

CIFE Note de recherche n°103

Laurent Baechler, Arnaud Leconte, Jean-Claude Vérez*, 15 mai 2020

L'enjeu des corona et euro bonds dans la zone euro

Des eurobonds aux coronabonds ou recovery bonds

Après avoir émis l'hypothèse de recourir aux eurobonds au sein de la zone euro en raison des effets de la crise des années 2007-2008, voici qu'apparaît l'idée des coronabonds (ou recovery bonds) du fait de la pandémie qui touche l'Union européenne (UE) depuis plusieurs semaines. Bien qu'il s'agisse dans les deux cas d'obligations émises par la Banque centrale européenne (BCE), il ne faut ni les confondre, ni les assimiler.

Une telle émission par la BCE (ou par une nouvelle entité tel un Trésor européen) nécessiterait la modification des Traités. Alternativement, les États Membres de l'eurozone ou la Commission européenne pourraient émettre ces bonds en s'appuyant sur l'Article 122, paragraphe 2 du Traité de Fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). Dans ce cas, le montant d'assistance financière, comme du concours mutuel, est limité aux marges sous plafond du budget communautaire disponibles et nécessiterait une extension du budget européen. Pour l'instant la BCE n'a acté que le « Pandemic Emergency Purchase Programme » et autres programmes de rachats de titres de l'eurozone pour environ €1.1 trilliards dont environ €940 milliards de titres gouvernementaux de l'eurozone. Cela couvrirait un déficit budgétaire moyen de 8 à 9% du PIB de l'eurozone.

La BCE en proposant des eurobonds ne proposerait rien d'autre que des titres de dette auxquels peuvent souscrire des investisseurs publics ou privés (comme les compagnies d'assurance, les banques ou encore les fonds d'investissement). Ces titres permettent aux pays européens de la zone euro de financer leur déficit. Ces titres sont libellés en euros. Au lieu d'une garantie nationale qui caractérise une obligation nationale, les eurobonds bénéficient de la garantie européenne. Il s'agit d'emprunts émis en commun par les pays de la zone euro sur les marchés internationaux. Ce dispositif est particulièrement utile pour les pays très endettés (tableau 1) dont on sait qu'ils vont l'être encore davantage d'ici l'année prochaine.

Tableau 1 : Dette publique en % du PIB (3^{ème} tr. 2019 et estimations 2020, 2021)

Pays	2019*	2020	2021	Pays	Dette	2020	2021
Grèce	178,2	187,2	195,1	Espagne	97,9	107,4	114,1
Italie	137,3	145,6	149,1	Autriche	71,1	79,4	82,9
Portugal	120,5	127,6	129,5	Allemagne	61,2	66,7	67,9
France	100,5	109,7	115,9	Pays-Bas	49,3	55,5	57,6
Zone €	86,1	93,6	97,2	UE-27	79,5	86,7	90,1

Source : Eurostat, mars 2020 et April 2020 sur la base des data du World Economic

Outlook du FMI d'Avril 2020. * 3^è trimestre.

Bien que le niveau de la dette publique des pays de la zone euro suivait une tendance baissière avant la crise, le niveau atteint par certains pays reste inquiétant et c'est en raison de cette inquiétude que les bons élèves ne veulent pas entendre parler d'une mutualisation des dettes.

La mutualisation des dettes consiste à opter pour un financement commun des dettes publiques et marquerait une étape capitale dans les structures de gouvernance de l'eurozone vers le fédéralisme. Il ne s'agit pas pour un pays de la zone euro de rembourser la dette contractée par un autre pays. Seule, la faillite d'un pays membre de la zone obligerait les autres pays à se substituer à cette défaillance et c'est pour cela que des pays comme l'Allemagne, l'Autriche ou les Pays-Bas ont de sérieux doutes. S'il y avait une garantie que l'émission de titres en commun évite tout défaut de paiement, les points de vue se rapprocheraient probablement. Mais cette garantie n'est pas totale. Il convient toutefois de préciser qu'en l'absence d'une mutualisation des dettes, un défaut de paiement de l'un des pays membres reste toujours possible.

Un coronabond aurait sur certains points les mêmes caractéristiques qu'un eurobond et aurait pour objectif de financer les dépenses dues aux conséquences macroéconomiques du coronavirus. Il s'agirait d'une mesure temporaire, tout comme la mutualisation des dettes d'ailleurs, et en aucun cas, les titres émis ne seraient destinés à financer les déficits publics nationaux contractés par ailleurs. Il aurait comme atout pour les pays très endettés de pouvoir emprunter à un taux plus faible car la BCE

offre davantage de garanties tandis que les pays faiblement endettés subiraient un coût car ce même taux d'intérêt serait supérieur à celui obtenu en empruntant sur une base domestique.

Quels sont les atouts ou avantages du recours aux eurobonds ou aux coronabonds ?

Les atouts dépendent de la classe d'actifs de ces eurobonds ou coronabonds, de leurs termes, de leurs conditions et de leurs souscripteurs. En terme de classe d'actifs, la question est de savoir s'ils sont rattachés à des obligations vertes ou sociales liés à des objectifs d'investissement de long terme de l'UE, seulement esquissés dans le Green Deal (obligations vertes destinées à la lutte contre le changement climatique et la perte de biodiversité, obligations sociales pour des activités liées au changement démographique tel le financement de la grande dépendance voire demain à la prévention et à la lutte contre les prochaines épidémies.

Concernant les termes et conditions, un élément important est que ces eurobonds soient émis, non pas comme une solution permanente, mais ponctuelle dans le cas d'une crise systémique. Un second point important concerne les souscripteurs : ceux issus du secteur privé et internationaux voudront une modélisation de risques à buts lucratifs plutôt que de protéger les personnes victimes d'une pandémie. Or, en période de crise, on observe un ralentissement de l'ensemble du marché obligataire et une concentration sur la liquidité à court terme. De fait, privilégier les souscripteurs institutionnels (fonds de pension, compagnie d'assurance) et les épargnants européens permettrait de limiter les risques de perte de souveraineté et de fuite de capitaux en cas de nouvelle crise européenne majeure.

En somme, les atouts des « eurobonds » sont d'assurer des financements du bien commun à moindre risque et à moindre coût et d'accompagner l'effort mutuel des européens sur le long terme dans une situation de crise systémique. Ils donnent un signal fort de stabilité financière et reprennent l'idée d'un avenir commun et solidaire dans une Europe qui construit l'avenir.

Quels sont les risques liés aux coronabonds ?

Le risque associé aux coronabonds, tout du moins pour ceux qui les perçoivent comme risqués, est celui du « risque moral », un terme que les écono-

mistes associent à une situation dans laquelle un acteur, bénéficiant d'une forme de protection contre un risque quelconque, a tendance à moins se protéger, faisant ainsi augmenter la probabilité de son occurrence. Dans la zone euro, ce phénomène a pu être observé (mais son interprétation fait débat) dans la période qui a suivi l'introduction de la monnaie unique en 1999 :

- cette introduction a fait converger les taux d'emprunt appliqués à tous les pays membres de la zone euro, qu'il s'agisse d'emprunts publics ou privés.
- les marchés ont donc traité les débiteurs de la zone sur un pied d'égalité, anticipant qu'un défaut de paiement par l'un d'eux serait compensé par une aide provenant de ses partenaires.
- à partir de cette période les dettes (surtout privées) ont augmenté dans certains pays du sud de la zone euro (surtout en Grèce et au Portugal).
- ces pays se sont trouvés en grande difficulté pour absorber le choc économique de la crise américaine des « subprimes » qui s'est transformée en crise financière de la zone euro à partir de mai 2010 puis en crise économique et sociale.
- la gestion de cette crise a fait apparaître un profond désaccord entre pays du sud et du nord de la zone euro à propos du principe de mutualisation des dettes publiques (par émission d'eurobonds), les pays du Nord le refusant sur la base du « risque moral ».

Dans la situation présente, la proposition d'introduire des coronabonds fait resurgir le même débat, dans des conditions parfaitement comparables. De fait, l'Allemagne, les Pays-Bas, la Finlande et l'Autriche ont rejeté l'idée sur la base des mêmes arguments qu'il y a dix ans : pourquoi prendre le risque de mutualiser les dettes de la zone euro alors que ces pays peuvent déjà emprunter à taux très faibles (voire négatifs comme pour l'Allemagne) ?

Dans le cas des coronabonds, ce risque pourrait être grandement limité par deux éléments : 1/ Une restriction des capacités de financement à des dépenses en lien direct avec les impacts de la crise sanitaire. Le périmètre de restriction serait évidemment une composition cruciale des discussions entre pays concernés. 2/ Un mécanisme de contrôle des dépenses impliquées qui permettrait d'éviter les « fuites » et de rassurer les pays réfractaires au principe de mutualisation des dettes.

Par ailleurs, le refus des coronabonds ignore une dimension essentielle de la crise actuelle : lutter

contre les impacts de la pandémie relève de l'intérêt commun de tous les pays membres de la zone euro ; l'Allemagne a autant intérêt à voir l'Italie bien gérer la situation que l'Italie a intérêt à voir l'Allemagne faire de même (pour éviter par exemple une deuxième vague de la pandémie une fois les frontières à nouveau ouvertes). Au-delà du principe de solidarité européenne (qui est au cœur du débat sur les eurobonds), c'est une question de gestion rationnelle de la crise.

Un dernier point crucial doit être ajouté. La crise sanitaire actuelle est due à un choc exogène s'apparentant à une catastrophe naturelle dont personne n'est particulièrement responsable, contrairement aux chocs endogènes des crises financières et économiques, qui trouvent en général leur origine dans des mouvements de spéculation boursière ou immobilière. Les dépenses publiques qui vont en résulter ne sont pas non plus le fruit d'un dérapage incontrôlé des finances publiques de la part de gouvernements dispendieux, mais la conséquence économique inévitable de la nécessité de sacrifier une part énorme du PIB mondial de 2020 (de 5 à 10% selon les études disponibles), afin d'éviter les pires conséquences sanitaires de la crise. Cela non seulement plaide en faveur d'une solidarité européenne pour réaliser l'effort collectif nécessaire pour sortir de cette situation, mais signifie également que la dimension « risque moral » est très atténuée (voire absente) dans la situation présente : il ne peut (par définition) y avoir d'incitation à laisser se reproduire un risque de nature exogène.

***Laurent Baechler** est directeur du DHEEI filière globale du CIFE et rédacteur en chef de «L'Europe en formation».

***Arnaud Leconte** est titulaire d'un doctorat en finance et en économie. Ses principaux intérêts de recherche sont le climat et l'économie numérique et la gouvernance pour le développement durable. Il est actuellement directeur du Joint Master in Global Economic Governance and Public Affairs (GEGPA) organisé conjointement par l'Institut européen du CIFE et l'École de Gouvernement de l'Université de Rome LUISS Guido Carli.

***Jean-Claude Vérez** est économiste, maître de conférence habilité à diriger des recherches à l'Université d'Artois. Il enseigne à l'Institut Européen de Nice - European Institute – du CIFE depuis plusieurs années.