvernements européens ont mis en place des mesures ciblées sur le marché du travail, d'ampleur inégalée – même au pire moment de la crise de 2008 – dans le but de mutualiser le coût économique et social de la crise. En particulier, les dispositifs de chômage partiel (ou activité partielle) indemnisant les salariés en cas de réduction temporaire de la durée du travail, permettent de limiter l'impact de la crise sur l'emploi. Sur la base du *Policy Brief 69*[\[1\]](#) rédigé par le Département Analyse et Prévision de l'OFCE, nous retraçons brièvement les conséquences de cette crise sur l'emploi au cours du mois d'avril et soulignons que l'impact final sur l'emploi salarié apparaît *in fine*, du moins en Europe, très faible au regard des pertes potentielles d'emplois liées à la crise, notamment grâce au dispositif du chômage partiel. Faute d'un dispositif similaire, les Etats-Unis connaissent de très fortes destructions d'emplois salariés.

La demande de travail s'ajuste instantanément et intégralement à la baisse d'activité...

Le *Policy Brief 69* évalue l'impact économique de la pandémie sur l'économie mondiale en avril 2020, et notamment sur le marché du travail. L'analyse est menée sur les 5 grands pays de l'Union Européenne (Allemagne, France, Italie, Espagne et Royaume-Uni) et les Etats-Unis. Etant données la sévérité des mesures de confinement prises dans les différents pays, la chute d'activité aura été un peu moins violente aux Etats-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni – la valeur ajoutée ayant chuté de respectivement 22, 24 et 25 % en avril – qu'en France, en Italie et surtout en Espagne, pays dans lesquels la chute atteindrait respectivement 30 %, 32 % et 36 % sur un mois.

Face à un tel choc, nous supposons que les entreprises réduisent immédiatement leur demande de travail et ce, dans les mêmes proportions que la chute d'activité qu'elles enregistrent. Compte tenu de la structure productive de chacun des pays et d'un contenu en emplois particulièrement fort dans les secteurs directement frappés par les fermetures administratives (commerces, hôtellerie-restauration, loisirs), l'impact total est plus fort sur la demande de travail que sur l'activité, à l'exception de l'Allemagne, mieux protégée du fait de sa spécialisation dans l'industrie manufacturière (tableau). Cette caractéristique allemande rend l'ajustement au sein des entreprises, moins coûteux qu'ailleurs. Dans les 5 autres pays, les pertes potentielles d'emploi sont estimées à entre 30 et 40 % de l'emploi total en avril.

Tableau. Impact du choc de confinement sur la valeur ajoutée, la demande de travail et l'emploi salarié – avril 2020

En % du total	DEU	FRA	ITA	ESP	GBR	USA
Impact sur la Valeur Ajoutée	-24	-30	-32	-36	-25	-22
Impact sur la demande de travail	-24	-33	-34	-39	-38	-31
Impact sur l'emploi salarié	-4,4*	-0,9	-1,2	-3,1	-2,8	-14,6

* En Allemagne l'importance du choc sur l'emploi salarié s'explique par la destruction de 1,5 million de *Minijobs*, emplois salariés non éligibles au dispositif de chômage partiel: ceux-ci représentent les 4/5e des 4,4 % d'emplois salariés perdus.
Source : calculs OFCE.

... mais le chômage

partiel permet de limiter fortement les destructions d'emplois

Dans ce contexte, les entreprises ont eu massivement recours au mécanisme de chômage partiel pour reporter leurs coûts salariaux sur l'Etat, d'autant que les conditions d'éligibilité sont larges (baisse d'activité liée à la crise, affiliation des salariés au régime de Sécurité sociale). Le taux de prise en charge par l'Etat est variable : il dépend à la fois du taux de remplacement et du plafond de compensation du salaire. Le taux de remplacement est plus ou moins généreux selon les régimes nationaux, et selon que les autorités se situent dans une logique de maintien du pouvoir d'achat ou dans une logique de revenu de subsistance (Italie, Espagne). La France répond à la première logique de maintien du pouvoir d'achat, avec un taux de remplacement d'environ 84 % du salaire net et un plafond de compensation élevé au mois d'avril. L'Italie et l'Espagne se situent davantage dans la seconde logique avec un plafond de compensation faible, de même que l'Allemagne, qui connaît un taux de remplacement

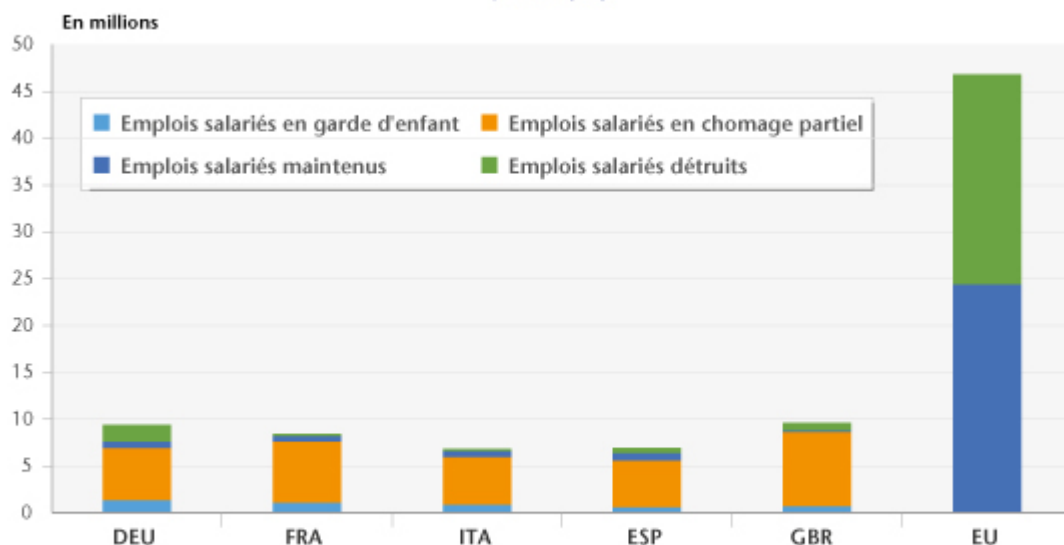
faible (60 à 67 % du salaire net). Par ailleurs, se pose en Allemagne le problème des *Minijobbers*, qui bien qu'étant salariés ne sont pas couverts par l'assurance chômage, et sont donc exclus du dispositif de chômage partiel. Or, d'après nos estimations, 1,5 million de *Minijobbers*, soit 3,6 % de l'emploi salarié allemand, seraient affectés par les fermetures ou la chute d'activité dans les secteurs où ils travaillent.

Malgré ces imperfections, le mécanisme d'amortisseur du chômage partiel a été une arme efficace pour permettre de sauver, au moins transitoirement, la grande majorité des emplois qui auraient été potentiellement détruits, (graphique). On estime que les pertes effectives d'emplois salariés concerneraient environ 1 % de l'emploi salarié total en France et en Italie et 3 % en Espagne et au Royaume-Uni. L'Allemagne qui rappelons-le, subit une chute d'activité moins forte que les autres pays européens, enregistre des destructions sèches d'emplois plus élevées du fait du poids des *Minijobbers* : ces derniers représenteraient 80 % des 1,8 million d'emplois salariés perdus.

Le rôle crucial du chômage partiel s'apprécie notamment à l'aune de la situation des Etats-Unis[2]. Le mécanisme de mutualisation du coût du travail n'existant pas (ou peu), il revient aux entreprises de gérer les conséquences de la crise : licencier ou assumer le coût financier de maintenir l'emploi. Selon le *Bureau of Labor Statistics*, les pertes d'emplois salariés enregistrées pour le mois d'avril atteignent 22,4 millions, soit 14,6 % de l'emploi salarié total. Elles représenteraient 48 % de la baisse de la demande de travail salarié par les entreprises selon nos hypothèses – ce qui suggère une forte rétention de main d'œuvre par les entreprises -, contre 3 % en France et en l'Italie, 8 % en Espagne et au Royaume-Uni, et 19 % en Allemagne (3,4 % hors

Minijobs).

Graphique. De la baisse de la demande de travail salarié aux emplois salariés détruits
avril 2020



Note : les emplois salariés en garde d'enfants regroupent les familles monoparentales et biactifs avec enfants et qui ne peuvent pas avoir recours au télétravail. Ils excluent les salariés éligibles au chômage partiel et les personnels soignants dont les enfants sont pris en charge.

Sources : Eurostat, OIT, sources nationales, calculs OFCE.

[1]

<https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2020/OFCEpbrief69.pdf>

[2]

<https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/quelle-information-tirer-des-chiffres-du-chomage-americain-sur-la-reprise/>

Plan de relance européen : attention aux incohérences

[Jérôme Creel](#) (OFCE & ESCP Business School) [\[1\]](#)

Le 27 mai dernier, la Commission européenne a proposé la création d'un nouvel instrument financier, [Next Generation](#)

[EU](#), doté de 750 milliards d'euros. Reposant sur plusieurs piliers, il serait notamment accompagné d'un nouveau dispositif pour favoriser la relance d'activité dans les pays les plus touchés par la crise du coronavirus, en sus du Pandemic Crisis Support adopté par le Conseil européen en avril 2020. Ce nouveau dispositif intitulé Recovery and Resilience Facility serait doté de 560 milliards d'euros, soit peu ou prou le même montant que le Pandemic Crisis Support. Le Recovery and Resilience Facility s'en distingue cependant doublement : d'une part, par le fait qu'une partie de son budget donnera lieu à des transferts plutôt qu'à des prêts ; d'autre part, par son horizon temporel, bien plus long.

Le Pandemic Crisis Support (et les outils complémentaires adoptés en même temps, voir [Creel, Ragot & Saraceno, 2020](#)) consistait exclusivement en prêts et les gains nets que pouvaient en retirer les Etats membres étaient par définition faibles : les prêts européens permettaient une réduction de charges d'intérêt pour les Etats soumis à des taux d'intérêt de marché élevés. Le gain pour l'Italie, gravement touchée par la crise du coronavirus, était de l'ordre de 0,04 à 0,08 % de son PIB (il n'y a pas de faute de frappe !).

Au titre du Recovery and Resilience Facility, les Etats membres de la zone euro se partageraient 193 milliards d'euros de prêts et 241 milliards d'euros de transferts, soit au total 78% des montants alloués (le reste ira aux Etats de l'Union européenne non membres de la zone euro). Les prêts produiront des gains nets faibles aux Etats membres (les économies sur les écarts de taux, les fameux *spreads*), tandis que les transferts produiront des gains plus considérables puisqu'ils ne seront pas assujettis à un remboursement, sinon via l'augmentation entre 2028 et 2058 des contributions au budget européen (si des ressources propres n'ont pas été créées ou augmentées d'ici là). A court terme, en tout cas, les transferts perçus sont des gains nets pour les bénéficiaires : ils n'auront besoin ni d'émettre une dette ni de payer des charges d'intérêt sur cette dette.

Exprimés en pourcentage du PIB de 2019, les gains nets dus aux transferts sont loin d'être négligeables (tableau 1)[\[2\]](#) : 9 points de PIB pour la Grèce, 6 pour le Portugal, 5 pour l'Espagne et 3,5 pour l'Italie. Vu la chute du PIB attendue en 2020, ils sont plus importants encore.

Le volontarisme de la Commission est donc clairement visible.

Pour autant, ces transferts n'ont pas vocation à être mobilisés dans le court terme. La Commission européenne a beau jeu de vouloir que les montants alloués soient dépensés au plus vite, en 2021, 2022 et en tout

cas avant 2024. C'est ce qu'elle nomme le « front-loading » : ne pas remettre à demain ce qu'on pourrait faire aujourd'hui. Sauf que la clé de répartition des dépenses de transferts au cours du temps est un peu en contradiction avec ce principe (tableau 2). Les engagements de transferts seraient concentrés en 2021 et 2022, mais les paiements effectifs seraient prévus plus tardivement : moins d'un quart d'ici 2023, la moitié en 2023 et 2024, le solde au-delà. Un tel décalage est fréquent : il faut un peu de temps pour concevoir un projet d'investissement et pour s'assurer de sa conformité avec les ambitions numériques et d'économie bas-carbone de la Commission européenne.

Du coup, les transferts aux Etats membres vont mettre un peu de temps à être effectivement versés (tableau 3) et ceux le plus en difficulté devront être résilients avant de bénéficier des fonds de relance et... de résilience. Cela semble contradictoire. Il faudra ainsi attendre 2022 en Grèce et au Portugal et 2023 en Espagne et en Italie pour percevoir effectivement autour d'1 point de PIB chacun. Cela correspondra à 3 milliards d'euros pour la Grèce, 2 pour le Portugal, et 14 pour l'Espagne et l'Italie respectivement. A titre de comparaison, l'Allemagne, la France et les Pays-Bas recevront alors respectivement 5, 7 et 1 milliards d'euros, soit entre 0,2 et 0,3 pourcent de

leur PIB.

On imagine les cris d'orfraie des représentants des pays frugaux (Autriche, Danemark, Pays-Bas, Suède) à propos de ces dépenses immenses qui récompensent les pays non vertueux. Qu'ils se rassurent : on est encore loin de la gabegie !

Tableau 1. Gains nets des différents programmes européens récents, exprimés en pourcentage du PIB de 2019

	Gain max. du recours au Pandemic Crisis Support, au SURE, et à la BEI*	Gain max. du recours aux prêts du Recovery & Resilience Facility **	Gain max. du recours aux transferts du Recovery & Resilience Facility ***
Belgique	0,02	0,00	1,02
Allemagne	0,00	0,00	0,63
Estonie	—	—	3,60
Irlande	0,02	0,00	0,35
Grèce	0,08	0,16	9,45
Espagne	0,05	0,04	4,96
France	0,02	0,00	1,33
Italie	0,08	0,06	3,57
Chypre	0,07	0,08	4,99
Lettonie	—	—	7,14
Lituanie	—	—	5,75
Luxembourg	—	—	0,16
Malte	0,03	0,01	1,51
Pays-Bas	0,01	0,00	0,64
Autriche	0,02	0,00	0,75
Portugal	0,04	0,06	6,12
Slovénie	0,04	0,03	3,53
Slovaquie	0,03	0,04	6,46
Finlande	0,01	0,00	0,91

Note : l'ordre des pays correspond à celui de la Commission européenne.

* Source : Creel, Ragot & Saraceno (2020)

** Calcul des montants de prêts par pays en appliquant au montant annoncé *total* de prêts du Recovery and Resilience Facility la règle de répartition des transferts entre pays telle qu'elle figure dans le document COM(2020) 408 final/3 du 2 juin 2020 page 2, puis utilisation des *spreads* (les mêmes que dans Creel, Ragot & Saraceno (2020)) pour déduire le gain net.

*** Source : COM(2020) 408 final/3, 2 juin 2020, page 2.

Tableau 2. Répartition temporelle des prêts et des transferts du Recovery and Resilience Facility, exprimée en pourcentage de leur montant total respectif

		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	>2027
Prêts	Signatures	49,5	50,5						
	Versements	14,8	27,5	25,0	22,5	10,1			
Transferts	Engagements	39,3	40,1	10,2	10,4				
	Paiements	5,9	15,8	23,4	26,0	17,7	7,7	3,1	0,5

Note : en 2021, 49,5 % des prêts auront été signés, contre 50,5 % en 2022.

Source : COM(2020) 408 final, 28 mai 2020, tableau p. 40.

Tableau 3. Échéancier des paiements de transferts par pays, exprimés par rapport au PIB de 2019 de chaque pays

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Belgique	0,06	0,16	0,24	0,26	0,18	0,08	0,03
Allemagne	0,04	0,10	0,15	0,16	0,11	0,05	0,02
Estonie	0,21	0,57	0,84	0,94	0,64	0,28	0,11
Irlande	0,02	0,06	0,08	0,09	0,06	0,03	0,01
Grèce	0,56	1,50	2,21	2,45	1,67	0,73	0,29
Espagne	0,29	0,79	1,16	1,29	0,88	0,38	0,15
France	0,08	0,21	0,31	0,35	0,24	0,10	0,04
Italie	0,21	0,56	0,83	0,93	0,63	0,27	0,11
Chypre	0,29	0,79	1,16	1,30	0,88	0,38	0,15
Lettonie	0,42	1,13	1,67	1,86	1,26	0,55	0,22
Lituanie	0,34	0,91	1,34	1,49	1,02	0,44	0,18
Luxembourg	0,01	0,03	0,04	0,04	0,03	0,01	0,00
Malte	0,09	0,24	0,35	0,39	0,27	0,12	0,05
Pays-Bas	0,04	0,10	0,15	0,17	0,11	0,05	0,02
Autriche	0,04	0,12	0,18	0,20	0,13	0,06	0,02
Portugal	0,36	0,97	1,43	1,59	1,08	0,47	0,19
Slovénie	0,21	0,56	0,82	0,92	0,62	0,27	0,11
Slovaquie	0,38	1,02	1,51	1,68	1,14	0,50	0,20
Finlande	0,05	0,14	0,21	0,24	0,16	0,07	0,03

Note : l'ordre des pays correspond à celui de la Commission européenne.

Sources : COM(2020) 408 final/3, 2 juin 2020, page 2 ; COM(2020) 408 final, 28 mai 2020, tableau p. 40 ; calculs de l'auteur.

[1] Ce texte est paru dans [Les Echos](#) le 23 mai 2020, sans les tableaux.

[2] La règle de répartition des transferts entre pays figure dans le document COM(2020) 408

final/3 du 2 juin 2020. Elle dépend pour chaque pays de la taille de sa population, de l'inverse du PIB par habitant par rapport à la moyenne de l'UE-27, et de l'écart de son taux de chômage sur 5 ans par rapport à la moyenne de l'UE-27. Afin d'éviter une trop forte concentration des transferts dans quelques pays, des limites *ad hoc* sont imposées sur ces trois critères. A titre d'exemple, l'Allemagne recevra 7% des transferts, la France 10%, l'Espagne et l'Italie 20% respectivement.

Comment utiliser le fonds de relance : une proposition pour un programme européen post Covid-19

[Jérôme Creel](#), [Mario Holzner](#), [Francesco Saraceno](#), [Andrew Watt](#) and [Jérôme Wittwer](#)^[1]

Le Fonds de relance récemment proposé par la Commission européenne marque un changement radical dans l'intégration européenne. Mais cela ne suffira pas pour relever les défis auxquels l'Europe est confrontée. Le financement a fait l'objet de nombreux débats, mais peu de choses ont été dites sur le type de projets concrets auxquels l'UE devrait consacrer le Fonds de relance. Nous proposons dans le [Policy Brief OFCE, n° 72](#), un programme d'investissement de 2 000

milliards d'euros sur dix ans, axé sur la santé publique, les infrastructures de transport et l'énergie/décarbonisation.

Ce programme d'investissement est constitué de deux piliers décrit dans la figure 1. Dans le pilier national, les États membres – à l'instar de la proposition de la Commission – se verraient allouer 500 milliards d'euros. Les ressources devraient être ciblées vers les pays les plus touchés par la crise et concentrées en début de période : nous suggérons un horizon de trois ans.

La majeure partie des fonds investis – 1 500 milliards d'euros – serait consacrée au financement de projets véritablement européens, pour lesquels l'UE apporte une valeur ajoutée. Nous décrivons une série d'initiatives phares que l'UE pourrait lancer dans les domaines de la santé publique, des infrastructures de transport et de l'énergie/décarbonisation.

Nous recommandons ainsi la création d'une agence européenne unique de santé publique qui investirait dans les compétences du personnel de santé et faciliterait ensuite leur mobilité entre les pays européens dans les situations d'urgence, et qui serait chargée d'assurer l'approvisionnement en médicaments essentiels (programme Health4EU).

Nous

présentons également des propositions chiffrées pour deux initiatives de transport ambitieuses : un réseau ferroviaire européen à grande vitesse, l'Ultra-Rapid-Train, avec quatre itinéraires réduisant les temps de trajet entre les capitales et les régions de l'UE, et une initiative européenne intégrée de « Route de la Soie » qui combinerait les modes de transport sur le modèle chinois.

Dans le domaine de l'énergie/décarbonisation, nous visons enfin à « électrifier » le Green Deal. Nous appelons à un financement spécifique pour accélérer la réalisation d'un réseau électrique intelligent et intégré pour la transmission d'énergie 100 % renouvelable (e-highway), un soutien aux projets de batteries complémentaires et d'hydrogène décarboné, et à un programme, inspiré de l'initiative SURE, pour cofinancer les politiques de décarbonisation des États membres ainsi que celles mises en œuvre *via* l'instrument Just Transition de la Commission.

La crise induite par la pandémie, qui vient s'ajouter à la crise financière et à la crise de l'euro, constitue en soi un énorme défi. La réponse doit tenir compte des défis structurels à long terme, et principalement celui du changement climatique. L'Union européenne devrait relever ces défis par un programme de relance ambitieux à moyen terme doté d'un financement conséquent. Les grandes lignes d'un tel programme sont présentées dans ce *Policy brief* à titre d'illustration, mais de nombreuses permutations et options sont à la disposition des décideurs politiques.

Figure 1. Architecture du programme européen de relance post Covid-19 |



Note : le pilier européen (2021-2030) inclut : le programme Health4EU, avec des coûts pour l'agence européenne de santé publique estimés à €20 milliards par an, auxquels s'ajoutent €20 milliards par an de soutien aux infrastructures de santé à destination des États membres ne disposant pas de marges de manœuvre budgétaires suffisantes pour engager ces investissements (ces 20 milliards correspondent aux deux cinquièmes des besoins d'investissement dans le secteur de la santé tels qu'identifiés par la Commission européenne ; nous faisons l'hypothèse que les trois cinquièmes restants seront directement financés par les États membres disposant de marges de manœuvre suffisantes) ; Ultra Rapid Train (ou la « Route de la Soie » européenne, avec les mêmes coûts), 1^{ère} tranche sur 10 ans correspondant à la moitié du coût total estimé à €1 100 milliards ; Réseau électrique 100% renouvelable : 1^{ère} tranche sur 10 ans correspondant à la moitié du coût total estimé à €520 milliards ; et enfin, €290 milliards de soutien aux politiques des États membres pour atténuer le risque climatique.

Source: [Présentation](#) des auteurs.

[1] Jérôme Creel, Francesco Saraceno: OFCE, Paris. Mario Holzner: wiiw Wien. Andrew Watt: Macroeconomic Policy Institute (IMK), Düsseldorf. Jérôme Wittwer: Université de Bordeaux.

Les milliards, comme s'il en pleuvait

[Jérôme Creel](#), [Xavier Ragot](#) et [Francesco Saraceno](#)

La deuxième réunion de l'Eurogroupe aura été la bonne. Après avoir étalé une nouvelle fois leurs divisions sur la question

de la solidarité entre Etats membres de la zone euro mardi 7 avril 2020, les Ministres de finances ont trouvé un accord deux jours plus tard sur un [plan de soutien budgétaire](#) mobilisable assez rapidement. Les mesures sanitaires prises par les Etats membres pour limiter l'expansion de la pandémie de Covid-19 seront plus aisément financées à court terme et c'est une bonne nouvelle. Les instruments européens additionnels pour faire face à la crise seraient de l'ordre de 500 milliards d'euros – ce n'est certes pas négligeable, et rappelons qu'ils s'ajoutent aux efforts déjà mis en place par les gouvernements – mais ils correspondent principalement à une nouvelle accumulation de dette par les Etats membres. Le gain net pour chacun d'entre eux est, on va le voir, assez marginal.

L'Eurogroupe va proposer la création d'une ligne budgétaire (*Pandemic Crisis Support*) spécifiquement consacrée à la gestion de la crise du Covid-19 dans le cadre du Mécanisme européen de stabilité (MES), sans conditionnalité stricte (au sens où le recours à cette ligne budgétaire n'impliquera pas de contrôle de la part du MES sur la gestion future des finances publiques de l'Etat membre). La création de cette ligne budgétaire s'inspire de la proposition de [Bénassy-Quéré et al. \(2020\)](#) dont nous présentions [les avantages et les inconvénients](#) avant la réunion de l'Eurogroupe du 9 avril 2020. Le montant alloué à cette ligne budgétaire sera de l'ordre de 2% du PIB de chaque Etat membre de la zone euro, soit près de 240 milliards d'euros (au PIB de 2019).

Le mécanisme de prêt proposé par la Commission européenne pour abonder les programmes de chômage partiel des Etats membres de la zone euro – [il répond au nom de SURE](#) – verra bien le jour et sera doté de 100 milliards d'euros. Pour mémoire, les trois principaux bénéficiaires du SURE ne pourront pas bénéficier à eux trois de plus de 60 milliards d'euros de prêts.

Enfin, la Banque européenne d'investissement (BEI) va octroyer, principalement aux petites et moyennes entreprises des Etats membres de l'Union européenne, 200 milliards d'euros additionnels. Au total, les pays de la zone euro disposeront de 480 milliards d'euros de capacité de financement additionnel.

Le tableau 1 ci-dessous présente une répartition par pays des montants en jeu. Au titre des 240 milliards d'euros du *Pandemic Crisis Support*, l'Allemagne pourra bénéficier d'une capacité de crédit de près de 70 milliards d'euros, la France de près de 50 milliards d'euros, l'Italie et l'Espagne de 35 et 25 milliards d'euros respectivement. Ces montants correspondent à 2% du PIB de 2019 de chaque pays. A ce stade, rien n'indique que les Etats membres recourront à cette capacité de crédit. Leur avantage à le faire dépend en fait cruciallement de la différence entre le taux d'intérêt auquel ils peuvent financer leurs dépenses sanitaires et économiques *sans* recourir au MES et le taux d'intérêt sur les prêts consentis par le MES. Le coût de se financer sans passer par le MES est le taux d'intérêt sur la dette publique nationale. Le coût de se financer par l'intermédiaire du *Pandemic Crisis Support* est le taux d'intérêt auquel cette ligne budgétaire est elle-même financée, c'est-à-dire au taux le plus bas du marché... c'est-à-dire au taux allemand. On le comprend immédiatement, l'Allemagne n'a aucun intérêt à recourir à cette ligne budgétaire. Des 240 milliards d'euros qui sont consacrés au *Pandemic Crisis Support*, les 70 milliards alloués à l'Allemagne ne servent à rien. Pour les autres pays que l'Allemagne, le recours au *Pandemic Crisis Support* dépend de l'écart de leur taux d'intérêt au taux allemand, le fameux *spread*. Si le *spread* est positif, le recours au MES permet effectivement de réduire le coût d'emprunt. Mais comme en atteste le tableau 1, le gain permis par le *Pandemic Crisis Support* est plutôt faible. Pour la Grèce, dont le *spread* vis-à-vis de l'Allemagne est le plus élevé de la zone euro, le gain est de l'ordre de 0,04% du PIB de 2019, c'est-à-dire 215

points de base de spread multiplié par le montant alloué à la Grèce pour le *Pandemic Crisis Support* (3,8 milliards d'euros qui correspondent à 2% de son PIB de 2019), le tout rapporté à son PIB de 2019. Pour l'Italie, le gain est du même ordre : 0,04% du PIB. Exprimés en euros, le gain pour l'Italie serait de 700 millions d'euros. Pour la France, dont le *spread* vis-à-vis de l'Allemagne est beaucoup plus faible que celui de l'Italie, le gain pourrait être de 200 millions d'euros, soit 0,01% de son PIB en 2019.

En supposant que les montants alloués par la BEI le soient au prorata de la taille des pays (mesurée par leur PIB en 2019), et que l'Espagne, l'Italie et la France bénéficient de 20 milliards d'euros chacune au titre du SURE, les économies totales de taux d'intérêt atteindraient 680 millions, 1,5 milliard et 430 millions d'euros respectivement (0,05%, 0,08% et 0,02% du PIB respectivement). A l'heure où les milliards semblent pleuvoir, ce ne sont pas de grandes économies. A moins qu'il faille y voir une métaphore. Comme la pluie avant qu'elle tombe, les milliards d'euros ne sont pas vraiment des euros avant qu'ils tombent.

Tableau 1. Répartition des montants alloués au titre du *Pandemic Crisis Support* (PCS), et des gains potentiels par pays, y compris les gains potentiels du recours aux financements additionnels de la BEI et du SURE

	Montants max. du PCS	Spreads à 10 ans	Gain max. du recours au PCS et aux autres financements additionnels				
			PCS	BEI*	SURE**	Total	Total
	Milliards d'euros	Points de base	Millions d'euros				% du PIB
Allemagne	68,5	0	0	0	0	0	0
Autriche	8	43	34,3	20,9	5,8	61,0	0,02
Belgique	9,4	52	49,1	30,0	8,3	8,8	0,02
Chypre	0,4	204	9,0	5,5	1,5	16,0	0,07
Espagne	24,8	113	280,7	171,3	226,0	678,0	0,05
Estonie	0,6	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Finlande	4,8	40	19,3	11,8	3,2	34,3	0,01
France	48,3	44	212,6	129,8	88,0	430,4	0,02
Grèce	3,8	215	81,5	49,7	13,7	145,0	0,08
Irlande	6,9	55	38,0	23,2	6,4	67,5	0,02
Italie	35,5	195	693,1	423,1	390,0	1506,2	0,08
Lettonie	0,6	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Lituanie	1,0	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Luxembourg	1,3	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Malte	0,3	90	2,4	1,5	0,4	4,2	0,03
Pays-Bas	16,1	26	41,9	25,6	7,1	74,6	0,01
Portugal	4,2	124	52,3	31,9	8,8	93,0	0,04
Slovaquie	1,9	77	14,5	8,9	2,4	25,9	0,03
Slovénie	1,0	107	10,3	6,3	1,7	18,3	0,04

Sources: Ameco (PIB 2019), Financial Times (Spreads, 10 avril 2020)

*En faisant l'hypothèse que le recours au financement additionnel de la BEI est intégralement réparti au prorata du PIB relatif du pays par rapport à celui de l'UE (en 2019).

** En faisant l'hypothèse que l'Italie, l'Espagne et la France obtiennent 20 milliards d'euros chacune et que les 40

milliards d'euros restants sont répartis au prorata du PIB relatif des pays par rapport à celui de la zone euro (en 2019).

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.

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.

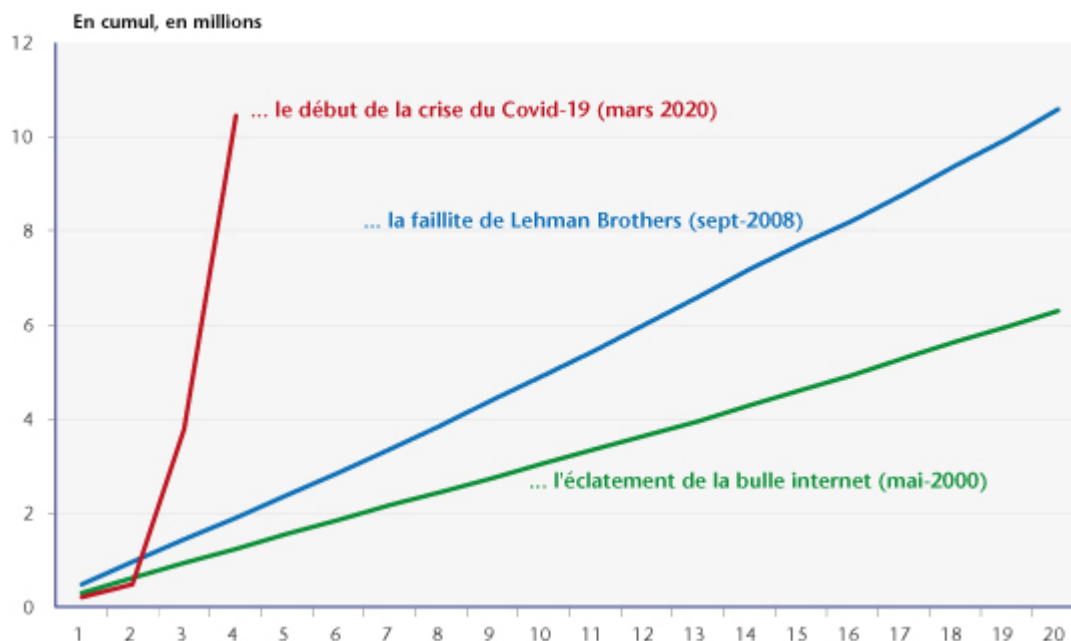
Aux États-Unis, ces mécanismes sont peu répandus et le marché du travail américain est très flexible. Les délais pour licencier les salariés sont très courts si bien que les entreprises ajustent rapidement leur demande de travail. La chute de l'activité se traduira rapidement par une hausse du taux de 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 ...



Source : U.S. Employment and Training Administration.

[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'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.

La BCE face à la crise du Covid-19 : encore un effort?

par [Christophe Blot](#) et [Paul Hubert](#)

La BCE annonçait le [jeudi 12 mars](#) une première série de mesures pour répondre au choc économique lié au Covid-19. Cependant, ces annonces n'ont pas eu les effets escomptés sur les marchés financiers et ont même probablement ajouté de l'incertitude. Au-delà des craintes sur l'état de l'économie de la zone euro, la réponse de Christine Lagarde à une question d'un journaliste durant la conférence de presse sur les écarts de taux au sein de la zone euro a déconcerté par son décalage avec la situation actuelle. Bien que la BCE ait annoncé un nouveau plan de rachats d'actifs dans la soirée du 18 mars, il reste que toutes les solutions aux problèmes de la zone euro n'ont pas encore été explorées.

Les mesures prises par la BCE

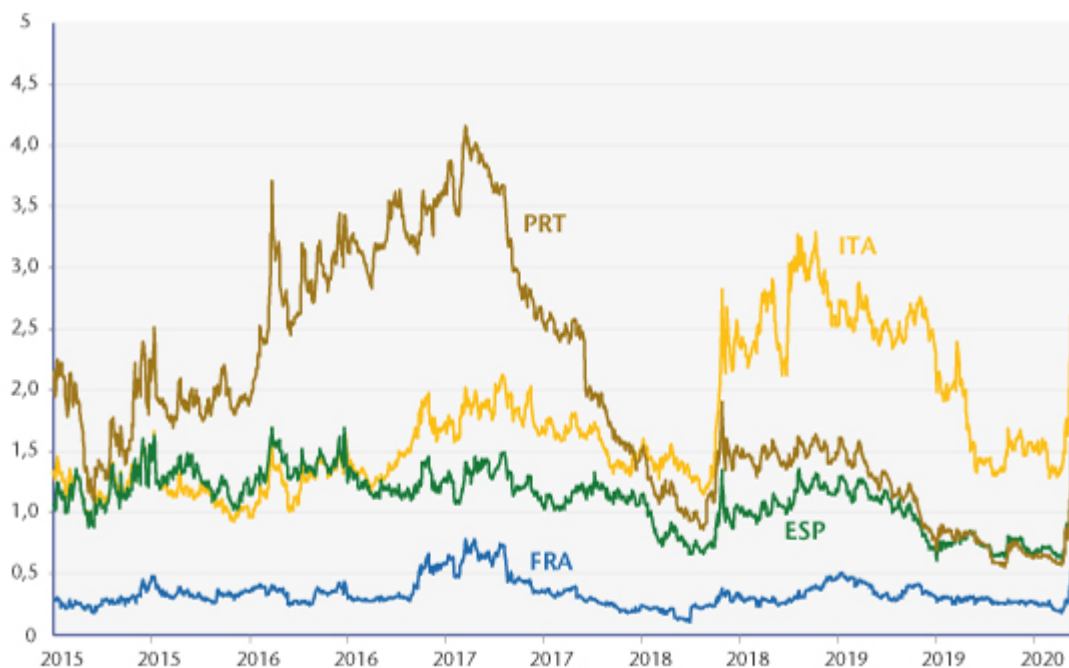
Dans la situation actuelle, l'action des banques centrales est essentielle pour soutenir la croissance et éviter que le ralentissement de l'activité et ses répercussions financières ne se transforment en crise bancaire ou des dettes souveraines. C'est la raison pour laquelle la BCE garantit aux

banques l'accès à la liquidité par le biais d'opérations de refinancement et qu'elle a également renouvelé les accords avec la Réserve fédérale lui permettant d'offrir des liquidités en dollar[1]. La BCE a, dans un premier temps, annoncé qu'elle achèterait 120 milliards d'euros d'actifs supplémentaires d'ici la fin de l'année dans le cadre de son programme APP (Asset Purchase Programme). À ce montant se sont ajoutés 750 milliards d'euros dans le cadre d'un nouveau programme qualifié de PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) annoncé le 18 mars[2]. Les achats seront étalés sur l'année 2020 et seront répartis sur les différentes classes d'actifs déjà acquises par la BCE et, pour les achats de titres publics, en continuant de respecter la limite de détention par émetteur[3] et la clé de répartition selon la part dans le [capital de la BCE](#)[4], ce qui conduira la BCE à acheter une proportion plus forte de titres allemands que de titres italiens ou espagnols.

Ces achats permettront d'assouplir les conditions de financement pour le secteur privé comme pour les États de la zone euro, ce qui permettra d'accompagner les efforts entrepris par les gouvernements pour soutenir l'activité. On peut ainsi espérer que ces mesures, et notamment la deuxième annonce bien plus conséquente, permettront de calmer les tensions qui ont de nouveau émergé sur les marchés de dette souveraine. Ces derniers jours, les investisseurs avaient effectivement délaissé les titres souverains de certains pays (Italie, Espagne, Portugal et dans une moindre mesure France) au profit des titres allemands (graphique), même si le rendement de ces derniers est reparti à la hausse ces derniers jours[5].

Lors de la conférence de presse du 12 mars, Christine Lagarde a évoqué la propagation de l'épidémie à plusieurs reprises, elle est restée étonnamment silencieuse sur les écarts (« spread » en anglais) de taux d'intérêts. À la question d'un journaliste à ce propos, Christine Lagarde a même déclaré que le rôle du Conseil des Gouverneurs n'était pas de fermer les écarts de taux [\[6\]](#) amplifiant immédiatement les tensions sur les marchés. Christine Lagarde est cependant revenue un peu plus tard sur cette réponse déclarant qu'elle s'engageait à éviter la fragmentation dans la zone euro et que des écarts de taux élevés pénalisent la transmission de la politique monétaire.

Graphique. Écart des rendements souverains avec celui de l'Allemagne



Source : Thomson Reuters (Datastream).

L'erreur de communication en était-elle une ?

Doit-on interpréter la phrase de Christine Lagarde comme une [erreur de communication](#) ? Une autre interprétation est que cette réponse spontanée de Christine Lagarde pendant la conférence de presse reflète l'absence de consensus au sein du Conseil des gouverneurs qui avait eu lieu dans la matinée et la réticence d'une partie des membres à prendre des engagements sur les écarts de taux, qui contraindraient les banques centrales de l'Eurosystème à acquérir une importante quantité de titres publics. En particulier, cela pourrait avoir pour incidence d'enfreindre la règle de répartition des achats de titres s'il s'avérait nécessaire d'acheter massivement des titres souverains italiens[\[7\]](#). Pour certains membres du Conseil des gouverneurs, la BCE ne doit pas refinancer les États et la garantie que les écarts de taux seront réduits pourrait être interprétée comme le signal implicite d'un tel financement. Les voix discordantes qui s'étaient exprimées en septembre 2019 à la suite des mesures expansionnistes annoncées par Mario Draghi donnent du crédit à cette interprétation[\[8\]](#).

Cette hypothèse semble confirmée par la déclaration de Robert Holzmann, gouverneur de la Banque centrale d'Autriche, le mercredi 18 mars, jugeant que la politique monétaire de la BCE avait atteint ses limites[\[9\]](#) et qui a fait passer en moins de quelques heures les taux italiens de

2,4 à 3%. Cette sortie a poussé la BCE à publier un communiqué de presse démentant cette allégation tandis que sa chef économiste, Isabel Schnabel a, plus tard dans la journée, insisté sur la capacité de la BCE à intervenir pour assurer la transmission de la politique monétaire. Des mots aux actes, il n'y a eu qu'un pas, franchi dans la soirée du 18 mars avec l'annonce du PEPP. Toutes les marges de manœuvre n'étaient donc pas épuisées et les déclarations du gouverneur autrichien, dans un contexte financier déjà très chahuté, ont en réalité probablement poussé la BCE à corriger le tir.

Pourquoi et comment réduire les écarts de taux ?

Pour autant, bien qu'il semble que la BCE prenne la mesure de la crise et du risque d'un ralentissement très brutal de l'activité, la question des écarts de taux dans la zone euro demeure et les déclarations de Christine Lagarde ou d'[Isabel Schnabel](#) à propos de la fragmentation n'offrent pas de réponse adéquate sur ce point. Le maintien de la clé de répartition pour les achats de titres va continuer à soutenir plus activement le marché des titres allemands que celui de la dette italienne puisque les achats sont proportionnels au PIB des États membres. Le communiqué de la BCE indique que les achats pourront être réalisés avec une certaine souplesse, ce qui signifie que la clé de

répartition sera respectée sur l'ensemble de la durée du programme mais pas nécessairement en continu. Néanmoins, tant que la BCE n'aura pas remis en cause cette règle, la question des écarts de taux subsistera.

Au-delà des potentiels déséquilibres macroéconomiques et financiers existants, la crise actuelle résulte avant tout d'une crise sanitaire. La réponse à cette dernière par le confinement réduit fortement l'activité économique, ce qui pèsera sur l'emploi, les revenus et la situation financière des entreprises. La réponse des États au choc du Covid-19 sera en grande partie budgétaire avec des mesures destinées à éviter les faillites d'entreprises, d'entrepreneurs, d'indépendants et maintenir le pouvoir d'achat des ménages. De plus, avec la baisse à venir du PIB, les ratios de déficit et de dette publique vont mécaniquement augmenter. Ces efforts ne peuvent pas être réduits à néant par une hausse des taux qui réduirait les marges de manœuvres et viendrait atténuer l'effet multiplicateur de la politique budgétaire par le canal du risque souverain^[10].

Christine Lagarde a d'ailleurs appelé le 12 mars les gouvernements à mettre en œuvre les politiques adaptées et coordonnées pour faire face au choc^[11]. Dans la mesure où cette action ne peut pas être obtenue *via* le budget européen qui est limité, les décisions seront nécessairement prises par les États membres, ce qui pèsera

donc sur leur dette nationale. Cette action sera certes d'autant plus efficace qu'elle sera coordonnée mais, étant donné la gouvernance européenne, elle restera d'abord du ressort des États.

Il apparaît ainsi évident que la banque centrale peut éviter une spirale où la hausse anticipée des déficits provoque une hausse des taux, en particulier pour les pays dont la situation macroéconomique était déjà fragile et la dette publique élevée. Pour ce faire, le principal levier est donc de limiter une hausse des taux et l'apparition d'écart trop importants au sein de la zone euro. En l'absence de budget européen, c'est à la BCE que revient la mission de coordonner implicitement les efforts déployés par les États membres en finançant massivement les émissions de dette liées aux plans de soutien.

La BCE pourrait ainsi annoncer qu'elle garantit que les écarts de taux ne dépasseront pas un seuil donné pendant le temps de crise indépendamment de toute annonce sur un montant d'achats d'actifs. Il s'agirait d'une nouvelle version de l'[OMT](#) – qui avait été annoncée lors de la crise des dettes souveraines en septembre 2012 par Mario Draghi – *via* laquelle la BCE s'engagerait à acheter des titres de dette jusqu'à une maturité de trois ans sans fixer de limite de montant a priori mais seulement

une limite quant à la durée de l'opération. La BCE enverrait ainsi un signal puisqu'en tant qu'institut émetteur de la monnaie, elle a la possibilité de créer des réserves en quantité importante, ce qui rend l'annonce crédible et efficace. Comme le suggère Olivier Blanchard, ancien chef économiste du FMI, la conditionnalité[\[12\]](#) pourrait cette fois porter sur les titres de toute maturité et limiter à la durée de la crise liée au Covid-19 et aux mesures exceptionnelles prises pour y faire face. Cette option rencontrera des réticences au sein du Conseil des gouverneurs puisqu'elle conduit à envisager l'absence de limites pour les achats de titres.

Une autre solution pourrait être de modifier, temporairement, la clé de répartition en fondant celle-ci non pas sur le PIB des États membres mais sur les niveaux de dette[\[13\]](#). En l'état, même si le signal envoyé aux gouvernements et aux investisseurs est rassurant, acheter une part plus élevée de dette allemande plutôt qu'italienne ne va que très faiblement contribuer à réduire la fragmentation. Le dernier paragraphe du communiqué de presse du 18 mars suggère que la BCE réfléchit à la possibilité de reconsidérer la clé de répartition[\[14\]](#). Le plus tôt sera le mieux pour donner toute latitude aux États de gérer cette crise sanitaire.

[1] La BCE a effectivement proposé des nouvelles conditions pour les TLTRO-III (*Targeted long-term refinancing operations*) qui permettent aux banques d'obtenir un refinancement en contrepartie des crédits qu'elles octroient aux entreprises. Les banques pourront ainsi emprunter jusqu'à mille milliards d'euros (jusqu'en juin 2021) à un taux pouvant être inférieur de 25 points au taux des facilités de dépôts, soit -0,75 %. Elle a aussi annoncé une opération de refinancement à très long terme sans aucune conditionnalité. Cette dernière mesure permet ainsi de répondre aux besoins de liquidité dans l'éventualité d'une panique bancaire.

[2] Pour comparaison, l'annonce du premier programme d'assouplissement quantitatif (APP) de la BCE était de 60 milliards d'euros sur 19 mois (de mars 2015 à septembre 2016) soit 1 140 milliards d'euros, tandis que les achats d'actifs pour 2020 se montent à 1 050 milliards d'euros (les 870 milliards d'euros annoncés ces derniers jours auxquels il convient d'ajouter les 20 milliards d'euros par mois annoncés en septembre 2019, soit 180 milliards d'euros additionnels).

[3] Fixée à 33% pour les obligations souveraines. Les Pays-Bas et l'Allemagne sont au-dessus des 30% donc très proches de la limite, tandis que la France et l'Italie sont autour des 20%, en raison d'une dette publique plus élevée (en % du PIB).

[4] Pour information, au 30 janvier 2020, la Bundesbank représentait 21,4%, la Banque de France 16,6% et la Banque d'Italie 13,8%.

[5] Ce mouvement est aussi observé sur les taux américains qui ont augmenté de 0,5 point entre le 9 et le 17 mars après avoir fortement baissé (passant de 1,6 % début février à un creux de 0,5 % le 9 mars). Dans un contexte de marasme boursier, la baisse du rendement souverain américain traduisait sans doute une réallocation des portefeuilles des investisseurs pour des actifs jugés liquides et sûrs. La contagion mondiale de l'épidémie et du ralentissement économique et la perspective d'un soutien budgétaire massif du gouvernement américain pourrait expliquer le surajustement des taux américains.

[6] « [We are not here to close spreads](#) ».

[7] La répartition des achats de titres dans le cadre du programme PSPP prévoit effectivement que ceux-ci soient déterminés en fonction de la part des États membres dans le capital de la BCE, ce qui signifie en pratique que la BCE détient une proportion plus importante de titres allemands, puis français, italiens...

[8] Voir [Blot et Hubert \(2019\)](#) pour une analyse des critiques qui avaient suivi les mesures prises en septembre 2019.

[9] « monetary policy has reached its limits ».

[10] Voir [Corsetti, Kuester, Meier et Müller \(2013\)](#).

[11] « an ambitious and coordinated fiscal stance is now needed in view of the weakened outlook ».

[12] Dans le cadre de l'OMT, la BCE s'engageait à acheter les titres de dette à condition que les États adoptent un programme d'aide *via* le FESF / MES.

[13] Elle achète effectivement une part – du fait du poids du PIB plus élevé de l'Allemagne – plus importante d'une dette moins élevée en % du PIB. Cet argument est avancé et précisé dans [Blot et Creel \(2017\)](#).

[14] « To the extent that some self-imposed limits might hamper action that the ECB is required to take in order to fulfil its mandate, the Governing Council will consider revising them to the extent necessary to make its action proportionate to the risks that we face. »

Brexit : les négociations (re)commencent

par [Catherine Mathieu](#) et [Henri Sterdyniak](#)

Le 31 janvier 2020, le Royaume-Uni

quittera donc l'Union européenne, 9 mois après la date du 31 mars 2019 initialement prévue, ce qui ne laisse que 11 mois pour aboutir à l'accord qui devrait intervenir le 31 décembre prochain pour fixer les relations futures entre l'Union européenne et le Royaume-Uni. Toutefois, cette période de transition pourra être prolongée si les deux parties le décident conjointement, avant le 1^{er} juillet, et ce pour une période d'un à deux ans. Il n'est pas totalement exclu que les négociations n'aboutissent pas d'ici la fin de l'année ce qui pourrait conduire à un Brexit sans accord. Jusqu'au 31 décembre (et au-delà selon l'évolution des négociations), le Royaume-Uni restera dans le marché unique et l'union douanière.

Les deux parties doivent en février définir leurs lignes de négociations. Les négociations seront délicates. Le Royaume-Uni doit choisir entre trois positions. Le *soft Brexit* supposerait que le Royaume-Uni se donne comme objectif premier de maintenir ses liens avec l'UE27 ; le Royaume-Uni maintiendrait les règlements qu'il appliquait en tant que membre de l'UE et les ferait évoluer comme ceux de l'UE. Dans ces conditions, le commerce de marchandises et de services entre le Royaume-Uni et l'UE27 ne connaîtrait pas de barrières. Cependant, le Royaume-Uni n'aurait gagné aucune des libertés

souhaitées par les partisans du Brexit en termes d'autonomie de sa réglementation ; il devrait s'aligner sur des règlements sur lesquels il n'aurait pas son mot à dire. Le Brexit n'aurait apporté qu'une certaine autonomie politique et le droit de limiter l'immigration des européens.

Dans un scénario de *hard Brexit*, le Royaume-Uni s'exonérerait totalement des règles européennes ; il pourrait entreprendre un choc de libéralisation en matière de droit du travail, de réglementation des produits ; il pourrait viser à devenir un paradis fiscal et réglementaire.

Dans ces conditions, l'Union européenne mettrait des barrières à l'entrée des produits britanniques en commençant par la mise en place des droits de douane selon les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), puis progressivement des barrières non tarifaires (du fait de divergences des normes et de réglementations) ; les échanges de services seraient limités (en particulier, en matière financière). Le Royaume-Uni chercherait à compenser par des accords avec les États-Unis et d'autres pays hors Union européenne (en particulier, ceux du Commonwealth). Cependant, ce choc libéral ne correspondrait pas aux attentes des électeurs des milieux populaires qui ont voté pour le Brexit ; le Royaume-Uni resterait lié par les accords internationaux (ceux de l'Organisation internationale du

Travail (OIT), les accords de Paris, les accords de Bâle III et de l'OMC) ; les accords commerciaux extra-européens supposeront des concessions sans doute difficiles pour le Royaume-Uni et ne pourront pas compenser entièrement la perte de l'accès au marché européen.

Le scénario intermédiaire, de compromis est sans doute le meilleur pour l'UE27 et le Royaume-Uni pris dans leur ensemble. Il s'agit de faire des concessions réciproques afin de maintenir des liens étroits entre l'UE27 et le Royaume-Uni, d'abord parce que le Royaume-Uni est un débouché important pour l'UE27 (en 2018, les exportations de l'UE27 vers le Royaume-Uni représentent 2,6% de leur PIB , avec un excédent commercial de 50 milliards d'euros, 0,35% du PIB) ; ensuite, parce qu'avoir un paradis fiscal et réglementaire à la porte de l'UE est dangereux (en obligeant soit à s'aligner, soit à prendre des mesures de rétorsions). Il faut d'une certaine manière que l'évolution future des règlements européens soit négociée avec le Royaume-Uni, mais l'UE ne peut pas perdre son autonomie de décision et ne peut accorder plus au Royaume-Uni qu'aux pays de l'Association européenne de libre-échange (AELE : Islande, Liechtenstein, Norvège et Suisse).

La **déclaration politique révisée** signée le 17 octobre 2019 par l'UE27 et le Royaume-Uni donne les

grandes lignes des futures relations entre le Royaume-Uni et l'UE27. Elle correspond à l'objectif d'une relation forte, spécifique et équilibrée, le Royaume-Uni prenant un certain nombre d'engagements réduisant le risque d'une stratégie fiscale et réglementaire.

Ainsi, l'article 2 stipule que les deux parties souhaitent maintenir des normes élevées en matière de droits du travail et de protection des consommateurs et de l'environnement.

L'article 4 stipule d'une part que l'intégrité du marché unique et les quatre libertés seront préservées, d'autre part que le Royaume-Uni pourra mener une politique commerciale autonome et mettre fin à la libre circulation des personnes entre le Royaume-Uni et l'UE27.

L'article 11 stipule que les deux parties chercheront à coopérer et à agir en concertation, que le Royaume-Uni pourra participer aux programmes de l'UE en matière de culture, d'éducation, de science, d'innovation, etc. dans des conditions à négocier.

L'article 17 annonce la mise en place d'un « partenariat économique ambitieux, large et équilibré », comportant un accord de libre-échange. Mais l'article 20 reconnaît que les deux zones formeront des espaces économiques distincts, ce qui rendra nécessaires des vérifications douanières. L'article 21 exprime la volonté de

créer une zone de libre-échange pour les marchandises, à travers une coopération approfondie en matière douanière et réglementaire et des dispositions qui mettront tous les participants sur un pied d'égalité pour une concurrence ouverte et loyale. Selon l'article 22, les droits de douane seront évités et la règle d'origine sera appliquée de « manière moderne et appropriée ». Une coopération en matière de normes techniques et sanitaires facilitera l'entrée des produits britanniques dans le marché unique, dans le respect de son intégrité.

L'article 27 annonce qu'en termes de services et d'investissement, les parties devraient conclure des accords ambitieux, complets et équilibrés, en respectant le droit de chaque partie à réglementer. L'autonomie réglementaire nationale sera préservée, mais elle devrait être transparente et compatible, dans la mesure du possible. Des accords de coopération et de reconnaissance mutuelle seront signés sur les services, notamment les télécommunications, les transports, les services aux entreprises et le commerce sur Internet. La liberté de circulation des capitaux et des paiements sera garantie. En matière financière, l'article 36 précise l'objectif que des accords d'équivalence soient négociés avant la fin de juin 2020 ; une coopération sera établie dans le domaine de la réglementation et de la surveillance. Les droits de propriété intellectuelle seront

protégés,
notamment en ce qui concerne les indications géographiques.
Des accords seront
signés sur le transport aérien, maritime et terrestre et
l'énergie. Les deux
parties s'engagent à coopérer dans la lutte contre le
changement climatique,
sur le développement durable, la stabilité financière et le
protectionnisme.
Les possibilités de voyage pour des raisons touristiques,
scientifiques et
commerciales ne seront pas affectées. Un accord sur la pêche
devra être signé
avant le 1^{er} juillet 2020.

Des dispositions devraient couvrir
l'aide publique, le maintien de normes de hauts niveaux, le
droit au travail, la
protection sociale, l'environnement, le changement climatique
et la fiscalité,
afin d'assurer une concurrence ouverte et équitable entre des
acteurs placés
sur un pied d'égalité.

Le texte prévoit des organes de
coordination aux niveaux technique, ministériel et
parlementaire. L'accord sera
géré par un comité mixte, chargé de résoudre les conflits qui
pourraient
survenir. Un processus d'arbitrage peut être mis en place. Il
devra se référer
à la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) s'il s'agit
d'une
interprétation du droit de l'Union, mais uniquement dans ce
cas.

D'une part, le texte prévoit un

partenariat étroit et spécial, comme l'a demandé le Royaume-Uni ; d'autre part, le Royaume-Uni s'engage à ne pas trop s'écarter des règles européennes ; enfin, il reste des questions problématiques à négocier, comme les droits de pêche ou l'autonomie de la politique commerciale britannique.

La position du Royaume-Uni

Boris Johnson se donne comme priorité une sortie effective du Royaume-Uni le 31 décembre 2020. Il espère aboutir à un « Accord de libre-échange de première classe » avec « Zéro Tarif, Zéro Quota ». Il engage des négociations en même temps avec d'autres pays, en particulier les États-Unis, le Japon, le Canada... Par ailleurs, il lance un ambitieux programme de sortie de l'austérité budgétaire avec un programme pluriannuel de remise à niveau du système de santé britannique, de l'aide à la dépendance, de l'éducation, des infrastructures en particulier en Ecosse et au nord de l'Angleterre. Il propose de poursuivre la hausse du salaire minimum (une hausse de 6 % vient d'être décidée pour avril). Sa politique d'immigration visera à attirer au Royaume-Uni les compétences nécessaires. Il maintient l'ambition britannique en matière de lutte contre le changement climatique.

Boris Johnson et Sajid Javid, le chancelier de l'Échiquier, ont indiqué clairement qu'ils ne souhaitaient pas de prolongation de la période de transition,

que le Royaume-Uni ne serait pas suiveur, qu'il aura sa propre politique commerciale et ses propres réglementations.

Cependant, les accords avec les pays tiers n'aboutiront pas facilement. Ceux-ci demanderont des concessions du Royaume-Uni. Les États-Unis veulent pouvoir exporter des produits agricoles et prendre pied dans les services publics (santé, éducation). Donald Trump a déjà menacé le Royaume-Uni de sanctions s'il taxait les GAFAs.

La position de l'UE

L'UE 27 a désigné Michel Barnier comme le responsable de la négociation avec le Royaume-Uni quant aux relations futures avec l'UE. La Commission européenne adoptera des directives de négociations complètes et préliminaires le 3 février. Ces directives seront soumises à l'accord d'un Conseil des affaires générales, dont la prochaine réunion se tiendra le 25 février. L'UE souhaiterait que la période de transition soit prolongée pour permettre d'aboutir à un accord complet. L'intention est de négocier un accord de partenariat global unique, avec la possibilité de le compléter ultérieurement. La possibilité d'une sortie sans accord n'est pas écartée.

Un mandat de négociation sera donc donné à Michel Barnier. Le risque est grand de reproduire la même stratégie que dans la première phase de négociation de la sortie du Royaume-Uni de l'UE. Dans une

interview accordée le 26 janvier 2020 au *Journal du Dimanche*[\[1\]](#), Michel Barnier réaffirme que « nous défendrons notre identité et nos valeurs ; « nous ne prendrons pas le risque de fragiliser le marché unique ». Il rappelle que c'est le Royaume-Uni a demandé le divorce ; que l'UE est en position de force puisque le commerce entre l'UE et le Royaume-Uni est beaucoup plus important pour le Royaume-Uni que pour l'UE ; qu'un pays à l'extérieur du marché unique ne peut avoir les mêmes avantages qu'un pays membre. Ce discours ne peut que rendre plus tendues les négociations. Michel Barnier souligne déjà que la demande du Royaume-Uni d'une libre entrée des marchandises britanniques dans le marché unique suppose, d'une façon ou d'une autre, que l'UE ait un droit de regard sur les réglementations britanniques : « zéro tarif, zéro quota, zéro dumping ».

Douze textes publiés par la Commission européenne les 14 et 20 janvier lors de séminaires de travail précisent déjà les objectifs de l'UE. L'UE prétend empêcher le Royaume-Uni de bénéficier d'un avantage concurrentiel déloyal en réduisant les réglementations en matière de concurrence, de droits du travail, d'aides d'État, de fiscalité. Elle veut à la fois un accord sur ces points, des mécanismes de règlement des différends et la possibilité d'agir de façon autonome si les engagements ne sont pas respectés. Le Royaume-Uni doit s'engager à ne pas abaisser ses normes de droit du travail et

de protection sociale pour des motifs de compétitivité et d'attractivité. Il doit lutter contre les pratiques d'optimisation fiscale. L'UE insiste sur le fait que les deux zones seront des économies distinctes, ce qui implique la fin de la libre circulation, la nécessité de contrôles douaniers, la fin de la reconnaissance automatique mutuelle des réglementations (en particulier en matière de services financiers), le refus de la négociation des régulations (le pays importateur doit se plier aux règles de l'UE).

La question de la pêche fait partie des questions prioritaires pour plusieurs pays de l'UE27 (dont la France). L'UE27 souhaite conserver les droits d'accès de ses pêcheurs dans les eaux britanniques et maintenir une gestion commune des ressources halieutiques. La tenue en parallèle de négociations sur la pêche et sur les services financiers (où les Britanniques sont demandeurs) d'ici le 1^{er} juillet suggère qu'un compromis sera cherché sur ces deux secteurs.

Notons que la position de l'UE serait plus forte si elle s'appliquait aussi aux pays membres, en luttant contre la concurrence fiscale de l'Irlande, la tolérance de l'optimisation fiscale des Pays-Bas et la concurrence sociale de certains nouveaux pays membres.

La situation économique du Royaume-Uni

Le Brexit (qui n'a pas encore eu lieu) n'a jusqu'à présent pas eu de conséquences catastrophiques pour l'économie britannique. La croissance a été de 1,15 % (en glissement sur un an second semestre 2019), proche de celle de la zone euro (1,2 %). Le taux d'inflation (en glissement annuel en 2019) s'est stabilisé à 1,3% (1 % en zone euro). Fin 2019 le taux de chômage a baissé à 3,7% (contre 7,5% pour la zone euro). Avec la victoire de Boris Johnson, la livre s'est stabilisée aux alentours de 1,18 euros, ce qui est au-dessus de sa valeur moyenne depuis le référendum. Le taux directeur de la Banque d'Angleterre se situe à 0,75%, le taux à 10 ans à 0,55% ce qui est modérément expansionniste, compte-tenu d'une croissance en valeur de l'ordre de 2,5%. Le solde public était déficitaire de 2,2% du PIB en 2018 ; le gouvernement britannique pourrait renoncer à l'objectif d'un solde équilibré à moyen terme et même d'un solde inférieur à 2% du PIB, pour privilégier une relance des dépenses publiques ; toutefois la marge est limitée. Par contre, le Royaume-Uni a toujours un déficit extérieur de l'ordre de 4,5% du PIB.

Selon les prévisions de janvier 2020 du Fonds monétaire international (FMI), la croissance britannique serait un peu plus forte en 2020 et 2021 (1,4 % puis 1,5%) que celle de la zone euro (1,3 % puis 1,4 %). Sans attacher trop d'importance à des différences minimales de pourcentage, on constate cependant que les scénarios

d'effondrement sont écartés, et donc implicitement de hard Brexit[2], et que de nombreux observateurs font confiance à Boris Johnson, comptent sur son pragmatisme et son dynamisme dans les négociations avec l'UE, et sont aussi confiants dans l'activisme de son programme de relance

Beaucoup dépendra des négociations qui vont s'engager à partir de février. Il est probable (et souhaitable) qu'un compromis soit trouvé, autorisant, mais limitant, une certaine prise de distance du Royaume-Uni par rapport aux normes de l'UE, distance qui sera limitée par les accords internationaux et le réalisme de Boris Johnson. L'article

« [Brexit: What economic impacts does the literature anticipate?](#) », présente

une revue de littérature des évaluations des impacts du Brexit. Le champ des possibles est grand. Selon le NIESR[3], le projet d'accord de libre-échange de Boris Johnson aurait un impact de -3,5 points à long terme sur l'économie britannique, ce qui est un chiffre moyen des estimations, dans le cas d'une sortie avec accord de libre-échange. Une double incertitude demeure, à la fois sur l'impact macroéconomique de la sortie, de l'autre sur la capacité de trouver un accord entre un pays qui veut retrouver son autonomie et une zone qui conditionne l'accord à la soumission à ses règles.

[1] voir :
« [Nous ne nous laisserons pas impressionner](#) ».

[2] Dans la [prévision d'octobre 2019](#) de l'OFCE, l'impact d'une sortie sans accord le 31 octobre 2019 sur le PIB britannique était estimé à -2,8 % à l'horizon 2021 et -4,5 % à l'horizon 2033, sur la base d'une simulation réalisée avec le modèle NiGEM.

[3] Hantzsche, A., et G. Young. (2019). The Economic Impact of Prime Minister Johnson's New Brexit Deal. *National Institute Economic Review*, 250, F34-F37.

Quelles conséquences des taux d'intérêt bas sur les marges de manœuvre de la politique budgétaire ?

par [Bruno Ducoudré](#), [Raul Sampognaro](#) et [Xavier Timbeau](#)

Les économies développées connaissent depuis plusieurs années des taux d'intérêt réels historiquement bas.

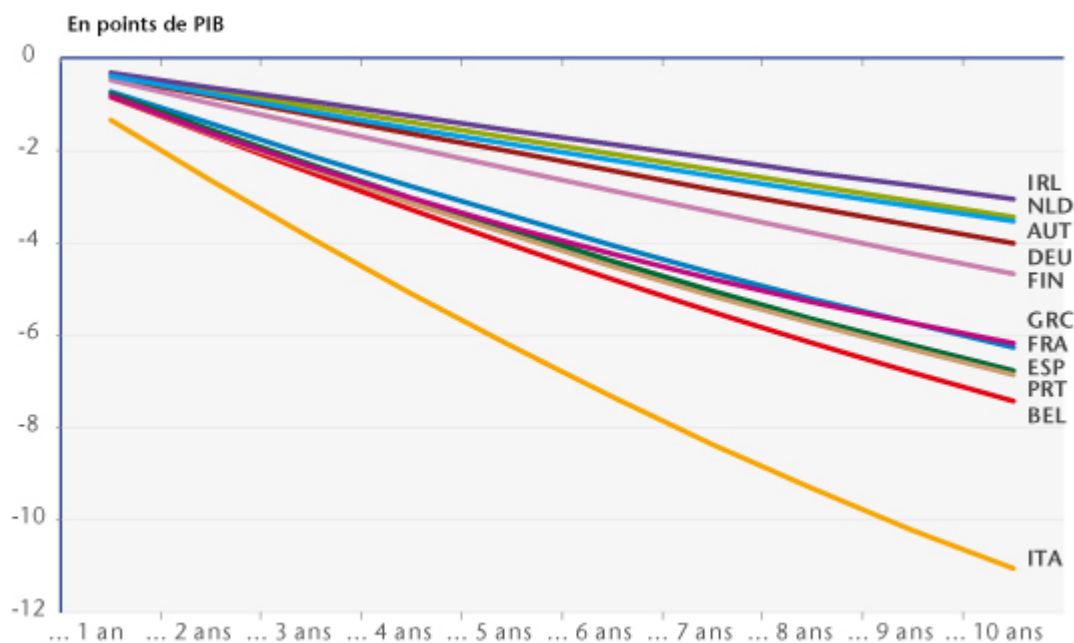
Si la crise de 2008 est derrière nous – le chômage a retrouvé son niveau

d'avant-crise dans la plupart des pays développés et les PIB par habitant sont les plus élevés jamais observés – ses stigmates sur les plans économique, social et politique sont toujours là. De fait, les ratios d'endettement public sont bien au-dessus de ceux d'avant 2008 : plus de 40 points en plus pour la France, 50 points pour les États-Unis ou le Royaume-Uni, 30 points pour la zone euro dans son ensemble, grâce à un ratio d'endettement en Allemagne inférieur à celui de 2008. La situation conjoncturelle favorable, les profits élevés, le dégonflement des bilans des banques centrales et les hauts niveaux d'endettement devraient se traduire – dans une vision naïve – par une hausse des taux d'intérêt réel. Dans ce contexte, le haut niveau des dettes publiques aurait également été une incitation forte à réduire les déficits publics pour éviter le risque d'insoutenabilité des finances publiques lié à un emballement de la charge de la dette générée par une remontée des taux d'intérêt, et c'est précisément cet argument qui présidait à la prudence budgétaire.

Quelles sont les explications possibles à ces taux d'intérêt réels bas ? C'est la question à laquelle nous tentons de répondre dans une [étude récente](#).

Au-delà de la surprise conjoncturelle, il apparaît que la faiblesse des taux d'intérêt répond plutôt à des causes structurelles qui entravent la normalisation de la politique monétaire. Ceci se traduit par des anticipations durables de taux bas, aboutissant *in fine* à l'aplatissement de la courbe des taux au moins pour le segment des actifs sans risque. Dans cette étude, nous retraçons les tendances des taux d'intérêt souverains depuis la décennie des années 1970 et rappelons les causes possibles identifiées dans la littérature économique – effet des politiques monétaires expansionnistes, stagnation séculaire, surabondance d'épargne privée. Nous évaluons ensuite l'ampleur de l'espace fiscal ouvert par un scénario de taux souverains durablement bas.

Graphique. Impact sur le stock de dette publique en 2040 d'une baisse de 1 point du taux d'intérêt long pendant...



Note : le choc porte sur les taux d'intérêt souverains, mais ne se diffuse pas aux taux d'intérêt du secteur privé. Il impacte donc seulement la dynamique des dettes publiques.

Source : modèle iAGS, OFCE.

Nos simulations, conduites avec le modèle iAGS de l'OFCE^[1] pour la zone euro, indiquent qu'une baisse de 1 point du taux d'intérêt long pendant 10 ans aboutirait à un stock de dette publique rapporté au PIB plus bas à l'horizon de 20 ans (cf. graphique). Les ordres de grandeur s'élèveraient à -2 points de dette publique pour l'Irlande et iraient au-delà de -10 points pour l'Italie, libérant ainsi des marges de manœuvre budgétaire significatives pour les États de la zone euro. Ces effets seraient toutefois limités en cas de ralentissement concomitant de la croissance potentielle.

^[1] Voir [ici](#) pour une description détaillée du modèle iAGS.