

IV/ La Banque centrale européenne et le carcan budgétaire

Jérôme Creel et Fabien Labondance

La zone euro s'est construite sur une logique opposant la politique budgétaire menée par les gouvernements à la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne (BCE). Cette dernière voit son objectif de stabilité des prix être protégé des conséquences potentiellement inflationnistes de déficits et de dettes publics excessifs par l'instauration dans les traités de règles budgétaires contraignantes pour les États, y compris ceux qui n'ont pas adopté l'euro. Cette architecture institutionnelle inédite a montré ses limites depuis la crise car elle a bridé la reprise de la zone euro. Si la BCE s'est révélée pragmatique durant la crise, prenant de nouvelles responsabilités en termes de stabilisation financière, elle n'en demeure pas moins focalisée sur l'objectif de stabilité des prix. Quant aux politiques budgétaires, elles se sont laissées enfermer dans un carcan réglementaire qui conduit à nier leur efficacité en termes de stabilisation et de relance économiques. Les flexibilités récemment introduites restent limitées et ne remettent pas en cause le dogme de la discipline budgétaire.

La Banque centrale européenne : primauté à la stabilité des prix

Conjointement, la BCE et les banques centrales nationales appliquent la politique monétaire décidée collectivement pour les dix-neuf États membres de la zone euro. Cette organisation porte le nom de Système européen de banques centrales (SEBC).

Les décisions de politique monétaire au sein du Conseil des gouverneurs se prennent dans le cadre du mandat assigné par les traités européens. Celui-ci, décrit dans l'article 127 du traité de fonctionnement de l'Union européenne (TFUE)¹, consacre un objectif prioritaire : le maintien de la stabilité des prix. La BCE se distingue d'autres grandes banques centrales en hiérarchisant ses objectifs, à la différence, par exemple, de la Banque centrale américaine qui met sur un même plan la stabilité des prix et le soutien à l'activité. Ce deuxième objectif est également assigné à la BCE, mais seulement s'il ne vient pas contrarier la stabilité des prix. De plus, la BCE doit mener à bien certaines missions fondamentales, dont la « promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement ».

Pour respecter son mandat, la BCE bénéficie d'une indépendance très forte. Les dirigeants, bien que nommés par le pouvoir politique, le sont pour un mandat de huit ans, non renouvelable. Une fois en place, ils ne doivent « ni solliciter ni accepter » des instructions ou des recommandations venant d'une autre institution européenne ou d'un gouvernement. De plus, la règle de non-renflouement (*no bail-out*) interdit le financement monétaire des déficits publics.

La BCE a annoncé, dès 1998, fonder sa stratégie sur trois éléments. Tout d'abord une définition opérationnelle de la stabilité des prix. Elle a alors décidé de cibler une inflation légèrement inférieure à 2 %, calculée par l'intermédiaire de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour atteindre ce but, deux piliers analytiques sont pris en compte : un premier qui consiste à donner une valeur de référence à la croissance de la masse monétaire, tandis qu'un second prend en compte plusieurs indicateurs des tensions inflationnistes (croissance du PIB, coûts salariaux, taux de change, tensions sur les capacités de production). La BCE a progressivement réévalué sa stratégie pour aboutir, en 2003, à une inversion de ces deux piliers, puis à leur fusion.

Les taux d'intérêt directeurs sont les instruments qualifiés de « conventionnels » dont dispose la BCE. Par leur intermédiaire,

1 L'article 127 du TFUE précise : « [L']objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union [...] »

L'objectif est d'orienter le marché interbancaire de façon à ce que les banques commerciales disposent de liquidités à un taux proche du taux d'intérêt principal. C'est par ce canal du taux d'intérêt que la politique monétaire cherche à contrôler l'activité économique et, *in fine*, l'inflation. La BCE décide de trois taux d'intérêt directeurs. Il y a tout d'abord le taux principal des opérations de refinancement hebdomadaire (MRO pour *Main Refinancing Operations*). La BCE fournit chaque semaine des liquidités aux banques en échange de titres publics ou privés utilisés comme collatéraux. Ces liquidités ont une échéance d'une semaine. Cette procédure est appelée « opérations d'*open market* ». Ainsi, la BCE contrôle à la fois les quantités et le prix des liquidités qu'elle injecte dans le système interbancaire. De part et d'autre du taux MRO existent les facilités permanentes. Elles permettent d'accorder des crédits supplémentaires (qualifiés de marginaux) aux banques commerciales qui n'auraient pas suffisamment de liquidités ou d'effectuer des dépôts marginaux auprès de la BCE dans l'éventualité où les banques commerciales disposeraient de liquidités excédentaires. Le taux de dépôt marginal est situé en deçà du taux MRO et le taux de prêt marginal est quant à lui supérieur au taux MRO. Le graphique 1 présente les évolutions de ces taux directeurs depuis la mise en place de la zone euro en 1999. Ce graphique présente également le taux Eonia, qui est un taux au jour le jour du marché interbancaire.

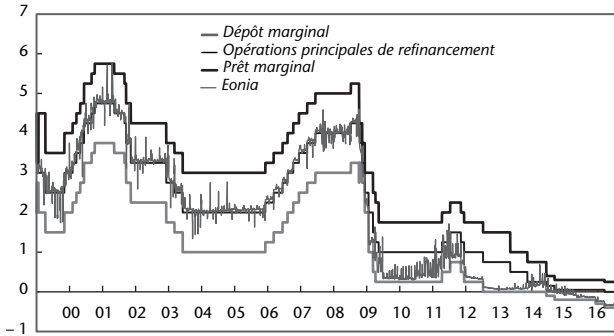
L'occurrence de deux crises à partir de 2007 va modifier la politique monétaire de la BCE et la contraindre à intégrer les questions liées à la stabilité financière².

La première crise est une crise bancaire qui débute en août 2007. Ceci est illustré par le graphique 2 qui montre notamment l'évolution de l'écart de taux (le *spread*) sur le marché interbancaire entre le taux à trois mois (Euribor) et le taux à une semaine (OIS). L'accentuation de l'écart entre ces taux indique une augmentation de la prime de risque et donc une baisse de la confiance sur le marché interbancaire. Cela révèle les dysfonctionnements sur ce marché et la montée de l'instabilité

² La stabilité financière est mentionnée dans les traités européens par l'intermédiaire de l'article 127 (5) du TFUE : « Le SEBC contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier. »

Graphique 1. Les outils conventionnels de la BCE

Taux d'intérêt, en %

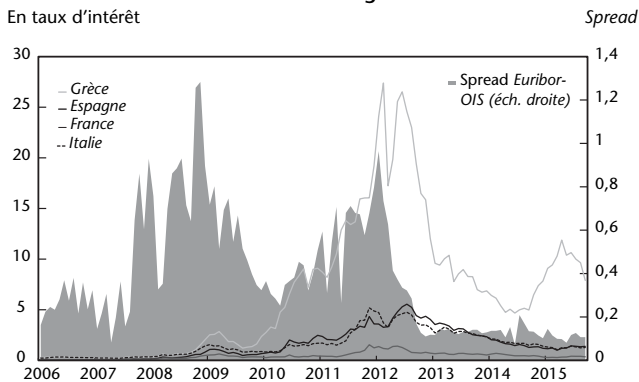


Source : BCE.

financière. Le *spread* Euribor-OIS croît considérablement à l'été 2007 (graphique 2) mais, de son côté, la BCE continue son cycle de montée des taux d'intérêt (graphique 1). Cela s'explique par le respect par la BCE du principe de séparation inspiré de Tinbergen : à chaque objectif un outil spécifique. L'outil des taux d'intérêt est alors réservé à la stabilité des prix, et l'objectif de stabilité financière est atteint par des interventions de marché qui apportent de la liquidité [Bordes et Clerc, 2010]. La BCE intervient alors en injectant 95 milliards d'euros supplémentaires. Elle accentue également ses opérations de refinancement à long terme (LTRO pour *Long Term Refinancing Operations*). Ces diverses mesures permettent une stabilisation des taux sur le marché interbancaire jusqu'en septembre 2008.

À la suite de la faillite de la banque Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, d'importantes tensions sont apparues sur le marché interbancaire de part et d'autre de l'Atlantique. Le principe de séparation est remis en cause par la décision conjointe des grandes banques centrales d'abaisser leurs taux d'intérêt directeurs le 8 octobre 2008. Le but de cette baisse des taux est d'enrayer l'instabilité financière qui atteint des niveaux records, comme en témoigne le *spread* Euribor-OIS sur le marché interbancaire européen (graphique 2). De plus, les banques centrales

Graphique 2. *Spread d'intérêt du marché interbancaire (Euribor-OIS) et taux souverains vis-à-vis de l'Allemagne*



Source : Datastream.

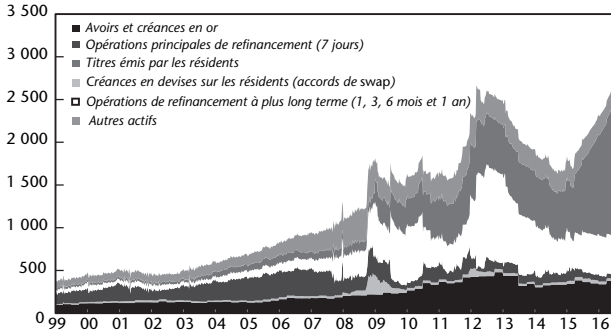
vont développer l'usage d'instruments non conventionnels. Les politiques non conventionnelles reposent sur la manipulation du bilan de la banque centrale, par sa taille ou sa structure, à des fins de politique monétaire.

D'octobre 2008 à janvier 2015, la BCE a mené l'essentiel de ses interventions par l'intermédiaire de prêts collatéralisés au secteur bancaire. Cela se matérialise dans le graphique 3 par une hausse à l'actif du bilan de la BCE des opérations de refinancement à long terme. Elle a facilité les conditions d'octroi de liquidités afin de pallier les dysfonctionnements du marché interbancaire. Depuis octobre 2008, les appels d'offres des opérations de politique monétaire sont menés à taux fixe avec allocation intégrale des demandes de refinancement des banques. L'évolution de la taille du bilan a donc été intégralement dépendante de la demande de liquidités en provenance des banques commerciales.

À partir de fin 2009, une crise de la dette souveraine succède à la crise bancaire. Cela se matérialise par une différenciation accrue des taux d'intérêt à dix ans appliqués sur les obligations des pays membres de la zone euro (graphique 2). La Grèce et, dans une moindre mesure, l'Italie, l'Espagne, l'Irlande et le Portugal voient leurs taux d'intérêt augmenter considérablement. La BCE va alors

Graphique 3. Composition de l'actif de la BCE

En milliards d'euros



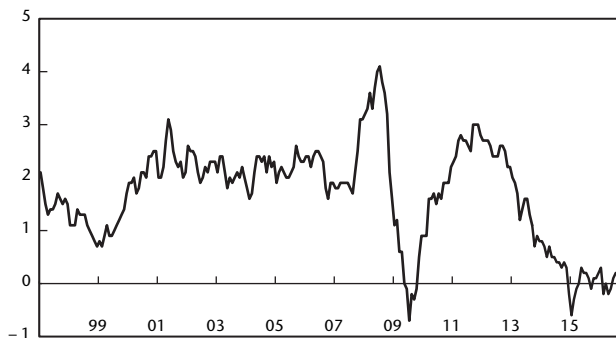
Source : BCE.

augmenter la fréquence de ses opérations de refinancement à trois mois (LTRO) et accroître leur maturité à un an, puis à trois ans dans le cadre de deux opérations menées en décembre 2011 et février 2012 (VLTRO pour *Very Long Term Refinancing Operations*).

Elle va aussi lancer des programmes d'achat de titres. Il s'agit par exemple du CBPP (*Covered Bond Purchase Programme completed*) ou du SMP (*Securities Market Program*). L'objectif de ces diverses mesures consiste à sortir de la « trappe à liquidités », c'est-à-dire à restaurer l'efficacité de la transmission de la politique monétaire — cette efficacité est nulle en « trappe à liquidités » — et à dépasser la contrainte imposée par un niveau des taux directeurs proche de zéro. A ce niveau, il n'est plus possible de diminuer de nouveau le taux MRO, et la BCE espère maintenir la stabilité financière *via* ses mesures non conventionnelles. Dans cette situation, la communication de la banque centrale s'avère cruciale. Le 26 juillet 2012, lors d'une conférence à Londres, Mario Draghi va insister sur le fait que la BCE compte faire « tout ce qu'il faudra » pour garantir la pérennité de la zone euro. Nous sommes alors au cœur de la crise des dettes souveraines, et cette annonce permet de calmer les incertitudes relatives à l'action de la BCE et enclenche une baisse significative des taux des obligations souveraines (graphique 2). Cette annonce sera suivie

Graphique 4. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro

En glissement annuel, en %



Source : BCE.

par celle du programme OMT (*Outright Monetary Transactions*), procédure par laquelle la BCE s'autorise à racheter sous conditions de la dette publique des pays de la zone euro sur le marché secondaire. À ce jour, les OMT n'ont jamais été mises en œuvre. Parallèlement, la BCE voit ses prérogatives élargies en termes de surveillance bancaire dans le cadre de l'union bancaire qui est créée le 4 novembre 2014.

Les risques de déflation qui pèsent sur la zone euro se matérialisent en 2013 (graphique 4) et vont forcer la BCE à étendre ses mesures non conventionnelles. Le programme d'assouplissement quantitatif (QE pour *Quantitative Easing*) du 22 janvier 2015 représente alors un nouveau changement d'ampleur dans l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Ce programme prévoit l'achat de titres adossés à des actifs (ABS pour *Asset-Backed Securities*), de titres souverains et de titres émis par des agences supranationales, pour un montant de 60 milliards d'euros par mois de mars 2015 à septembre 2016. La BCE a annoncé en décembre 2015 le prolongement de six mois de ce programme et en a ensuite réévalué le montant et les modalités en mars 2016. La BCE a augmenté le volume des achats à 80 milliards d'euros par mois et a élargi les titres

éligibles à des obligations d'entreprises (*corporate bonds*). Cette politique se traduit au bilan de la BCE par un net accroissement des titres émis par les résidents (graphique 3). Ce programme poursuit les différents objectifs de relance de l'activité et donc de l'inflation, mais aussi de stabilisation des tensions financières qui réapparaissent ponctuellement sur les marchés souverains (graphique 2).

L'orthodoxie budgétaire par les règles

Les modalités de gestion des politiques budgétaires et fiscales des États membres de l'Union européenne (UE) ont été établies après l'adoption du traité de Maastricht et en préparation de la création de l'euro. Le traité d'Amsterdam, signé en 1997, a permis d'adopter un Pacte de stabilité et de croissance (PSC) qui a transformé les règles budgétaires d'entrée dans la zone euro — deux parmi les cinq fameux critères de Maastricht, toujours d'actualité pour les États membres de l'UE qui souhaitent intégrer la zone euro — en règles de bonne conduite budgétaire.

L'intégration monétaire renforcée après l'adoption de l'euro a fait craindre que certains pays profitent de la stabilité monétaire permise par la gestion conservatrice de la monnaie unique par la BCE pour céder à l'indiscipline budgétaire et produire des externalités négatives sur la BCE et dans les pays partenaires. Un déficit excessif (au-delà de 3 % du PIB) dans un État membre pourrait en effet provoquer des tensions sur les marchés de biens et services et induire un surcroît d'inflation, poussant la BCE à augmenter ses taux d'intérêt pour le juguler. Ce faisant, l'euro pourrait s'apprécier. La hausse des taux d'intérêt et l'appréciation de l'euro nuiraient alors doublement aux pays partenaires : l'investissement privé pourrait diminuer et la balance commerciale se détériorer. Pour limiter ces externalités, le choix a été fait de limiter *a priori* l'usage des politiques budgétaires.

Cependant, les arguments d'externalités négatives dépendent des conditions préalables à la politique budgétaire. Si l'économie est en situation de plein emploi, il est indéniable qu'une politique budgétaire expansionniste n'aura pas d'effet de relance et seulement un effet inflationniste. À l'inverse, dans une situation de demande insuffisante face aux capacités productives, la poli-

tique budgétaire peut se révéler efficace : la demande est relancée, sans qu'il soit nécessaire de voir grimper les prix.

Les règles budgétaires de bonne conduite ont été introduites sur la base d'un *a priori* : les économies européennes atteindraient rapidement le plein-emploi et s'y maintiendraient. Cela est loin d'être le cas pour tous les États membres de la zone euro (chapitre 1). De plus, d'autres unions monétaires, les États-Unis par exemple, n'ont pas adopté de cadre aussi contraignant vis-à-vis des politiques budgétaires.

Quel est ce cadre et quelles sont les règles ? L'UE a établi cinq règles budgétaires, auxquelles s'ajoute le retour à l'équilibre budgétaire à moyen terme. Les plus connues sont les fameux critères de convergence portant sur le déficit public (inférieur à 3 % du PIB) et la dette publique (inférieure à 60 % du PIB). Ils ont été introduits dans la première mouture du PSC dès 1997 pour le premier, et dans sa deuxième mouture dès 2005 pour le second. Ces deux règles sont toujours en vigueur ; *a priori*, elles limitent les marges de manœuvre budgétaire, donc le risque de voir les finances publiques devenir insoutenables (règlements 1173/2011, 1175/2011 et 1177/2011 de novembre 2011).

Après l'augmentation sensible des ratios de dette sur PIB consécutive à la crise financière internationale, la révision du PSC intervenue en novembre 2011 a consacré la règle du retour de la dette publique au niveau de référence de 60 % du PIB, à un rythme moyen d'un vingtième par an de l'écart de la dette par rapport à cette valeur de référence (règlement 1177/2011, art. 2, par. 1*bis*). Cette troisième règle est aussi inscrite dans le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG, art. 4) signé en mars 2012.

Pour les États membres en situation de déficit excessif, le règlement 1177/2011 (art. 3) précise (voir aussi le règlement 1175/2011, art. 5) que, « dans ses recommandations, le Conseil invite l'État membre à [...] améliorer chaque année d'au moins 0,5 % du PIB [...] son solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles (le solde structurel) et déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires, de manière à assurer la correction du déficit excessif dans le délai prescrit par la recommandation ». Cet article permet de comparer les efforts d'ajustement effectivement consentis avec les efforts d'ajustement minimaux à consentir, d'au moins 0,5 point de PIB par an en termes structurels.

La cinquième et dernière règle budgétaire, à ce jour, est la « règle d'or » selon laquelle tous les États membres doivent atteindre un budget équilibré, soit un déficit structurel à moyen terme d'au plus 0,5 % du PIB. Contrairement aux quatre règles précédentes, elle n'est inscrite que dans le TSCG, ratifié par vingt-cinq États membres (tous sauf la République tchèque, le Royaume-Uni et la Croatie) et entrée en vigueur progressivement depuis le 1^{er} janvier 2013.

La première et la cinquième règle peuvent ne pas s'appliquer, temporairement, en cas de circonstances exceptionnelles. Parmi celles-ci figurent notamment un ralentissement de l'activité économique ou la mise en œuvre de réformes structurelles, des retraites ou pour l'emploi. Le TSCG introduit aussi la possibilité de considérer « un événement inhabituel, en dehors du contrôle de l'État membre, et ayant un impact majeur sur la position financière de l'administration publique » comme circonstance exceptionnelle.

En février 2016, le Conseil européen a assoupli la règle de retour à l'équilibre budgétaire, notamment pour les pays dont la dette est inférieure à 60 % du PIB et qui subissent une récession sévère. Il a aussi durci les circonstances exceptionnelles : seules les réformes structurelles ayant un impact indéniable sur la croissance de long terme pourront justifier un écart de la trajectoire vers l'équilibre budgétaire. Enfin, les investissements publics, pourvu qu'ils soient cofinancés dans le cadre du plan Juncker ou du budget européen, pourront eux aussi justifier un écart à l'équilibre budgétaire. Ces nouvelles dispositions ne concernent pas le volet répressif du Pacte de stabilité et de croissance qui se met en place lorsqu'un État membre a un déficit public excessif.

Du point de vue théorique, ces différentes règles budgétaires présupposent que, au-delà des seuils fixés, la politique budgétaire est inefficace à réguler l'activité macroéconomique et que l'effet multiplicateur³ est faible, voire négatif. Plusieurs contributions académiques ont cependant rappelé, depuis le déclenchement de la crise financière de 2007-2008, que l'efficacité macroécono-

3 Le multiplicateur budgétaire mesure l'impact de l'expansion ou de la consolidation budgétaire sur l'activité économique d'ensemble. Par exemple, un multiplicateur de 1,5 signifie que, pour 1 euro de déficit public en moins (en plus), le PIB baissera (augmentera) de 1,50 euro une fois pris en compte le bouclage macroéconomique.

mique de la politique budgétaire dépendait de la situation de l'économie dans son cycle [Auerbach et Gorodnichenko, 2012 ; Creel *et al.*, 2011]. Ces travaux estiment que le multiplicateur est généralement supérieur à l'unité en période de crise, et plutôt inférieur à l'unité en période d'expansion. De ce fait, instaurer l'austérité budgétaire en temps de crise est une erreur — elle enfonce l'économie un peu plus dans la crise — et est contre-productif — au lieu de baisser, le ratio de dette publique sur PIB va augmenter sous l'effet de la chute des recettes fiscales.

La politique budgétaire est aussi rendue plus efficace en période de récession lorsque le taux d'intérêt a atteint son niveau plancher [DeLong et Summers, 2012]. Dans ces conditions, la politique budgétaire expansionniste non seulement est efficace pour atténuer la crise car la banque centrale ne va pas en annuler les effets par une hausse des taux d'intérêt, mais peut être aussi autofinancée : le regain de croissance accélère les rentrées fiscales et permet à l'État de rembourser ses dettes.

L'efficacité de la politique budgétaire dépend cependant du niveau initial de la dette publique. Selon Corsetti *et al.* [2012], l'effet multiplicateur est plus faible dans les pays à dette élevée (au-delà de 100 % du PIB) que dans ceux à dette plus faible. Une politique budgétaire expansionniste dans un pays à dette élevée fait planer le risque d'un défaut de paiement de l'État concerné : le taux d'intérêt sur la dette augmente du montant de la prime de risque et vient réduire les effets de relance de la politique budgétaire, en même temps qu'il révèle la méfiance accrue des marchés financiers à l'égard de cet État et pose la question du financement futur de l'économie nationale.

L'efficacité de la politique budgétaire dépend enfin d'un effet de composition : la nature des mesures de consolidation (coupes dans les budgets sociaux, dans les salaires des fonctionnaires, dans les investissements publics, ou augmentation des impôts des ménages ou des entreprises) ou d'expansion influe sur la valeur du multiplicateur. Les mesures influant directement sur la demande, comme les mesures de relance de l'investissement public, sont généralement celles ayant les effets les plus importants sur le PIB. Les mesures fiscales, parce qu'elles produisent des effets d'aubaine (la baisse des cotisations sociales employeurs, par exemple, peut être utilisée par les entreprises pour augmenter leurs marges, sans effet instantané sur l'économie), ont généralement des effets multiplicateurs assez faibles.

Compte tenu des nombreux facteurs concourant ou pas à l'efficacité de la politique budgétaire, le consensus, s'il existe, sur la valeur de l'effet multiplicateur ne peut provenir que des études empiriques. Gechert et Rannenberg [2014] ont analysé finement les résultats de près de 90 études empiriques consacrées à l'effet multiplicateur et ont conclu à la très grande efficacité des politiques portant sur l'investissement public entreprises en période de crise économique. De leur étude, on peut inférer que le plan Juncker de relance de l'investissement public devrait être efficace, mais seulement à hauteur des montants relativement faibles investis [Le Moigne *et al.*, 2016].

Conclusion

En ce qui concerne la politique monétaire, il apparaît que, si son mandat défini par les traités n'a pas évolué, la BCE a en revanche fait évoluer son cadre d'action en développant des outils non conventionnels. Elle semble être dans la crise l'institution la plus volontariste, tout en appelant fréquemment les politiques budgétaires à venir également soutenir la demande.

En ce qui concerne les politiques budgétaires, il apparaît que le carcan constitué par le PSC et le traité budgétaire (ou TSCG) est triplement néfaste à l'économie européenne. En situation de croissance faible, il limite les marges de manœuvre budgétaires, au moment où l'effet multiplicateur est le plus grand ; en même temps, il incite à mener des politiques d'austérité qui contribuent au renforcement plutôt qu'à l'atténuation de la crise. Enfin, il ne suffit pas à empêcher que surviennent de graves crises de dette publique, comme en Grèce. Imaginé pour favoriser la prévention et pour organiser la répression des déficits et des dettes excessifs, le PSC a failli : les déficits et les dettes augmentent, et les politiques recommandées pour les limiter ne font que les pérenniser. La coordination par les règles n'a pas fonctionné, et il faut repenser l'architecture budgétaire de l'UE pour qu'une coordination sur des objectifs économiques et non pas comptables voie enfin le jour : ces objectifs pourraient être la baisse du chômage et de la pauvreté, la hausse de la productivité et des niveaux de vie.

Repères bibliographiques

AUERBACH A. J. et GORODNICHENKO Y., « Measuring the output responses to fiscal policy », *American Economic Journal, Economic Policy*, vol. 4, n° 2, 2012, p. 1-27.

BORDES C. et CLERC L., « L'art du *central banking* de la BCE et le principe de séparation », *Revue d'économie politique*, n° 120, 2010, p. 269-302.

CORSETTI G., MEIER A. et MÜLLER G. J., « What determines government spending multipliers ? », *Economic Policy*, vol. 27, n° 72, octobre 2012, p. 521-565.

CREEL J., HEYER É. et PLANE M., « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps. Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, n° 116, 2011, p. 61-88.

DELONG J. B. et SUMMERS L. H., « Fiscal policy in a depressed economy », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 44, n° 1, printemps 2012, p. 233-297.

GÉCHERT S. et RANNENBERG A., « Are fiscal multipliers regime-dependent ? A meta regression analysis », *IMK Working Paper*, n° 139, 2014.

LE MOIGNE M., SARACENO F. et VILLEMOT S., « Sortir de la crise par l'investissement ? », in OFCE, *L'Économie européenne 2016*, La Découverte, « Repères », Paris, 2016.