

139/140

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

REVUE TRIMESTRIELLE
DE L'ASSOCIATION D'ÉCONOMIE
FINANCIÈRE, N° 139/140
3^e et 4^e TRIMESTRES 2020

NUMÉRO
SPÉCIAL

L'ÉCONOMIE, LA FINANCE
ET L'ASSURANCE
APRÈS LA COVID-19

Risques
Les cahiers de l'assurance

ASSOCIATION D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901, déclarée le 11 mai 1987 (J.O. du 3 juin 1987)

Siège social : 56, rue de Lille, 75007 Paris.

MEMBRES

Membres : Agence française de développement, Association française de la gestion financière, Amundi, Autorité des marchés financiers, Autorité des normes comptables, Autorité marocaine du marché des capitaux, Axa, Banque de France, Banque Delubac & Cie, Banque européenne d'investissement, Barclays, BlackRock, BNP Paribas, Bouygues, Bredin Prat, Candriam, Citi, CNP Assurances, Covea, Crédit Agricole, Crédit Mutuel, Deutsche bank, Direction générale du Trésor, Fédération bancaire française, Goldman Sachs Paris Inc. & Cie, Groupe Caisse des Dépôts, HSBC, Idinvest, Kepler Corporate Finance, La Banque Postale, Lazard Frères, Morgan Stanley, Natixis, Paris Europlace, Scor, Société Générale, UniCredit.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Président : Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

Membres de droit : Autorité des marchés financiers, Banque de France,
Direction générale du Trésor, Groupe Caisse des Dépôts.

Membres administrateurs : Amundi, Association française de la gestion financière, Axa, Bouygues, Bredin Prat, Covea, Fédération bancaire française, HSBC, La Banque Postale, Morgan Stanley.

Délégué général de l'Association : Sylvain de Forges

Trésorier de l'Association : Olivier Bailly

CONSEIL D'ORIENTATION

Présidents d'honneur

Jean-Claude Trichet, Christian Noyer

Président : François Villeroy de Galhau, *Gouverneur, Banque de France*

Jean-Pascal Beaufret, *Managing director, Goldman Sachs Paris*

Afif Chelbi, *Président honoraire, Conseil d'analyses économiques tunisien*

Benoît Cœuré, *Member of the Executive Board, Banque centrale européenne*

Ambroise Fayolle, *Vice-Président, Banque européenne d'investissement*

Bernard Gainnier, *Président, PwC France*

Antoine Gosset-Grainville, *Avocat à la Cour, BDGS Associés*

Olivier Guersent, *Directeur général, COMP-UE*

Nezha Hayat, *Présidente, Autorité marocaine du marché des capitaux*

Hans-Helmut Kotz, *CFS, Université Goethe, Francfort*

Eric Lombard, *Directeur général, Groupe Caisse des Dépôts*

Pascal Grangé, *Directeur financier, Bouygues*

Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

Alain Papiasse, *Chairman CIB, BNP Paribas*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique REF ; Professeur émérite, Paris 8*

Patricia Plas, *Directrice des Affaires publiques et des Relations institutionnelles, Axa*

Emmanuel Moulin, *Directeur général, Direction générale du Trésor*

Rémy Rioux, *Directeur général, Agence française de développement*

Patrick Soulard, *Directeur général, Unicredit*

Augustin de Romanet, *Président, Paris Europlace*

Jean-Luc Tavernier, *Directeur général, Insee*

Didier Valet, *Vice-Président Industrie, Institut Louis Bachelier*

Claire Waysand, *Directrice générale adjointe, Engie*

Les membres du Conseil d'administration sont invités à participer au Conseil d'orientation.

LES BANQUES CENTRALES PENDANT ET APRÈS LA PANDÉMIE DE COVID-19

Benoît Cœuré (1)

Chef du pôle d'innovation, Banque des règlements internationaux

Ancien membre du directoire, Banque centrale européenne

■ Les réactions monétaires à la crise de la Covid-19 et à la grande crise financière ont différé de trois manières importantes. Les banques centrales ont puisé dans les outils hérités de la crise précédente et inventé des instruments nouveaux pour combattre le risque de dislocation du système financier. La complémentarité nouvelle entre politiques monétaire et budgétaire a créé de nouvelles marges de manœuvre macroéconomiques, y compris dans les économies émergentes. Et la FED et la BCE ont pris en compte la nature mondiale de la crise et alimenté la liquidité internationale en dollar et en euro. Y aura-t-il une « politique monétaire d'après-Covid » ? Cela pose trois questions plus fondamentales. En les éloignant encore plus de leurs objectifs, la crise obligera-t-elle les banques centrales à repenser leurs stratégies ? Le « mariage de raison » actuel entre politiques monétaire et budgétaire va-t-il subordonner les banques centrales aux impératifs budgétaires ? Et la pandémie risque-t-elle d'aviver l'ambivalence de l'opinion face aux banques centrales, en accroissant l'inconfort vis-à-vis de leur pouvoir et de leur indépendance tout en créant de nouvelles attentes à leur égard ?

Au printemps 2020, douze ans après la grande crise financière et dix ans après la crise de la zone euro, la pandémie de la Covid-19 projetait à nouveau les banques centrales dans une crise de grande ampleur. Une nouvelle fois, les institutions monétaires se retrouvaient en première ligne pour rétablir la confiance des acteurs et soutenir les économies. Leurs interventions ont été à la mesure d'une crise d'une nature et d'une

■ **CENTRAL BANKS DURING AND AFTER THE COVID-19 PANDEMIC**

Monetary responses to the Covid-19 crisis and the Great Financial Crisis have differed in three important ways. Central banks have drawn on tools inherited from the previous crisis and invented new instruments to combat risks of financial system dislocation. The newfound complementarity between monetary and fiscal policies has created new policy space, including in emerging market economies. And both the FED and the ECB have acknowledged the global nature of the crisis and provided international liquidity in dollars and euros. Will there be a "post-Covid monetary policy"? This raises three fundamental questions. By making their goals even more elusive, will the crisis force central banks to rethink their strategies? Will the current "marriage of convenience" between monetary and fiscal policies subordinate central banks to fiscal imperatives? And does the pandemic risk fuelling public ambivalence towards central banks, increasing discomfort with their power and independence while raising expectations of additional action?

ampleur inédites. Comme l'a écrit John Kenneth Galbraith, « l'ennemie de la sagesse conventionnelle n'est pas les idées, mais la marche des événements » [Lagarde, 2020b].

Dans la première partie de cet article, j'identifierai trois différences entre les réactions des banques centrales à la pandémie de 2020 et à la grande crise financière de 2007-2008 : leur champ d'intervention,

la complémentarité entre leurs actions et celles des gouvernements, et la prise en compte de la nature mondiale de la crise.

Dans la seconde partie de l'article, j'esquisserai trois questions pour la politique monétaire de l'après-pandémie. La première question porte sur la manière dont la pandémie influencera les revues stratégiques des banques centrales engagées avant la crise. La deuxième question traite de l'interaction entre les politiques monétaire et budgétaire. La troisième question aborde l'extension du champ d'intervention des banques centrales et leur indépendance.

Trois différences entre la pandémie et la grande crise financière

■ Des interventions monétaires sans précédent par leur ampleur et leur diversité

En mars 2020, quand le monde prit conscience de la gravité de la pandémie et quand les premiers confinements furent décidés, il n'allait pas de soi que les banques centrales devaient monter en première ligne. Cette crise était très différente des précédentes. Certes les confinements faisaient s'effondrer la demande des ménages et des entreprises, mais c'était la réaction contrainte à un effondrement de l'offre. Il était tentant pour les banquiers centraux de conclure que la réponse à ce choc d'offre n'était pas de leur ressort. On décela d'ailleurs un certain flottement dans leurs premières déclarations.

Ils se ravisèrent vite. La baisse de la demande n'était pas à l'origine de la crise, mais elle était bien là, amplifiée par une incertitude sans précédent sur les perspectives économiques, et mettait en danger les objectifs d'inflation. En témoigne l'évolution des anticipations d'inflation entre le quatrième trimestre 2019 et le

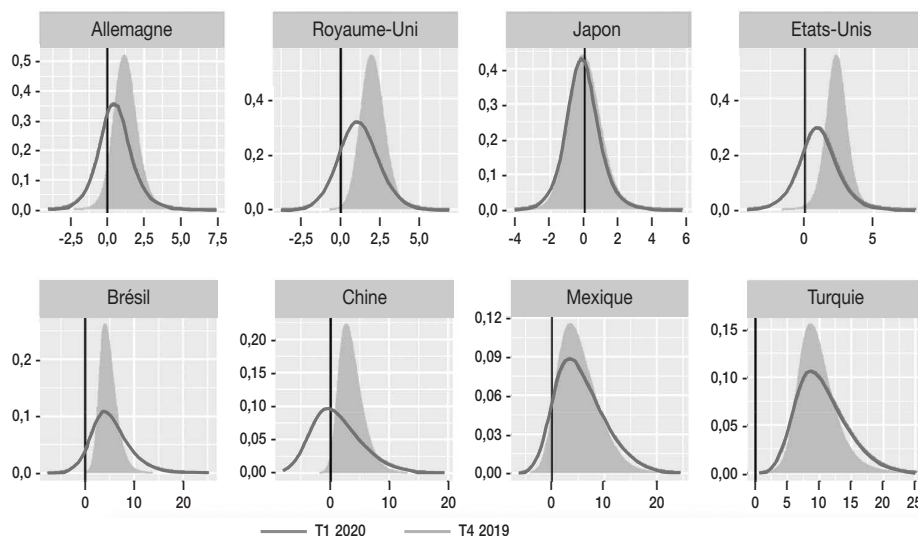
premier trimestre 2020, représentée sur le graphique 1 p. 260 [Banerjee *et al.*, 2020]. L'incertitude a augmenté partout : la distribution des probabilités d'inflation au premier trimestre 2020, est plus « plate » que celle de la fin 2019. Dans les économies avancées, la probabilité de déflation s'est accrue – la distribution s'est déplacée vers la gauche. Dans les économies émergentes, les scénarios de déflation comme de forte inflation sont devenus plus probables – les extrémités de la distribution sont devenues plus épaisses.

Autre conséquence de ce « choc d'incertitude », les marchés financiers se retrouvèrent plongés dans le brouillard, incapables de faire jouer les mécanismes usuels de découverte des prix. La liquidité se tarit rapidement sur des segments de marché indispensables au bon fonctionnement de l'économie mondiale, comme celui des bons du Trésor américains.

Or l'expérience de 2007-2008 a montré que dans de telles circonstances une intervention « chirurgicale » des banques centrales est nécessaire pour maintenir les marchés ouverts et assurer le financement des entreprises et des ménages. En effet, l'illiquidité des marchés menace la liquidité des institutions financières et risque de les forcer à vendre leurs actifs au rabais, amplifiant la baisse des prix. Par ailleurs, le système financier a changé depuis 2008 [Quarles, 2020]. La part des banques commerciales dans la gestion de l'épargne des ménages et des entreprises et dans le financement de l'économie a régressé au profit d'intermédiaires financiers non bancaires comme les gestionnaires d'actifs, les fonds de pension ou les fonds d'investissement, ce que l'on appelait autrefois la « finance de l'ombre ». Cela force les banques centrales à accorder plus d'attention au fonctionnement des marchés financiers et à intervenir si nécessaire, bref à n'être plus seulement « prêteuses en dernier ressort », mais aussi « teneuses de marché en dernier ressort ».

Une fois compris ces risques, les banquiers centraux des économies développées ont retroussé leurs manches et ouvert grand la boîte à outils héritée de la grande crise financière. Baisse des taux d'intérêt directeurs, injections de liquidité dans les banques et achats

Graphique 1 - La pandémie comme « choc d'incertitude » : distribution des prévisions d'inflation au 4^e trimestre 2019 et au 1^{er} trimestre 2020 dans les grandes économies avancées et émergentes



Note : les courbes représentent la densité de probabilité de l'inflation anticipée à un horizon de quatre trimestres, estimée à l'aide d'un modèle reliant l'inflation à l'activité économique, au taux de change, au prix du pétrole et à la volatilité du rendement des actions.

Source : Banerjee *et al.* [2020].

d'obligations publiques et privées (« assouplissement quantitatif ») ont été déployés plus rapidement qu'en 2008. On voit sur le graphique 2 (p. 261) que le bilan de la Federal Reserve (FED) a augmenté de l'équivalent de 15 points du PIB des États-Unis entre mars et juin 2020 et a continué à croître après cette date, à comparer avec une augmentation totale de 9 points de PIB en 2008-2010.

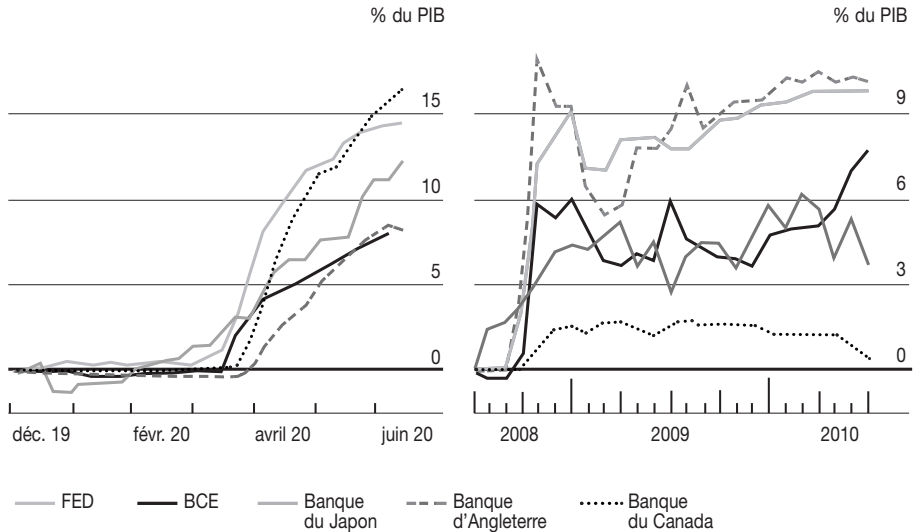
La FED et la Banque d'Angleterre ont abaissé leurs taux d'intérêt directeurs et réactivé des programmes d'assouplissement quantitatif qu'elles avaient mis en sommeil ou commencé à réduire. La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon ont accru très significativement la taille de leurs achats d'actifs (2).

Seul tabou : les taux négatifs. La BCE n'a pas abaissé la rémunération de sa facilité de dépôt, réduite à -0,50 % en septembre 2019. La Banque d'Angleterre et la FED n'ont pas franchi le pas des taux négatifs. Il

faut sans doute voir dans cette résistance le succès de la thèse popularisée par les grandes banques d'un impact négatif des taux d'intérêt négatifs sur l'offre de crédit à l'économie. Pourtant, s'il existe sans doute une limite à l'efficacité des taux négatifs (3), les études de la BCE montrent qu'elle n'est pas atteinte [Boucinha et Burlon, 2020].

Au-delà de la boîte à outils héritée de la crise, que l'on hésite à appeler encore « non conventionnelle », les banques centrales ont créé des instruments nouveaux pour combattre le risque de dislocation des marchés financiers. La FED a acheté pour la première fois des obligations municipales et des obligations d'entreprise. La BCE a acheté des billets de trésorerie émis par des entreprises non financières et facilité le nantissement par les banques de leurs prêts aux petites et moyennes entreprises. Les deux banques centrales ont fourni plus généreusement des liquidités aux banques centrales étrangères, comme on le verra plus loin.

Graphique 2 - Evolution de la taille du bilan des banques centrales en 2008-2010 et en 2020



Source : BRI [2020, graphique II.1].

Les décisions de politique monétaire ont été complétées par des décisions prudentielles permettant aux banques commerciales de réduire certains coussins de capital réglementaires pour maintenir leurs prêts à l'économie [Ehrentraud et Zamil, 2020]. Au total, la politique monétaire par temps de Covid-19 se caractérise par une ampleur et une diversité inédites. C'est la première différence avec la grande crise financière.

Pour reprendre l'expression du directeur général de la Banque des règlements internationaux (BRI), face à un choc de grande ampleur et qui risquait de disloquer économie réelle et marchés financiers, les banques centrales ont dû « pomper l'argent jusqu'au bout du tuyau » pour qu'il atteigne tous les agents économiques ⁽⁴⁾. Cet objectif n'est pas nouveau : le mot d'ordre de la BCE pendant la crise de la zone euro, « réparer les canaux de transmission de la politique monétaire », ne signifiait pas autre chose, mais il unit désormais toutes les banques centrales.

■ Une forte complémentarité avec la politique budgétaire

C'est la deuxième nouveauté de cette crise. La réponse des gouvernements a été rapide et massive : 11 700 Md\$ ou 12 % du PIB mondial selon l'estimation du Fonds monétaire international (FMI) en septembre 2020, dont la moitié sous forme de dépenses supplémentaires, de baisses d'impôt et de reports de charge et l'autre moitié sous forme de garanties et de prises de participation. En Europe, les interventions nationales ont été complétées par un accord de principe sur des instruments de relance européens ⁽⁵⁾.

La complémentarité entre politiques monétaire et budgétaire joue dans les deux sens. La réponse monétaire a été facilitée par les garanties accordées par les Etats européens aux prêts d'urgence des banques aux entreprises et par le soutien budgétaire au revenu des ménages. La réponse budgétaire a été facilitée par les

achats de titres d'Etat par les banques centrales et leur engagement de maintenir les taux d'intérêt durablement bas. Entre février et septembre 2020, la BCE a acheté 71 % des titres émis par les Etats de la zone euro et la FED a acheté 57 % des émissions du Trésor américain (cf. graphique 3, côté droit). La charge d'intérêt sur la dette publique est passée en moyenne de plus de 3 % du PIB à environ 2 % du PIB entre 2001 et 2020 et continuera de baisser avec le renouvellement progressif du stock de dette.

La perspective de taux d'intérêt durablement bas et inférieurs aux taux de croissance des économies a des raisons structurelles autant que monétaires : ralentissement de la productivité, vieillissement des populations, appétit pour les actifs financiers sans risque. Elle a libéré la politique budgétaire en modifiant durablement les conditions de viabilité de la dette publique (6). Combien de temps durera cette situation, où le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance, est une autre question que je poserai dans la deuxième partie de cet article.

C'est une autre différence importante entre la crise de la Covid-19 et la grande crise financière. A l'issue de cette dernière, le stimulus monétaire dans les économies développées avait été rapidement

contrarié par le resserrement de la politique budgétaire (7). En 2020, la leçon a pour l'instant été comprise. La pandémie a vu les banques centrales et les Etats accroître mutuellement leurs marges de manœuvre (8). Je reviendrai dans la deuxième partie de cet article sur les conséquences de cette expérience.

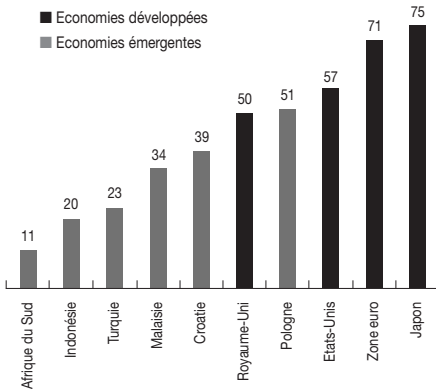
■ Une crise d'emblée mondiale

Certes la grande crise financière avait été l'occasion de renforcer le G20 et de prendre des engagements forts en matière de régulation financière. Certes le FMI, la Banque mondiale et les autres banques de développement avaient déployé des moyens importants pour soutenir le monde en développement. Mais le choc était profondément asymétrique, né dans les systèmes financiers des pays développés, et si les banques centrales de ces pays s'étaient plutôt bien coordonnées entre elles, elles n'étaient pas ou peu venues en aide aux pays émergents. Après 2008, la FED et la BCE ont accordé avec parcimonie leurs lignes de liquidité (sous forme d'échanges de devises – *swaps* – ou de prêts sécurisés par des titres – *repos*) en dollars et en euros (9). Les grandes banques centrales se sont abritées derrière le mandat donné par leurs parlements nationaux, rappelant que la stabilité financière internationale relevait du FMI.

Cet isolationnisme monétaire a été contesté, à tel point que le gouverneur de la Banque de réserve indienne a dénoncé un « apartheid virtuel » [Douglas, 2017]. Le dollar est la devise dominante du système monétaire et financier international, qui irrigue toutes les économies émergentes. Un tarissement de la liquidité en dollar durcit les conditions financières dans ces économies et amplifie le ralentissement mondial.

En 2020, le choc de la Covid-19 est symétrique et frappe de plein fouet les économies émergentes. La FED et la BCE ont substantiellement infléchi leur doctrine d'assistance de liquidité. La FED a accordé des lignes de *swap* et de *repo* à vingt et une banques centrales, prêtant jusqu'à 449 Md\$ à la fin de mai 2020 [Aldasoro *et al.*, 2020]. La BCE a adopté une approche plus régionale (cf. graphique 4 p. 263), accordant

Graphique 3 - Achats de titres de dette publique par les banques centrales, en % de la dette émise entre février et septembre 2020



Source : FMI [2020, p. 2].

des swaps en euro aux banques centrales membres du mécanisme de taux de change européen (Bulgarie, Croatie et Danemark) et mettant en place une fenêtre de *repo* pour les autres.

Les banques centrales des économies émergentes ont également innové. Traditionnellement, leurs marges de manœuvre étaient contraintes par le « péché originel » que constitue l'endettement extérieur de leurs économies dans une devise étrangère, le dollar [Hofman *et al.*, 2020]. A chaque flambée d'incertitude mondiale, le risque de fuite des capitaux forçait les pays émergents à resserrer leur politique monétaire plus que ce que la situation locale aurait justifié, pour éviter une dépréciation de leur devise qui alourdirait encore plus leur endettement extérieur.

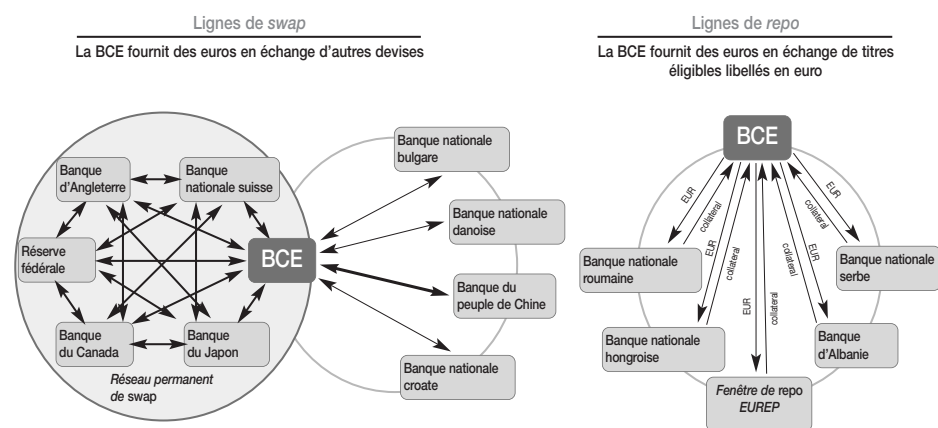
Or, en 2020, de nombreux pays émergents ont pu s'affranchir du « péché originel » et assouplir leur politique monétaire [Aguilar et Cantú, 2020]. En partie par vertu : dans plusieurs de ces pays, les anticipations d'inflation étaient bien ancrées, donnant des marges de manœuvre à la banque centrale. En partie par chance : du fait de l'assouplissement sans précédent de la politique monétaire américaine, le dollar n'a pas joué dans cette crise son rôle traditionnel de

valeur refuge, limitant la pression à la baisse sur les devises émergentes. En partie grâce à un *policy-mix* innovant : les banques centrales de ces pays ont adopté pour la première fois l'assouplissement quantitatif, tandis que les gouvernements augmentaient leurs émissions de titres libellés en monnaie domestique.

L'ampleur de ces achats peut être observée à gauche du graphique 3. Entre février et septembre 2020, la Bank Negara Malaysia a acheté 34 % des titres émis par le gouvernement malaisien et la Banque de réserve d'Afrique du Sud 11 % des titres émis par le gouvernement sud-africain. Ces chiffres sont inférieurs à ceux des économies avancées, mais plus élevés que par le passé. Les marges de manœuvre ainsi créées pour la politique budgétaire ont permis, au moins dans la phase initiale de la crise, de renforcer les filets de sécurité sociaux et de mettre en œuvre des transferts ciblés sur les plus pauvres [FMI, 2020].

A la différence des crises précédentes, les économies émergentes ont ainsi, à leur manière, créé une complémentarité inédite entre politique monétaire et politique budgétaire. On le voit sur le graphique 5 (p. 264) où les croix correspondant au *policy-mix* des pays émergents pendant la crise de la Covid-19 s'inscrivent

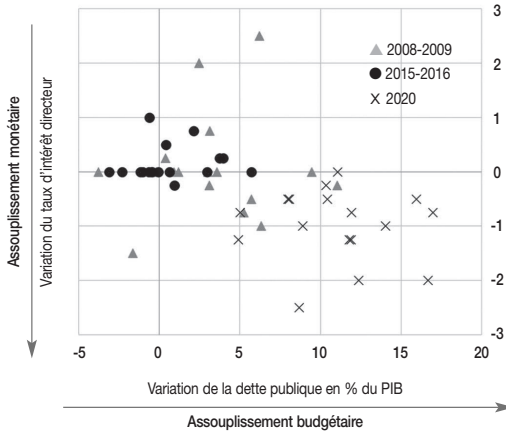
Graphique 4 - Assurer la liquidité internationale en euro : les lignes de *swap* et de *repo* de la BCE en 2020



Source : Panetta et Schnabel [2020].

résolument dans le quadrant sud-est, caractérisé par une politique monétaire et une politique budgétaire expansionnistes.

Graphique 5 - Le *policy-mix* des économies émergentes pendant trois crises : la grande crise financière de 2008, les tensions sur les marchés émergents de la fin de 2015 et la pandémie de 2020



Note : politiques monétaire et budgétaire sont complémentaires dans les quadrants nord-ouest et sud-est du graphique. Dans les quadrants nord-est et sud-ouest, les effets des deux politiques se neutralisent.
Source : Aguilar et Cantú [2020].

Trois questions pour l'après-Covid-19

A l'automne 2020, en pleine deuxième vague de la pandémie et alors que les perspectives de vaccin sont encore incertaines, il est trop tôt pour porter un jugement sur l'efficacité de l'action des banques centrales. On peut néanmoins saluer leur détermination et leur donner acte d'avoir stabilisé les conditions de financement et évité un effondrement du système financier, même si les effets retardés de la crise à travers les faillites d'entreprises et l'envol des créances douteuses sont encore devant nous.

Les trois mutations décrites dans la première partie de cet article – ampleur et diversité des interventions,

complémentarité forte avec la politique budgétaire et meilleure coordination mondiale, sont-elles durables ? Parlera-t-on un jour de la « politique monétaire d'après-Covid » ? Cela dépendra bien sûr du déroulement ultérieur de la crise, mais également, à plus long terme, des réponses à trois questions plus fondamentales que j'esquisse maintenant.

■ « *Make inflation great again* » : une question de stratégie ou d'instruments ?

La première question a trait aux leçons de la crise pour la stratégie (la formulation des objectifs et la communication autour de ceux-ci) et la mise en œuvre de la politique monétaire (les instruments permettant d'y parvenir).

À la veille de la pandémie, les banques centrales des économies développées avaient le plus grand mal à atteindre leurs objectifs. Or plus l'inflation faible perdure et plus la crédibilité des banques centrales risque d'être affectée. La pandémie ne peut qu'aggraver ce risque.

Avant la pandémie, les banques centrales cherchaient à contrer l'affaiblissement des mécanismes traditionnels liant activité économique et inflation, comme la « courbe de Phillips » qui relie situation du marché du travail et tensions sur les salaires et les prix [Eser *et al.*, 2020]. En janvier 2020, les prévisionnistes professionnels interrogés par la BCE prévoyaient une hausse des prix à la consommation de 1,2 % en 2020 et 1,7 % à plus long terme dans la zone euro, alors que l'objectif de la BCE est une inflation « inférieure à 2 %, mais proche de 2 % ».

La FED et la BCE avaient initié des revues de leurs stratégies monétaires, exercices lourds impliquant un travail de préparation analytique et des auditions publiques ⁽¹⁰⁾. En août 2020, la FED concluait sa revue et confirmait son objectif d'inflation de 2 % tout en modifiant la manière d'y parvenir ⁽¹¹⁾. Si l'inflation s'établit de manière persistante en dessous de

2 %, la FED la laissera ensuite évoluer au-dessus de ce niveau. Elle cherche ainsi à crédibiliser une inflation de 2 % en moyenne, sans satisfaire pour autant les économistes qui préconisent une stratégie explicite de « rattrapage du terrain perdu » – en d'autres termes, de ciblage du niveau des prix plutôt que de leur taux de croissance. Elle renforce également l'importance de son deuxième objectif statutaire, le plein-emploi. Désormais, elle surveillera l'écart de l'emploi à son niveau maximum plutôt qu'à un (hypothétique) niveau d'équilibre ; elle hésitera donc à sacrifier des emplois pour faire baisser l'inflation comme la FED de Paul Volcker l'avait fait au début des années 1980.

Par ces décisions, la FED confirme sa confiance dans l'efficacité de ses instruments et constate que le marché de l'emploi suscite moins de tensions inflationnistes que par le passé. Sur le plan théorique, elle s'inscrit dans la tradition des modèles « nouveaux keynésiens » qui, sur la base d'une représentation simplifiée des intermédiaires et des marchés financiers et d'hypothèses fortes de rationalité individuelle, font la part belle au pilotage des anticipations d'inflation. On ne doit par ailleurs pas sous-estimer la dimension tactique de l'annonce en pleine pandémie d'un changement de stratégie qui conduira, en moyenne, à une politique monétaire plus accommodante.

Il ne s'agit pas de minimiser l'importance du pilotage des anticipations d'inflation. Mais celui-ci ne peut suffire ⁽¹²⁾. D'une part, les enquêtes auprès des ménages montrent que ces derniers ont une perception lointaine et souvent biaisée de l'inflation, phénomène de nature macroéconomique ⁽¹³⁾. D'autre part, la politique monétaire ne peut se contenter d'influencer les réactions des acteurs des marchés financiers, un art dont les banques centrales sont devenues virtuoses et peut-être prisonnières ⁽¹⁴⁾. Elle doit, de plus en plus, s'efforcer d'atteindre les entreprises et les ménages, de « pomper l'argent jusqu'au bout du tuyau » pour reprendre l'expression d'Agustín Carstens.

Dans le cadre de sa revue stratégique, la BCE semble s'interroger plus que la FED sur l'efficacité de ses instruments et sur les enjeux nouveaux comme le

réchauffement de la planète ou la numérisation de l'économie [Lagarde, 2020a]. Poursuivre cette réflexion est crucial dans un monde où l'intermédiation financière est en pleine mutation, où la numérisation progresse à grands pas, où les inégalités de revenu et de richesse s'accroissent, où les opinions publiques sont sceptiques et divisées. Pour les banques centrales, c'est un enjeu d'efficacité et de légitimité. Si la politique monétaire demeure une conversation entre les banques centrales et les marchés financiers, il ne faudra pas s'étonner si les citoyens ne leur font pas confiance [Cœuré, 2019b].

■ Politiques monétaire et budgétaire : mariage d'amour ou de raison ?

La crise de la Covid-19, on l'a vu, a mis en évidence une forte complémentarité entre la politique monétaire et la politique budgétaire qui a renforcé l'efficacité de chacune des deux politiques. Cette complémentarité est-elle temporaire ou annonce-t-elle une subordination permanente de la politique monétaire à la politique budgétaire (ce que les économistes appellent la « dominance budgétaire ») ⁽¹⁵⁾ voire, *horresco referens* pour les banquiers centraux, la fin de leur indépendance ? Va-t-on vers un retour en grâce du financement monétaire des déficits, qu'illustre l'engouement en France et en Italie pour la proposition d'annuler les créances des banques centrales sur leurs gouvernements ?

Les banquiers centraux aiment se faire peur et rappeler que dans l'histoire, les flirts entre banque centrales et Trésors se terminent souvent mal, comme l'illustre la figure 1 p. 266 où le Premier ministre britannique William Pitt fait les poches de la « vieille dame de Threadneedle Street », la Banque d'Angleterre ⁽¹⁶⁾.

Dès avant la pandémie, un courant de pensée défendant la dominance budgétaire, la « théorie monétaire moderne » [Kelton, 2020], gagnait en popularité. Les décisions de 2020 peuvent sembler le valider. Le graphique 3 montre-t-il que la Banque du Japon ou la BCE se livrent déjà à un financement monétaire des déficits ? La réponse est en réalité négative.

Sur le plan juridique, en Europe, les achats de titres d'Etat par la BCE ne constituent pas, sous des conditions strictes qui ont été précisées par la Cour européenne de justice (17), un financement monétaire des déficits, qui demeure illégal en droit européen. Sur le plan économique, les objectifs budgétaires et monétaires coïncident naturellement quand l'activité économique et l'inflation sont toutes deux faibles. L'indépendance n'exclut pas l'interdépendance [Draghi, 2019].

La seule perspective d'une hausse des taux d'intérêt peut mettre en risque la stabilité du secteur financier voire, dans les économies les plus endettées, la viabilité de la dette publique, plaçant la banque centrale face à un dilemme redoutable. En temps normal, des garde-fous existent pour que celle-ci n'ait pas à se préoccuper des effets induits de ses décisions : les règles de finances publiques et les exigences prudentielles appliquées aux institutions financières en font partie. Mais aujourd'hui, ces règles ont été suspendues ou allégées. Je voudrais suggérer ici deux réponses complémentaires. L'une passe par les gouvernements, l'autre par les banques centrales.

Figure 1 - Un flirt qui se finit mal : la Banque d'Angleterre en 1797



Légende : « Un enlèvement politique, ou la vieille dame de Threadneedle Street en danger ! », caricature de James Gillray.

Source : British Museum.

Qu'on ne s'y trompe pas : une double impulsion budgétaire et monétaire est aujourd'hui indispensable pour sortir les économies de l'ornière. Ce ne sera d'ailleurs pas la première fois que banques centrales et gouvernements travaillent la main dans la main au sortir d'une crise de grande ampleur [Jacobson *et al.*, 2019]. La question est de savoir si les banques centrales pourront pleinement user de leur liberté d'action quand l'économie sera revenue au milieu de la route [Bartsch *et al.*, à paraître].

L'inflation mondiale sortira un jour de son « hibernation » [Borio, 2020] (18). Cette perspective n'est pas immédiate, mais les banques centrales ont le devoir de s'y préparer. Or les encours considérables de dette publique et privée hérités de la crise créent un risque de dominance budgétaire et financière de fait.

Du côté des gouvernements, la meilleure manière d'assurer la résilience des finances publiques à des taux d'intérêt plus élevés n'est certainement pas de réduire le déficit aujourd'hui, ce qui ne ferait qu'aggraver la crise. C'est de préparer demain en concevant des règles budgétaires crédibles pour l'après-crise et en émettant aujourd'hui de la « bonne » dette [Draghi, 2020], celle qui est employée pour redresser le potentiel productif – et j'ajouterais : la cohésion sociale – de nos économies. C'est à cette condition que la complémentarité actuelle entre politique monétaire et budgétaire créera un cercle vertueux.

Quant aux banques centrales, elles disposent d'instruments plus variés qu'avant la grande crise financière : achats de titres à différentes maturités et pour différentes catégories d'émetteurs publics et privés, prêts à long terme aux banques conditionnés à des objectifs de crédit à l'économie, dissociation entre le coût de ces prêts et les taux du marché monétaire, etc. Dans le monde de l'après-pandémie, l'enjeu sera de jouer finement de cette palette d'instruments – et d'en inventer d'autres si nécessaire – pour piloter les conditions monétaires sans déstabiliser le système financier.

■ Quelle limite au pouvoir des banques centrales ?

La troisième question qui, me semble-t-il, marquera l'après-pandémie, ne date pas d'hier, mais a

toutes chances de gagner en acuité. C'est celle du champ d'intervention des banques centrales, de leur « empreinte » dans les débats de politique économique et, plus largement, dans la société. C'est une question politique autant qu'économique.

La grande crise financière a laissé un héritage ambigu. Partout dans le monde, les compétences des banques centrales ont été étendues, notamment au contrôle des banques et à la surveillance macro-prudentielle (c'est-à-dire de la stabilité de l'ensemble du système financier)⁽¹⁹⁾. Mobilisant des moyens financiers sans précédent, les banques centrales ont gagné une réputation de toute puissance qui leur a valu de l'admiration, de la crainte et de solides inimitiés. En Europe, la faiblesse du pilier politique de l'Union monétaire a propulsé la BCE, à la demande des gouvernements, sur le terrain de la gestion de crise dans des domaines – politiques, sociaux, du marché du travail – très inhabituels pour une banque centrale. Le risque de politisation de la banque centrale et, pour tout dire, le caractère inapproprié de ces interventions ont été progressivement compris par la BCE, qui a réduit le champ de sa participation dans la « troïka ».

La situation est aujourd'hui paradoxale. L'extension du domaine d'intervention des banques centrales crée chez beaucoup la perception d'un vide démocratique, alors que certains (parfois les mêmes !) veulent voir les banques centrales intervenir dans des domaines variés de l'économie. Les attentes excessives projetées sur les banques centrales sont souvent le miroir de la faiblesse du politique [Cœuré, 2019a].

La crise de la Covid-19 risque d'aviver le paradoxe. L'inconfort vis-à-vis des banques centrales peut s'accroître à raison des moyens financiers déployés, tandis que les attentes peuvent augmenter à raison des dommages infligés par le virus aux économies. La reconstruction de l'offre productive après la Covid-19, la lutte contre les inégalités sociales aggravées par la pandémie, la reconversion des travailleurs dans les secteurs que les confinements successifs auront détruits nécessitent autant de choix politiques. Les

banques centrales ne doivent pas s'y substituer, mais en déployant leurs ressources financières dans le cadre de leur mandat, elles peuvent y contribuer de manière décisive.

Notes

1. *Les opinions exprimées dans cet article n'engagent pas la Banque des règlements internationaux.*

2. *Pour retrouver des marges de manœuvre, la BCE a très vite ouvert une enveloppe d'achats d'urgence face à la pandémie (en anglais : Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) de 750 Md€, puis de 1 350 Md€. Les achats de bons du Trésor nationaux au titre de ce programme ne reflètent pas nécessairement le poids de chaque pays au capital de la banque centrale, à la différence du programme d'achat de titres publics (en anglais : Public Sector Asset Purchase Programme, PSPP) lancé en 2015.*

3. *Les économistes parlent du « taux d'inversion » au-delà duquel un assouplissement monétaire pénalise l'activité du fait de son impact négatif sur l'intermédiation bancaire [Brunnermeier et Koby, 2019].*

4. *En anglais, « pump the rescue funds down the last mile » [Carstens, 2020].*

5. *Voir l'article de Pervenche Berès dans ce numéro.*

6. *Le discours présidentiel d'Olivier Blanchard devant l'Association américaine d'économie a symbolisé cette prise de conscience [Blanchard, 2019]. A noter cependant que d'un point de vue théorique, le fait que $r < g$ ne signifie pas que la capacité d'endettement est infinie [Reis, 2020].*

7. *Au Sommet de Toronto en juin 2010, les pays du G20 s'engageaient à réduire de moitié leurs déficits budgétaires. Dans la zone euro, cette contraction prématurée, dont la BCE n'a contrecarré les effets récessifs qu'en 2015 avec le lancement de l'assouplissement quantitatif, a été l'une des causes de la gravité et de la durée de la rechute qui a suivi.*

8. *Je reprends ici l'expression de Bartsch et al. (à paraître), en anglais « two-way policy space creation ».*

9. *Les accords de swaps en dollars de la FED ont été limités à cinq grandes banques centrales (Banque d'Angleterre, Banque du Canada, BCE, Banque du Japon et Banque nationale suisse, réseau aujourd'hui permanent) et à quelques autres, mais de manière temporaire (Australie, Brésil, Danemark, Corée du Sud, Mexique, Nouvelle-Zélande, Norvège et Singapour, jusqu'en février 2010).*

10. *Pour une présentation de ces revues stratégiques, voir Board of Governors of the Federal Reserve System [2020] et Lagarde [2020a].*

11. *Voir Clarida [2020] pour une explication détaillée.*

12. *Les minutes des discussions de la FED et notamment la réunion des 17-18 septembre 2019 du Federal Open Market Committee révèlent d'ailleurs un débat sur le sujet.*

13. *Selon une enquête, les ménages de la zone euro estimaient à 9 % par an l'inflation moyenne entre 2004 et 2018, alors qu'elle était de 1,6 % [Cœuré, 2019b].*

14. *Samuelson [1994] compare le banquier central obnubilé par la réaction des marchés financiers à un singe qui « découvre pour la première fois son reflet dans un miroir et croit qu'en observant les réactions de cet autre singe, il obtiendra des informations nouvelles ».*

15. *Voir BRI [2020], encadré II.E, p. 63.*

16. *Pour illustrer les risques de la dominance budgétaire, les économistes allemands préférèrent citer le dialogue entre l'Empereur et Méphistophélès dans le Faust de Goethe [Weidmann, 2012].*

17. *Notamment des achats de titres d'Etat effectués uniquement sur le marché secondaire et des limites d'emprise de la banque centrale dans les encours de titres [Cour de justice de l'Union européenne, 2018].*

18. *Goodhart et Pradhan [2020] mettent en avant le renversement de tendances mondiales lourdes en matière de mondialisation et de démographie pour prédire le retour de l'inflation. Le réservoir mondial d'emplois peu qualifiés, qui a pesé pendant des décennies sur les salaires mondiaux, est en passe de se tarir.*

19. *Dans la zone euro, la compétence macroprudentielle est principalement du ressort des Etats membres, mais la BCE peut durcir certaines mesures quand elle les considère insuffisantes.*

Bibliographie

AGUILAR A. ; CANTÚ C., "Monetary Policy Response in Emerging Market Economies: Why Was It Different this Time?", BIS Bulletin, n° 32, 12 novembre 2020.

ALDASORO I. ; EHLERS T. ; MCGUIRE P. ; VON PETER G., "Global Banks' Dollar Funding Needs and Central Bank Swap Lines", BIS Bulletin, n° 27, 16 juillet 2020.

BANERJEE R. N. ; MEHROTRA A. ; ZAMPOLLI F., "Inflation at Risk from Covid-19", BIS Bulletin, n° 28, 23 juillet 2020.

BARTSCH E. ; BÉNASSY-QUÉRÉ A. ; CORSETTI G. ; DEBRUN X., "Is It All in the Mix?", *Geneva Report on the World Economy*, n° 23, à paraître.

BLANCHARD O., "Public Debt and Low Interest Rates", *American Economic Review*, vol. 109, n° 4, 2019, pp. 1197-1229.

Board of Governors of the Federal Reserve System, "Review of Monetary Policy Strategy, Tools and Communications", 2020. <https://www.federalreserve.gov>

BORIO C., "Is Inflation Dead or Hibernating?", discours à la 24^e conférence mondiale sur l'inflation de Barclays, 5 octobre 2020.

BOUCINHA M. ; BURLON L., « Les taux négatifs et la transmission de la politique monétaire », BCE, Bulletin économique, n° 3, 2020.

BRI, "A Monetary Lifeline: Central Banks' Crisis Response", Annual Economic Report 2020, chapitre 2, Banque des règlements internationaux, 2020, pp. 37-65.

BRUNNERMEIER M. ; KOPY Y., "The Reversal Interest Rate", manuscrit, Université Princeton, janvier 2019.

CARSTENS A., "Pump Rescue Funds Down the Last Mile", *Financial Times*, 29 mars 2020.

CLARIDA R., "The Federal Reserve's New Framework: Context and Consequences", discours à la conférence "The Economy and Monetary Policy", Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy et Brookings Institution, 16 novembre 2020.

CŒURÉ B., "Entretien avec Libération", 16 décembre 2019, 2019a.

- CŒURÉ B. "Monetary Policy: Lifting the Veil of Effectiveness", discours au colloque de la Banque centrale européenne "Monetary Policy: the Challenges Ahead", Francfort-sur-le-Main, 18 décembre 2019, 2019b.
- Cour de justice de l'Union européenne, Arrêt de la Cour, « Renvoi préjudiciel – Politique économique et monétaire – Décision (UE) 2015/774 de la Banque centrale européenne – Validité – Programme d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires – Articles 119 et 127 TFUE – Attributions de la BCE et du Système européen de banques centrales – Maintien de la stabilité des prix – Proportionnalité – Article 123 TFUE – Interdiction du financement monétaire des Etats membres de la zone euro », 11 décembre 2018.
- DOUGLAS J., "Reserve Bank of India Governor Calls for Better Access to Currency Swap Lines", *Wall Street Journal*, 15 octobre 2017.
- DRAGHI M., "Policy making, responsabilità e incertezza", discours d'acceptation du diplôme *honoris causa* de l'Università Cattolica, Milan, 11 octobre 2019.
- DRAGHI M., Discours au Meeting 2020, Rimini, 18 août 2020.
- EHRENTAUD J. ; ZAMIL R., "Prudential Response to Debt under Covid-19: the Supervisory Challenges", Banque des règlements internationaux, FSI Briefs, n° 10, 6 août 2020.
- ESER F. ; KARADI P. ; LANE P. ; MORETTI L. ; OSBAT C., "The Phillips Curve at the ECB", Banque centrale européenne, Working Paper Series, n° 2400, 2020.
- FMI, "Fiscal Policies to Address the Covid-19 Pandemic", Fiscal Monitor, chapitre 1, Fonds monétaire international, 2020.
- GOODHART C. ; PRADHAN M., *The Great Demographic Reversal. Ageing Societies, Waning Inequality and an Inflation Revival*, Palgrave Macmillan, 2020.
- HOFMAN B. ; SHIM I. ; SHIN H. S., "Original Sin Redux and Policy Responses in Emerging Market Economies during the Covid-19 Pandemic", in Djankov S. et Panizza U. (éd.), *Covid-19 in Developing Economies*, e-book, Vox et CEPR, 2020.
- JACOBSON M. ; LEEPER E. ; PRESTON B., "Recovery of 1933", NBER Working Paper Series, n° 25629, 2019.
- KELTON S., *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*, PublicAffairs, 2020.
- LAGARDE C., "The Monetary Policy Strategy Review: some Preliminary Considerations", discours à la conférence "The ECB and its Watchers XXI", Francfort-sur-le-Main, 30 septembre 2020, 2020a.
- LAGARDE C., "Monetary Policy in a Pandemic Emergency", discours au forum des banques centrales de la BCE, Francfort-sur-le-Main, 11 novembre 2020, 2020b.
- PANETTA F. ; SCHNABEL I., "The Provision of Euro Liquidity Through the ECB's Swap and Repo Operations", blog de la Banque centrale européenne, 19 août 2020.
- QUARLES R., "The Financial Stability Board's Roadmap for Addressing NBFI Vulnerabilities", remarques à la réunion annuelle de la Securities Industry and Financial Markets Association, 23 octobre 2020.
- REIS R., "The Constraints on Public Debt When $r < g$ but $g < \mu$ ", London School of Economics, manuscrit, novembre 2020.
- SAMUELSON P., Panel discussion, in Fuhrer J. (éd.), *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series, n° 38, 1994.
- WEIDMANN J., "Papiergeld, Staatsfinanzierung, Inflation. Traf Goethe ein Kernproblem der Geldpolitik?", discours au 18^e colloque de l'Institut für Bank- und Finanzgeschichte, Francfort-sur-le-Main, 18 septembre 2012.

R E V U E D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

COMITÉ DE RÉDACTION

Présidents d'honneur

Jacques Delmas-Marsalet

Hélène Ploix

**

Thierry Walrafen, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

Xavier Mahieux, *Responsable éditorial*

Patrick Artus, *Directeur de la recherche et des études, Natixis*

Raphaëlle Bellando, *Professeur, Université d'Orléans*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

Jean Boissinot, *Conseiller des gouverneurs, Banque de France*

Pierre Bollon, *Délégué général, Association française de la gestion financière*

Arnaud de Bresson, *Délégué général, Paris Europlace*

Jean-Bernard Chatelain, *Professeur, Université Paris I, GdRE « Monnaie Banque et Finance »*

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Maître de conférences, Université Paris I Panthéon Sorbonne*

Claude Diebolt, *Directeur de recherche au CNRS, Université de Strasbourg*

Jean-Louis Fort, *Avocat à la Cour*

Stéphane Gallon, *Directeur de la division études, stratégie et risques, AMF*

Olivier Garnier, *Directeur général des statistiques, des études et de l'international, Banque de France*

Ulrich Hege, *Professeur, Toulouse School of Economics (TSE)*

Pierre Jaillet, *Chercheur associé, IRIS*

Fatos Koc, *Responsable de la gestion de la dette publique, OCDE*

Frédéric Lobez, *Professeur, Université de Lille II, SKEMA*

Catherine Lubochinsky, *Professeur, Université Paris II – Assas*

Sylvie Mathérat, *Groupe de haut niveau de la Commission européenne sur l'Union des marchés de capitaux*

Jean-Paul Pollin, *Professeur, Université d'Orléans*

Philippe Trainar, *Professeur, Conservatoire national des arts et métiers (CNAM)*

Natacha Valla, *Directrice générale adjointe de la politique monétaire, Banque centrale européenne*

38, rue de Ponthieu – 75008 Paris

Tél. : 01 73 44 03 20

Courriel : REF@aef.asso.fr

Site Internet : www.aef.asso.fr

L'économie, la finance et l'assurance après la Covid-19

Avant-propos

Les institutions financières françaises face à la crise de la Covid-19

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Introduction

SYLVAIN DE FORGES, OLIVIER PASTRÉ

Retour sur l'histoire et perspectives

Histoire des modèles pandémiques

PIERRE-CHARLES PRADIER

Assurance et crises pandémiques

PIERRE MARTIN

L'économie de la peste dans les villes du XVII^e siècle

PIERRE DOCKÈS

La Covid-19, une chance pour l'Europe ?

PERVENCHE BERÈS

Crise de la Covid-19 : la place de l'assurance dans le monde d'après

FLORENCE LUSTMAN

Renouveler la gestion de crise

STANLEY MCCHRYSAL

Les entreprises face à la Covid-19

Assurer l'avenir dans un monde incertain

THOMAS BUBERL

La capacité de réaction des banques dans la crise de la Covid-19

LORENZO BINI SMAGHI

La gestion ESG, une solution à la crise de la Covid-19 ?

JEAN-JACQUES BARBERIS, MARIE BRIÈRE, SIMON JANIN

Quelques enseignements de l'impact de la Covid-19

sur le secteur de l'assurance

MARIE-DOHA BESANCENOT, CORINNE CIPÌÈRE

L'hôpital public face à la crise de la Covid-19

MIREILLE FAUGÈRE

L'économie face à la Covid-19

Pour une solution assurantielle aux catastrophes exceptionnelles

FLORENCE LUSTMAN

L'action des assureurs dans la crise de la Covid-19

PATRICK DIXNEUF

Cinq leçons sur l'avenir de l'assurance santé

après la Covid-19

ANDRÉ RENAUDIN

La résilience du secteur de l'assurance dans la crise de la Covid-19

JÉRÔME JEAN HAEGELI, PATRICK SANER

Le rôle des assureurs crédit dans la crise de la Covid-19

WILFRIED VERSTRAETE

Covid-19 : les banques françaises au service de l'économie

MAYA ATIG

La gestion d'actifs, mobilisation de l'épargne face à la crise de la Covid-19

PIERRE BOLLON, THOMAS VALLI

Le *private equity* face à la crise de la Covid-19

MONIQUE COHEN

De l'intervention publique dans la crise de la Covid-19

DOUGLAS J. ELLIOTT

La pandémie de Covid-19 reflète et aggrave les failles du néolibéralisme

JEAN-PAUL POLLIN

Les dépenses sociales dans la crise de la Covid-19

FRANÇOIS ECALLE

Macroéconomie et défi climatique

Les défis exceptionnels posés par la crise de la Covid-19

CHRISTIAN DE BOISSIEU

La crise de la Covid-19 dans les pays en développement : quelles conséquences et quelles perspectives ?

REMY RIOUX, ALEXIS BONNEL, HÉLÈNE DJOUFELKIT,

CÉCILE VALADIER

Géopolitique de l'énergie et crise de la Covid-19

PATRICE GEOFFRON, JEAN-MARIE CHEVALIER

Cassandra, le climat et la Covid-19

SYLVIE GOULARD

Le développement durable après la crise de la Covid-19

BERTRAND BADRÉ

Crise de la Covid-19, le retour des reliques barbares

PHILIPPE CHALMIN

Covid-19, la BEI accélère sa transformation

en banque européenne du climat

AMBROISE FAYOLLE

Politiques macroéconomiques

Endettement des États et crise de la Covid-19

EMMANUEL MOULIN

Endettement des entreprises françaises et crise de la Covid-19

ROBERT OPHÈLE

L'Europe de la finance dans la crise de la Covid-19

OLIVIER GUERSENT

La réglementation financière peut-elle contrer la crise de la Covid-19 ?

KLAAS KNOT

Les banques centrales pendant et après la pandémie de Covid-19

BENOÎT CCEURÉ

Les innovations des banques centrales dans la crise de la Covid-19

MICHEL AGLIETTA, SABRINA KHANNICHE

La crise de la Covid-19 va-t-elle entraîner un retour de l'inflation ?

PATRICK ARTUS

La pandémie de Covid-19 accélère l'obsolescence des normes comptables

BERTRAND JACQUILLAT

Conclusion

JEAN-HERVÉ LORENZI, PHILIPPE TRAINAR

Chronique d'histoire financière

Fermetures d'écoles, épidémies et niveau de scolarité : une perspective historique basée sur l'épidémie

de poliomyélite en 1916 aux États-Unis

KEITH MEYERS, MELISSA A. THOMASSON

ISBN 978-2-37647-048-9

ISSN 0987-3368

Prix : 50,00 €



9 782376 470489