

LES CONSÉQUENCES FISCALES DU PROGRAMME D'ACHAT D'OBLIGATIONS DE LA BCE

PAUL DE GRAUWE*
YUEMEI JI**

Les conséquences fiscales du programme d'achat d'obligations d'État (OMT – opérations monétaires sur titres) annoncé en 2013 par la Banque centrale européenne (BCE) font régner une grande confusion. Celle-ci découle essentiellement du fait que les principes qui régissent la solvabilité des entreprises privées (y compris les banques) sont appliqués aux banques centrales. Cette confusion est si vive que le président de la Bundesbank s'est tourné vers la Cour constitutionnelle allemande en soutenant que le programme d'achat d'obligations de la BCE est illégal du fait qu'il obligerait les citoyens allemands à payer des impôts pour couvrir les pertes éventuelles de la BCE. Récemment, la Cour s'est prononcée à ce sujet. Elle considère que ce programme est illégal et a référé l'affaire à la Cour de Justice européenne. Dans cet article, nous nous intéressons aux conséquences fiscales de ce programme d'achat d'obligations d'État de la BCE. Les contribuables allemands craignent de devoir couvrir les pertes de la BCE. Nous allons démontrer que cette crainte repose sur une incompréhension des questions de solvabilité auxquelles sont confrontées les banques centrales. Nous allons également montrer que les contribuables allemands sont les principaux bénéficiaires d'un programme d'achat d'obligations de ce type.

47

* London School of Economics. Contact : P.C.De-Grauwe@lse.ac.uk.

** Brunel University, Londres.

L'article est divisé comme suit. Dans la première partie, nous comparons les contraintes de solvabilité des agents privés et de la banque centrale. La deuxième partie développe les conséquences fiscales de l'achat d'obligations, par la banque centrale, d'un État indépendant et la troisième partie s'intéresse au même sujet, mais dans le cas particulier de la banque centrale d'une union monétaire. Dans la quatrième partie, nous abordons le risque d'inflation découlant de l'achat d'obligations par la banque centrale. Enfin, dans la cinquième partie, nous présentons une analyse économétrique du changement de régime du multiplicateur monétaire au sein de la zone euro depuis le début de la crise financière.

LA SOLVABILITÉ DES BANQUES CENTRALES N'EST PAS IDENTIQUE À CELLE DES AGENTS PRIVÉS

Les entreprises privées sont considérées comme solvables lorsque leurs fonds propres sont positifs, c'est-à-dire lorsque la valeur de leurs actifs dépasse la valeur de l'encours de leur dette. La solvabilité d'une entreprise privée peut également être formulée en ces termes : le montant maximum de pertes qu'elle peut supporter à un moment donné. Une entreprise privée est donc considérée comme solvable quand ses pertes ne dépassent pas la valeur de ses fonds propres. Étant donné que sur un marché efficient, cette valeur correspond à la valeur actuelle des bénéfices futurs, nous parvenons à une contrainte de solvabilité stipulant que les pertes ne peuvent pas dépasser la valeur actuelle des bénéfices futurs anticipés.

Cette question devient problématique lorsque ces contraintes de solvabilité sont appliquées aux banques centrales. Certains sont arrivés à la conclusion que les pertes que la BCE (ou toute autre banque centrale) peut supporter ne doivent pas dépasser la valeur actuelle des revenus de seigneurage futurs anticipés ou qu'une banque centrale doit disposer de fonds propres positifs pour rester solvable (Stella, 1997 ; Bindseil *et al.*, 2004).

Ces contraintes de solvabilité ne doivent pas être appliquées à la banque centrale pour la simple raison que celle-ci ne peut pas se trouver en défaut de paiement. La banque centrale peut émettre autant de monnaie que nécessaire pour « rembourser ses créanciers », à savoir les détenteurs de monnaie¹. Un tel « remboursement » reviendrait simplement à convertir de l'« ancienne monnaie » en « nouvelle monnaie ». Contrairement aux engagements d'une entreprise privée, les engagements de la banque centrale ne constituent pas une créance sur ses actifs. C'était le cas avec l'étalon-or, la banque centrale promettant de convertir ses engagements en or à prix fixe. De la même façon, dans un système de change fixe, la banque centrale promet de convertir ses

engagements en devises étrangères à prix fixe. La BCE et les autres banques centrales qui appartiennent aujourd'hui à un système de change flottant ne font aucune promesse en ce sens. Par conséquent, la valeur des actifs de la banque centrale n'influe pas sur sa solvabilité. La seule promesse qu'elle fait dans un système de change flottant est que la monnaie sera convertible en un panier de biens et de services à prix (plus ou moins) fixe. En d'autres termes, elle promet de maintenir la stabilité des prix. Rien de plus.

Cela n'a donc aucun sens d'affirmer que la limite des pertes qu'une banque centrale peut subir à un moment donné est définie par la valeur actuelle des bénéfices futurs (seigneurage). Une telle limite n'existe pas. Elle peut enregistrer n'importe quel montant de pertes, à condition que ces pertes ne nuisent pas à sa promesse de préserver la stabilité des prix.

Il n'est pas non plus correct d'affirmer qu'elle doit maintenir des fonds propres positifs « pour rester solvable ». Elle n'a pas besoin de fonds propres. Par conséquent, l'affirmation que l'on entend parfois selon laquelle une banque centrale disposant de fonds propres négatifs doit être recapitalisée par l'État n'a pas de sens. En d'autres termes, la banque centrale (qui ne peut pas se trouver en défaut de paiement) n'a pas besoin du soutien de l'État (qui peut se trouver en défaut de paiement). Le seul soutien qu'elle attend de l'État est de pouvoir conserver son monopole d'émission de monnaie au sein du territoire gouverné par l'État. Dotée de ce pouvoir par l'État, elle est libérée de toute contrainte de solvabilité.

Appliquons maintenant ces premiers principes à la question des conséquences fiscales d'un programme d'achat d'obligations. Nous étudions tout d'abord la situation d'une banque centrale liée à un seul État. Nous analysons ensuite le cas d'une banque centrale liée à plusieurs États au sein d'une union monétaire.

LE CAS D'UN SEUL ÉTAT

Nous allons étudier le cas d'une banque centrale qui achète des obligations d'État sur le marché secondaire². En achetant des obligations d'État, elle transforme la nature de la dette publique. De dette publique assortie d'un taux d'intérêt et d'un risque de défaut, la dette devient un engagement monétaire de la banque centrale (base monétaire) sans risque de défaut, mais soumis au risque d'inflation (Corsetti et Dedola, 2013).

Afin de comprendre les conséquences fiscales de cette transformation, il est important de consolider la banque centrale et l'État (après tout, il s'agit de branches distinctes du secteur public). À la suite de

l'échange (transformation), la dette publique détenue par la banque centrale s'annule. Elle intègre l'actif d'une branche (la banque centrale) et le passif de l'autre branche (l'État). Par conséquent, elle disparaît. Si la banque centrale la conservait dans ses documents comptables, elle n'aurait plus de valeur économique. En réalité, la banque centrale pourrait abolir cette fiction et l'éliminer de son bilan. L'État pourrait alors la supprimer des chiffres de sa dette. En fait, elle a perdu sa valeur car elle a été remplacée par un nouveau type de dette (la monnaie). Pour une raison quelconque, elle est conservée dans les documents comptables de la banque centrale. Toutefois, il s'agit d'une fiction comptable. La banque centrale pourrait aussi bien la noter égale à zéro, sans aucune perte de substance.

Cela n'a donc aucun sens d'affirmer que la banque centrale subit une perte quand le prix de marché des obligations d'État chute. Si elle subissait une perte, celle-ci serait compensée par un gain équivalent pour l'État (dont la valeur de marché de la dette a chuté dans la même proportion). Le secteur public ne subit aucune perte.

50

Nous parvenons à une conclusion importante : quand la banque centrale acquiert des obligations d'État, une baisse de la valeur de marché de ces obligations n'a aucune conséquence fiscale parce que les pertes subies par une branche du secteur public (la banque centrale) sont compensées par des gains équivalents dans une autre branche du secteur public (l'État). Le contribuable n'a donc rien à payer.

Une autre façon d'envisager la situation est de s'intéresser aux flux de taux d'intérêt liés aux portefeuilles d'obligations. Par exemple, supposons que la banque centrale acquiert des obligations d'État à hauteur de 1 Md€. Ces obligations sont assorties d'un coupon de 4 %. Ainsi, la banque centrale qui conserve ces obligations sur son bilan reçoit chaque année 40 M€ de l'État. La pratique comptable consiste à enregistrer cette somme en tant que bénéfices de la banque centrale. À la fin de l'année, la banque centrale devra restituer ses bénéfices à l'État. En supposant que le coût marginal de la gestion de ce portefeuille d'obligations est nul, elle restitue 40 M€ à l'État.

Cette pratique comptable a conduit à l'idée que les revenus d'intérêts doivent être considérés comme des gains de seigneurage. Ce n'est pas le cas. Le secteur public ne réalise aucun bénéfice. Les bénéfices de la banque centrale sont exactement compensés par les pertes de l'État. Les deux branches pourraient abolir cette convention comptable car ces pertes et profits n'ont aucune substance économique.

La banque centrale pourrait donc bel et bien passer les obligations de l'État à la « déchiqueteuse ». Rien ne serait perdu. Elle cesserait de recevoir 40 M€ par an et de restituer chaque année 40 M€ à l'État.

Que se passe-t-il quand l'État se trouve en défaut de paiement sur ses obligations en circulation ? Cette situation entraîne bien entendu des pertes pour les détenteurs privés d'obligations. En revanche, ce défaut de paiement est immatériel pour les obligations qui figurent toujours sur les documents comptables de la banque centrale. Leur valeur est désormais égale à zéro, mais elles avaient déjà une valeur nulle avant le défaut de paiement. En termes de flux d'intérêts, après le défaut de paiement, la banque centrale cesse de recevoir des versements d'intérêts de l'État et, en parallèle, elle cesse de les restituer à l'État. Rien ne change dans le secteur public. Ainsi, les pertes subies par la banque centrale à cause du défaut de paiement n'ont aucune conséquence fiscale.

D'après la précédente analyse, il s'avère qu'il est également absurde d'affirmer que lorsqu'une banque centrale subit des pertes sur son portefeuille d'obligations, elle a besoin du soutien financier de l'État par le biais d'une recapitalisation. Cela n'a aucun sens car il s'agit de pertes purement comptables qui n'affectent pas la substance du secteur public, ni celle de la banque centrale.

Il s'ensuit également que la contrainte de solvabilité qui, selon certains économistes, doit être imposée à la banque centrale, à savoir que les pertes ne doivent pas dépasser la valeur actuelle des gains futurs de seignuriage, est dénuée de sens. En réalité, la banque centrale peut supporter une perte totale sur son portefeuille d'obligations.

Le seul problème qui se pose est de savoir si le défaut de paiement de l'État affectera la stabilité des prix. Si la banque centrale garde ses engagements (la base monétaire) sous contrôle, le défaut de paiement en lui-même n'entraînera pas une hausse de l'inflation. Cette hausse se produirait uniquement si l'État devait forcer la banque centrale à augmenter ses engagements monétaires, par exemple pour financer le déficit budgétaire actuel que l'État ne peut plus financer en émettant des obligations à la suite du défaut de paiement.

Certains affirment parfois que si la banque centrale n'a pas d'actifs (à cause du défaut de paiement de l'État), elle ne dispose plus d'instruments permettant de diminuer la masse monétaire. Ces instruments sont parfois nécessaires pour réduire les pressions inflationnistes. Cet argument ne tient pas la route. Une banque centrale qui manque d'actifs peut diminuer la masse monétaire de deux façons. D'une part, elle peut émettre des obligations assorties de coupons et les vendre sur le marché. Cela a pour effet de diminuer la liquidité (la base monétaire). D'autre part, elle peut relever le taux de réserves obligatoires. Par conséquent, le stock de liquidités existant est « désactivé », ce qui a le même effet qu'une diminution de la base monétaire.

LE CAS D'UNE UNION MONÉTAIRE

Au sein d'une union monétaire, l'analyse des conséquences fiscales d'un programme d'achat d'obligations est plus complexe que dans le cas d'un État indépendant, car une seule banque centrale est liée à n États différents, à savoir pour la zone euro que $n = 18$. Si nous pouvions consolider la BCE et les dix-huit États au sein d'un seul secteur public, cela reviendrait à l'analyse de la partie précédente. Mais cette consolidation n'est pas possible, étant donné que la zone euro n'est pas une union budgétaire. Par conséquent, un programme d'achat d'obligations entraînera des transferts entre les États membres participants.

Analysons ce problème en supposant que la BCE acquiert des obligations espagnoles à hauteur de 1 Md€. Supposons également que ces obligations sont assorties d'un coupon de 4 %. Les conséquences sont les suivantes. La BCE reçoit 40 M€ d'intérêts du Trésor espagnol. À la fin de l'année, elle va restituer ces 40 M€ aux banques centrales nationales (BCN) qui vont les transférer à leurs Trésors respectifs. Ces versements d'intérêts sont répartis selon la part de fonds propres de chaque BCN participante. Ainsi, la BCE va restituer 11,9 % des 40 M€ (4,50 M€) à la Banque d'Espagne. Le reste (35,50 M€) est pour les autres BCN. Le principal bénéficiaire est la Bundesbank allemande qui, avec une part de fonds propres de 27,1 %, reçoit 10,80 M€.

52

Ainsi, dans une union monétaire (et sans union budgétaire) un programme d'achat d'obligations entraîne des transferts budgétaires entre les États. Nous remarquons toutefois que, contrairement à une idée commune, en particulier en Allemagne, un tel programme entraîne un transfert annuel de l'État dont les obligations sont acquises par la BCE vers les États dont les obligations ne sont pas acquises.

Il faut noter que la BCE pourrait mettre en place un programme d'achat d'obligations évitant les transferts budgétaires en achetant des obligations de chaque État proportionnellement aux parts de fonds propres. Cette solution a en fait parfois été proposée. Mais tous les transferts ne seraient pas éliminés, étant donné que les taux d'intérêt sur les obligations d'État en circulation ne sont pas identiques. En réalité, les États ayant les plus forts taux d'intérêt seraient, dans ce programme d'achat d'obligations pondéré, des payeurs nets d'intérêts aux États ayant les taux d'intérêt les plus faibles.

On peut conclure qu'un programme d'achat d'obligations pondéré selon la part de fonds propres entraînerait un transfert budgétaire entre les États les plus faibles (débiteurs) et les États les plus forts (créanciers) au sein de l'Eurosystème.

On entend souvent les États créanciers dire qu'ils seraient perdants si l'un des États dont les obligations figurent au bilan de la BCE se

trouvait en défaut de paiement. Il s'agit d'une conclusion erronée. Revenons à notre exemple dans lequel la BCE a acquis des obligations espagnoles à hauteur de 1 Md€. Supposons maintenant que l'État espagnol se trouve en défaut de paiement sur ces obligations. L'effet est qu'il cesse de verser 40 M€ à la BCE. Par conséquent, celle-ci cesse de restituer ces revenus d'intérêts aux BCN. Ainsi, le contribuable allemand, par exemple, cesse de recevoir les bénéfiques annuels exceptionnels de 10,80 M€ qu'il recevait avant le défaut de paiement de l'État espagnol. En aucun cas, on ne peut conclure que le contribuable allemand et les autres contribuables paient l'addition du défaut de paiement de l'Espagne, sauf dans la mesure où ils ne peuvent plus compter sur les revenus d'intérêts annuels.

Il existe bien entendu la possibilité d'un « impôt prélevé par l'inflation ». Nous avons noté précédemment qu'au moment du programme d'achat d'obligations, les obligations assorties de coupons sont transformées en engagements monétaires de la BCE (la base monétaire). Cette transformation pourrait en soi engendrer de l'inflation et, par conséquent, un impôt prélevé par l'inflation qui serait supporté par tous les détenteurs d'euros. Cela pose la question de la quantité maximale d'obligations que peut acquérir la BCE sans faire augmenter l'inflation. Nous avons démontré plus tôt que le critère proposé dans la littérature n'est pas adéquat. Nous abordons ce sujet dans la partie suivante.

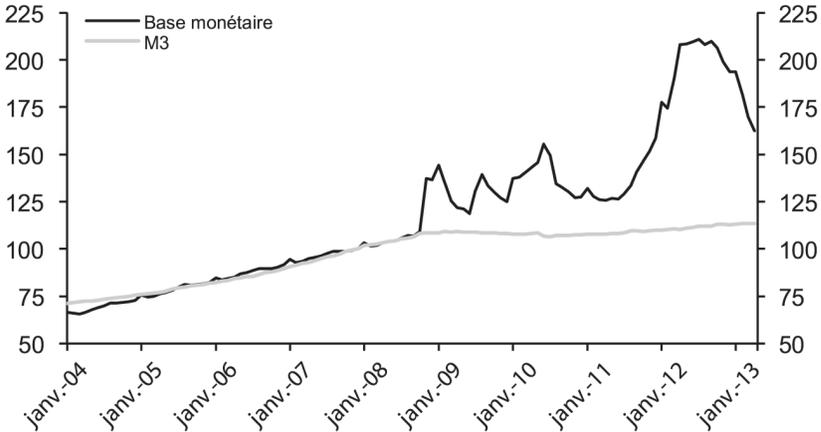
53

DE LA TAXATION EXPLICITE À L'IMPÔT PRÉLEVÉ PAR L'INFLATION

Toute opération d'*open market* impliquant l'achat d'obligations d'État crée un potentiel d'inflation du fait de l'augmentation de la base monétaire. La principale question que nous devons nous poser est la suivante : comment l'augmentation de la base monétaire se transmet-elle à la masse monétaire ? Car c'est cette dernière qui détermine l'inflation (et non la base monétaire en soi).

Dans le graphique 1 (*infra*), nous montrons l'évolution de la base monétaire et de la masse monétaire (M3) au sein de la zone euro depuis 2004. On remarque une différence frappante entre la période précédant la crise bancaire d'octobre 2008 et la période suivant cette crise. Avant cette date, les deux agrégats monétaires évoluaient simultanément, signe de la constance du multiplicateur monétaire (ratio entre la masse monétaire et la base monétaire). En d'autres termes, au cours de cette période, une augmentation de 1 % de la base monétaire entraînait une augmentation de la masse monétaire d'environ 1 %.

Graphique 1
Base monétaire et masse monétaire (M3) au sein de la zone euro
 (décembre 2007 = 100)



Source : base de données statistiques de la BCE.

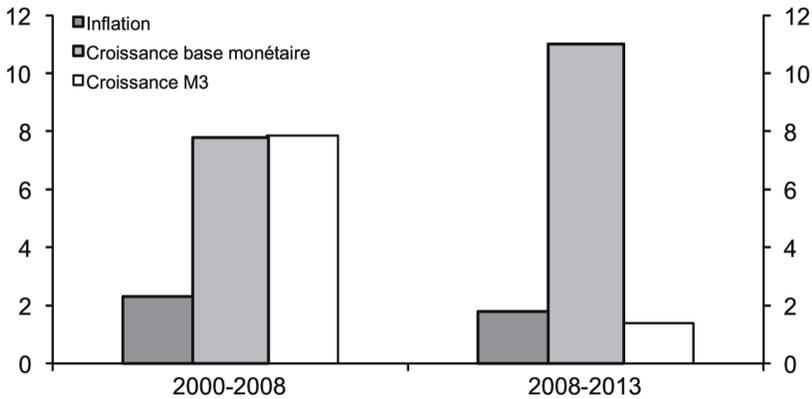
54

La situation est très différente pendant la crise. Nous observons que la relation entre la base monétaire et la masse monétaire se brise. Sur la période allant d'octobre 2008 à mai 2013, la base monétaire augmente de plus de 50 %, alors que la masse monétaire augmente seulement de 7 %. Cela indique que le multiplicateur monétaire a chuté de façon spectaculaire (cf. la partie suivante où nous apportons quelques preuves économétriques). Cette forte baisse du multiplicateur monétaire est directement liée à la trappe à liquidité (Krugman, 2010). Les banques, qui accumulent des réserves en raison des injections de liquidités de la BCE, thésaurisent ces réserves. Leur degré d'aversion au risque est tel qu'elles n'utilisent pas leurs réserves de liquidités pour développer le crédit bancaire. Par conséquent, la masse monétaire (M3) n'augmente pas.

Le graphique 2 (ci-contre) est également instructif. Il montre le taux d'inflation annuel moyen et les taux de croissance annuels moyens de la base monétaire et de la masse monétaire avant et après la crise bancaire de 2008. Avant 2008, les deux agrégats monétaires augmentent pratiquement au même rythme et le taux d'inflation annuel moyen s'élève à 2,3 %. Depuis 2008, les taux de croissance des agrégats monétaires divergent radicalement. La base monétaire augmente au taux annuel de 11 %, alors que le taux de croissance de la masse monétaire s'effondre à moins de 2 %. Au cours de la même période, l'inflation chute à moins de 2 %. Ainsi, l'expansion massive de la base monétaire au cours de la crise a coïncidé avec une forte chute du taux

de croissance de la masse monétaire (M3) et avec une baisse de l'inflation. Selon nous, la forte hausse de la base monétaire a permis de réduire les pressions déflationnistes au sein de l'économie, plutôt que d'être une source d'inflation³.

Graphique 2
Inflation, croissance de la base monétaire et de M3
(taux de croissance annuels moyens)



Source : base de données statistiques de la BCE.

L'analyse précédente nous renseigne sur les limites d'un programme d'achat d'obligations. Ces limites dépendent du contexte économique et financier, à savoir de l'existence d'une trappe à liquidité. En temps normal, si une augmentation de la base monétaire entraîne une augmentation proportionnelle de la masse monétaire, la taille du programme d'achat d'obligations est fortement limitée. Si l'objectif d'augmentation de la masse monétaire est de 4,5 % (comme c'est le cas au sein de la zone euro où l'objectif de 4,5 % est censé entraîner une inflation de 2 % au maximum), la base monétaire ne doit pas augmenter de plus de 4,5 % par an. Étant donné qu'avant la crise, le bilan de la BCE s'élevait approximativement à 1 000 Md€, un programme d'achat d'obligations est donc limité en temps normal à environ 45 Md€ par an.

La situation a radicalement changé depuis le début de la crise bancaire. Pendant la crise, période caractérisée par une trappe à liquidité, la quantité maximale de base monétaire pouvant être créée sans déclencher de pressions inflationnistes est bien plus élevée. Cette quantité dépend du multiplicateur monétaire. Nous évaluons la taille du multiplicateur dans la partie suivante.

*MULTIPLICATEUR MONÉTAIRE : RELATION ENTRE
LA BASE MONÉTAIRE ET LA MASSE MONÉTAIRE (M3)*

Dans cette partie, nous analysons les relations entre la base monétaire et la masse monétaire (M3) d'un point de vue économétrique. Nous utilisons pour ces deux agrégats monétaires les données de mars 2004 à avril 2013⁴. Comme nous l'avons montré dans la partie précédente, en période de crise, la relation entre la base monétaire et la masse monétaire semble inhabituelle. En vue d'identifier une rupture structurelle, nous avons effectué un test de Chow. Celui-ci confirme l'existence d'une rupture structurelle entre la période précédant la crise (avant 2008) et la période de crise.

Nous avons tout d'abord procédé à des tests de racine unitaire. Le tableau 1 montre que les niveaux de la base monétaire et de la masse monétaire sont non stationnaires au cours des deux périodes. Les différences premières de ces variables sont en revanche stationnaires. Nous avons ensuite procédé à un test de cointégration et découvert qu'au cours de la période précédant la crise, il existe une relation de cointégration qui indique la présence d'une relation stable à long terme entre la base monétaire et la masse monétaire. En revanche, nous n'avons trouvé aucune relation de cointégration au cours de la période suivant la crise, indiquant l'absence d'une relation stable entre la base monétaire et la masse monétaire. Cela confirme l'impression visuelle qui se dégage du graphique 1 (*supra*).

56

Tableau 1
Test de racine unitaire de Dickey-Fuller augmenté (valeur p)
Hypothèse nulle : la variable a une racine unitaire

	Avant la crise		Pendant la crise	
	ln(M3)	ln(base monétaire)	ln(M3)	ln(base monétaire)
Niveau	0,999	0,181	0,927	0,359
	Non-rejet de la racine unitaire			
Différence première	0,000	0,000	0,000	0,000
	Rejet de la racine unitaire			

Sources : auteurs ; BCE.

Étant donné que la base monétaire et la masse monétaire sont cointégrées au cours de la période précédant la crise, nous avons estimé un modèle à correction d'erreurs pour cette période. Le résultat est présenté dans le tableau 2 (ci-contre). La relation de cointégration nous permet de retrouver le multiplicateur monétaire à long terme (en

logarithme). Le multiplicateur monétaire est d'environ 0,85, ce qui signifie qu'une augmentation de 1 % de la base monétaire est associée à une augmentation de 0,85 % de M3.

Tableau 2
Relation entre ln(M3) et ln(base monétaire)
avant la crise (mars 2004-août 2008)

Relation à long terme : variable dépendante ln(M3)	
	Coefficient (écart type)
ln(base monétaire)	0,849 (0,020)
R-carré ajusté	0,971
Test de cointégration	Test de Dickey-Fuller augmenté : valeur $p = 0,009$ Rejet de la racine unitaire dans les résidus → cointégration
Relation à court terme : variable dépendante $\Delta \ln(M3)$	
	Coefficient (écart type)
$\Delta \ln(\text{base monétaire})$	0,066 (0,044)
Résidus (-1)	-0,049 (0,023)
R-carré ajusté	0,062

Sources : auteurs ; BCE.

57

Étant donné que la base monétaire et la masse monétaire ne sont pas intégrées au cours de la crise, nous estimons le modèle en différences premières. Les résultats sont présentés dans le tableau 3 (*infra*). Le coefficient (de variation) de la base monétaire n'est pas significativement différent de zéro. Ainsi, il n'y a non seulement aucune relation à long terme entre la base monétaire et la masse monétaire pendant la crise, mais aussi aucun effet à court terme des variations de la base monétaire sur la masse monétaire. Cela implique une rupture du mécanisme du multiplicateur monétaire pendant la crise, celui-ci étant proche de zéro.

De cette analyse économétrique, il est possible de tirer quelques conclusions sur les limites devant être imposées aux programmes d'achat d'obligations de la BCE. Tout d'abord, notre analyse économétrique confirme ce que nous avons démontré dans les parties précédentes. Cette limite dépend du contexte financier et économique. En temps normal (la période avant 2008), il existe un lien étroit entre la base monétaire et la masse monétaire. Notre multiplicateur monétaire estimé (logarithme) de 0,85 indique qu'une augmentation de 1 % de la base monétaire entraîne une augmentation de 0,85 % de M3. Si pour maintenir l'inflation sous 2 %, la BCE souhaite conserver le taux de croissance de M3 sous 4,5 %, cela implique qu'un programme d'achat

d'obligations ne peut pas dépasser 5,3 % de la base monétaire sur une base annuelle. Mais, dans un contexte normal, un programme d'achat d'obligations est peu utile.

Tableau 3
Relation entre $\ln(M3)$ et $\ln(\text{base monétaire})$
pendant la crise (septembre 2008-avril 2013)

Relation à long terme : variable dépendante $\ln(M3)$	
	ND
Test de cointégration	Test de Dickey-Fuller augmenté : valeur $p = 0,624$ Non-rejet de la racine unitaire dans les résidus → non-cointégration
Relation à court terme : variable dépendante $\Delta\ln(M3)$	
	Coefficient (écart type)
$\Delta\ln(\text{base monétaire})$	-0,008 (0,010)
R-carré ajusté	0,211

ND = non disponible.

Sources : auteurs ; BCE.

58

La situation est très différente dans la période de crise que traverse la zone euro depuis 2008. Nous avons montré qu'en raison de l'existence d'une trappe à liquidité, le multiplicateur a chuté à zéro au cours de cette période. Ainsi, la taille du programme d'achat d'obligations n'est pas limitée, c'est-à-dire que la BCE peut acquérir n'importe quelle quantité d'obligations d'État sans compromettre la stabilité des prix tant que la crise se prolonge. En outre, les contribuables de la zone euro n'auront à supporter aucun coût découlant du programme d'achat d'obligations.

CONCLUSION

Il existe une idée très répandue selon laquelle le programme d'achat d'obligations d'État annoncé par la BCE pourrait imposer de nouvelles charges fiscales aux États, en particulier à l'Allemagne.

Cette idée est si ancrée que le président de la Bundesbank s'est senti obligé de se tourner vers la Cour constitutionnelle allemande. Celle-ci est arrivée à la conclusion préliminaire que les OMT sont illégales en vertu du droit européen. La Cour de Justice européenne devra trancher l'affaire. Nous avons montré que cette idée repose sur une application erronée des principes de solvabilité valables pour les agents privés, mais pas pour les banques centrales. Nous avons également démontré que la vérité est parfaitement contraire, à savoir qu'avec la mise en œuvre des

OMT, les contribuables des États créanciers, notamment allemands, bénéficieront de recettes fiscales et n'auront pas à payer la note comme on le croit généralement aujourd'hui en Allemagne.

Nous avons ensuite évalué dans quelle mesure un programme d'achat d'obligations est compatible avec la stabilité des prix. Il s'avère que cette estimation dépend principalement de la situation de la zone euro vis-à-vis de la trappe à liquidité. Aussi longtemps que la zone euro se trouve dans une trappe à liquidité, avec pour effet d'avoir fait chuter le multiplicateur monétaire à zéro, la quantité d'obligations d'État que la BCE peut acquérir sans déclencher l'inflation n'est donc pas limitée.

NOTES

1. Nous partons ici du principe que la banque centrale ne détient pas d'engagements libellés en devises étrangères. Dans ce cas, elle peut être poussée à faire défaut sur ces engagements libellés en devises étrangères car elle peut uniquement émettre des engagements libellés en monnaie locale (Butier, 2008).
2. Nous n'abordons donc pas le financement monétaire direct des déficits budgétaires des États.
3. Voir Friedman et Schwartz (1961) pour une analyse de la Grande Dépression aux États-Unis. Ces auteurs ont affirmé qu'à l'époque, la Federal Reserve (Fed) américaine n'est pas parvenue à augmenter suffisamment la base monétaire pour contrer les pressions déflationnistes. Par conséquent, la masse monétaire américaine a en réalité diminué, renforçant la déflation.
4. Avant 2004, la relation entre la base monétaire et M3 n'était pas stable en raison de l'introduction des billets en euro et du remplacement des monnaies nationales. Par conséquent, nous n'utilisons pas ces données antérieures dans l'analyse.

BIBLIOGRAPHIE

- BINDSEIL U., MANZANARES A. et WELLER A. (2004), « The Role of Central Bank Capital Revisited », European Central Bank, *Working Paper Series*, n° 392, septembre.
- BUITER W. (2008), « Can Central Banks Go Broke? », Centre for Economic Policy Research, *Policy Insights*, n° 24.
- CORSETTI G. et DEDOLA L. (2013), « Is the Euro a Foreign Currency to Member States? », 5 juin, www.voxeu.org/article/euro-foreign-currency-member-statues.
- FRIEDMAN M. et SCHWARTZ A. (1961), *A Monetary History of the United States*, Princeton University Press.
- KRUGMAN P. (2010), « Debt Deleveraging and the Liquidity Trap », *VoxEU*, www.voxeu.org/article/debt-deleveraging-and-liquidity-trap-new-model.
- PRINGLE R. (2003), « Why Central Banks Need Capital », *Central Banking Journal*, août.
- STELLA P. (1997), « Do Central Banks Need Capital? », International Monetary Fund, *Working Paper*, n° 83.

