

🏠 (<http://www.latribune.fr>) > Économie (<http://www.latribune.fr/actualites/economie/economie.html>)
> Union européenne (<http://www.latribune.fr/actualites/economie/union-europeenne/union-europeenne.html>)

La BCE prête à sortir son "monnaie hélicoptère"

Par Romaric Godin (journalistes/romaric-godin-22) | 18/03/2016, 16:31 | 2292 mots



La BCE va-t-elle faire un chèque aux citoyens de la zone euro ? (Crédits : Thierry Roge)

L'économiste en chef de la BCE, le Belge Peter Praet, l'a confirmé : l'usage de "l'hélicoptère", autrement dit de la création monétaire directe pour les agents économiques, est une arme dont dispose la BCE. Est-ce un moyen d'ancrer à tout prix les anticipations d'inflation ou est-ce une vraie possibilité ?

L'usage de l'« hélicoptère » monétaire, autrement dit du déversement massif de monnaie sur l'économie, va-t-elle devenir réalité en zone euro ? Cette vieille idée évoquée par Milton Friedman, le père du monétarisme, en 1948, va-t-elle être utilisée par l'institution de Francfort qui désespère de plus en plus de l'efficacité de son « assouplissement quantitatif » ?

La BCE évoque enfin la monnaie hélicoptère

La question est, en tout cas, clairement sur la table. Lors de sa conférence de presse du 10 mars, Mario Draghi avait jugé cette idée « intéressante », tout en affirmant que le Conseil des gouverneurs n'avait « pas encore étudié ce concept. » Les observateurs n'ont pas manqué de relever combien ce « pas encore » laissait de porte ouverte. Huit jours plus tard, dans une interview accordée au quotidien italien La Repubblica, l'économiste en chef de la BCE, membre du directoire, Peter Praet, est allé nettement plus loin en affirmant que la monnaie « hélicoptère » entrerait dans la « boîte à outil » de la BCE. « Oui, toutes les banques centrales peuvent le faire », a confirmé l'économiste belge. Et de marteler : « Donc, quand nous disons que nous n'avons pas atteint les limites de nos outils, je pense que c'est vrai. » Le message est donc clair : l'hélicoptère monnaie est désormais une arme possible pour la BCE.

Qu'est-ce que la monnaie hélicoptère ?

Qu'est-ce que l'hélicoptère ? Milton Friedman l'a décrit au début de sa carrière, à l'époque où la crise déflationniste des années 1930 est encore dans les mémoires. Dans la logique monétariste, la banque centrale doit avoir recours à la distribution de liquidités (Friedman utilise alors l'image d'une distribution de billets par hélicoptère) pour mettre fin à un risque de spirale de baisse des prix. L'argent distribué vient gonfler la demande et relancer l'inflation.

La logique est bien celle du monétarisme : agir sur la masse monétaire pour agir sur les prix. On remarque aussi que ce concept se distingue de l'usage habituel de la planche à billets,

qui sert souvent à combler un déficit chronique de l'Etat. Ici, l'Etat n'intervient pas, précisément pour éviter tout risque de spirale hyperinflationniste. En étant distribué aux agents économiques pour être dépensé, cet argent, au contraire, dispense l'Etat de s'endetter davantage et comble les déficits en venant grossir les revenus fiscaux.

La crédibilité de la BCE en jeu

Si la BCE ne peut plus faire l'impasse sur un tel instrument, c'est que, désormais, sa crédibilité est en jeu. L'institution de Mario Draghi semble être arrivée au bout de sa logique d'assouplissement quantitatif. Après un an de rachats d'actifs publics à hauteur de 60 milliards d'euros, l'inflation reste désespérément faible. Certes, cette faiblesse est tirée par les prix de l'énergie et des matières premières, mais l'inflation sous-jacente demeure également faible au regard des moyens mis sur la table. En février, les prix en zone euro ont reculé sur un an de 0,2 %. L'inflation sous-jacente (hors énergie, produits alimentaires, alcools et tabacs) est passée de 1 % à 0,8 %. Résultat : les anticipations d'inflation sur les marchés se sont fortement dégradées, s'éloignant de l'objectif de la BCE. En clair : les marchés ne croient plus dans l'efficacité de la politique de la banque centrale. C'est donc bien la crédibilité de la BCE qui est en jeu.

Convaincre les marchés de la détermination de la BCE

Le 10 mars, Mario Draghi a donc frappé fort en augmentant le volume des rachats de 60 à 80 milliards d'euros mensuels,

tandis que le taux de dépôt négatif a été alourdi de -0,3 % à -0,4 %. Un nouvel instrument, le TLTRO II, visant à inciter les banques à prêter à l'économie par une « récompense » sous forme de taux négatif, a été mise en place. Cet arsenal vise à convaincre les marchés de la détermination de la BCE. Mais il ne suffira pas. Ces annonces n'ont ainsi pas permis de peser sur l'euro qui, depuis le 10 mars, a progressé face au dollar. Dans un contexte où chaque banque centrale tente d'exporter sa déflation et où les fondamentaux de la zone euro, avec son excédent courant et son économie qui résiste dans le ralentissement mondial, l'euro peine à reculer. La BCE doit donc aller plus loin, du moins en parole, pour restaurer sa crédibilité.

Dans l'interview déjà citée à la Repubblica, Peter Praet affirme ainsi que le taux de dépôt négatif n'a pas atteint sa limite basse, il peut encore baisser. L'allusion à l'hélicoptère monnaie entre dans cette logique : impressionner et prévenir que l'on est prêt à tout, même à l'impensable.

Pas seulement une menace

Faut-il donc ne prendre ces paroles que pour des menaces vaines, qui ne se traduiront pas dans les faits ? Rien n'est moins sûr. La BCE a préparé de cette manière l'introduction des taux négatifs et de l'assouplissement quantitatif, par des allusions visant à impressionner le marché. Mais la réalité de l'inflation faible ne changeant pas, ces instruments sont devenus des « exigences » du marché, qu'il a fallu mettre en œuvre, au risque de provoquer, comme le 3 décembre dernier, des déceptions désastreuses de la part des investisseurs.

Bref, comme précédemment, la BCE pourrait bien être pris à son propre piège et se voir contrainte à monter dans l'hélicoptère par la force des événements. Ces déclarations ne peuvent donc pas être considérées comme de simples paroles en l'air.

Une mesure qui contourne les banques

En théorie, l'hélicoptère monnaie dispose de beaucoup d'avantages pour la BCE. Ce procédé permet de contourner un système bancaire qui demeure un des principaux obstacles à la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle et qui a conduit à limiter l'impact de l'assouplissement quantitatif. Il permet aussi d'avoir moins recours aux taux négatifs dont l'usage est in fine périlleux. La monnaie distribuée directement aux consommateurs viendra naturellement gonfler la demande et exercer une pression inflationniste qui permettra un relèvement des anticipations d'inflation. Dès lors, un cercle vertueux peut se mettre en place : rassurées par les perspectives sur les prix et donc sur leur capacité à fixer leurs prix, les entreprises pourraient alors investir. La croissance se renforcera et les anticipations d'inflation également.

Une mesure légale en zone euro

L'autre avantage de l'hélicoptère monnaie, c'est qu'elle n'est pas expressément interdite par les traités européens, à la différence du financement monétaire des Etats. Or, on l'a vu, ce procédé a été mis en avant par Milton Friedman précisément parce qu'il épargne les budgets. En distribuant de l'argent, la

BCE pourrait ainsi prétendre préserver même l'esprit des traités en incitant les Etats à réduire leurs déficits et même en les aidant à le faire.

C'est un élément important compte tenu de la levée de boucliers attendue en Allemagne en cas de recours à cette méthode, et notamment de la confusion qui pourrait naître d'une comparaison avec l'hyperinflation de la République Weimar où, en réalité, on avait connu un financement monétaire des dépenses publiques.

De la création monétaire pure

Pour la BCE, les vrais obstacles pourraient être ailleurs. D'abord, dans la couverture des pertes. Car cette monnaie émise n'est pas « couverte » par une contrepartie, à la différence des rachats d'actifs ou des prêts à long terme des banques. Certes, les rachats d'actifs peuvent entraîner des pertes liées au prix de rachat, qui seront couvertes par la création monétaire ex nihilo, mais la logique de l'hélicoptère monnaie est différente.

Il s'agit en effet de la planche à billets pure, sans contrepartie dans le bilan de la banque centrale, qui entraîne une perte sèche pour la BCE. On notera que la BCE, pour la première fois, le 10 mars, a montré qu'elle était prête à s'engager dans cette voie avec le TLTRO II. Les banques qui auront emprunté de l'argent à la BCE et auront augmenté leur volant de prêts bénéficieront en effet d'un taux négatif, autrement dit d'une « prime » sous forme de remise d'une partie du capital

emprunté. Cette prime est de la création monétaire sans contrepartie.

La question des pertes de la BCE

Cette perte peut être certes compensée par plusieurs moyens. D'abord, par les profits générés par ailleurs qui peuvent couvrir ces pertes. En 2014, ce bénéfice net était de près d'un milliard d'euros, mais il ne prend pas en compte l'effet des taux négatifs et du QE. Ensuite, parce qu'en cas de perte nette, la BCE peut, selon l'article 33-2 du traité de fonctionnement de l'UE, avoir recours à son fonds de réserve général (fin 2014, il était à 7,6 milliards d'euros) et, sur décision du conseil des gouverneurs, utiliser les revenus monétaires des banques centrales nationales. Ces « coussins » de sécurité paraissent cependant trop faibles pour irriguer une économie de 340 millions d'habitants. Il faudra donc sans doute une recapitalisation par les banques centrales nationales, donc par les Etats ou un maintien en bilan négatif, ce que ne prévoient pas les traités. Un choix « politique » qui risque d'être délicat à gérer.

Quelle forme pour l'hélicoptère ?

Deuxième problème majeur : la forme que devra prendre l'hélicoptère. Faut-il procéder à un simple crédit en une fois sur les comptes courants des citoyens d'une somme fixe en euros ? Dans ce cas, l'efficacité risque d'être réduite.

Pour plusieurs raisons. Une partie de cette somme pourrait en

effet être épargnée ou placée dans des bulles spéculatives. Par ailleurs, la croissance européenne est, aujourd'hui, tirée par la consommation dopée par la baisse du prix de l'énergie. Est-il utile de « tout miser » sur cette seule consommation aujourd'hui au risque de voir ce moteur non seulement alimenter surtout les importations ? Et une fois cet effet terminé et l'inflation remontée, ne faut-il pas craindre une baisse des revenus et des dépenses des ménages ?

Dans ce cas, l'hélicoptère pourrait être un feu de paille bien moins utile, par exemple, qu'une hausse des salaires. Certes, comme le souligne l'économiste britannique Simon Wren-Lewis, toute hausse de la demande agira directement sur l'inflation, mais un simple hélicoptère risque de ne pas résoudre les plaies de la zone euro : la perte de revenu durable des salariés du sud de l'Europe et le sous-investissement, notamment.

Des mesures « ciblées » ?

Pour être efficace, la monnaie créée doit donc être maîtrisée. D'abord, en « dirigeant » cette monnaie vers la dépense et vers la dépense « utile ». Pour cela, il faut sans doute imaginer des aménagements géographiques (est-il raisonnable de soutenir la consommation allemande autant que celle de la Grèce, par exemple ?) ou sociaux (en distribuant selon les revenus), mais aussi techniques. On peut ainsi imaginer des « bons » ayant valeur monétaire, mais ne permettant d'acheter que certains biens « utiles » à l'investissement des entreprises européennes soient émis. On peut également, pour mieux « ancrer » les

anticipations d'inflation, faire « durer » cette émission monétaire via des bons à péremption limitée qui seraient renouvelés à intervalle régulier et dans des proportions différentes.

Il existe donc des solutions pour améliorer la simple notion de monnaie hélicoptère lancée sans conditions imaginée par Milton Friedman. Evidemment, ces éléments nécessitent un travail technique complexe et il n'est pas certain que la BCE s'y attèle lorsque l'on a pu constater que le taux négatif à plusieurs niveaux en pratique en Suisse ou au Japon a été jugé trop « complexe » par la BCE pour la zone euro.

Une dépossession des Etats ?

La dernière difficulté est celle de la justification « politique » de cette création monétaire. En contournant les banques, la BCE contournerait également les gouvernements élus. Elle ferait en réalité un plan de relance sans l'accord des Etats. La banque centrale indépendante serait-elle alors toujours dans son rôle ? N'est-ce pas aux représentants des citoyens de déterminer quelles dépenses relèvent ou non de l'intérêt général ? N'est-ce pas au Conseil européen ou au parlement de construire un plan pour l'ensemble de l'Europe ?

La question se pose et pourrait faire monter une véritable fronde de certains gouvernements mécontents de se voir ainsi « déposséder » de leur pouvoir budgétaire par la BCE. Mais la zone euro dans sa version actuelle ne permet pas de vrai plan de relance vigoureux, ni au niveau des Etats, ni au niveau

européen. La BCE s'adapte donc à cette donne, même si un plan de relance budgétaire pourrait être plus efficace que l'hélicoptère.

La question allemande relancée ?

Il n'est pas certain que cette vision soit néanmoins acceptée en Allemagne où cette mesure sera considérée comme un premier pas vers l'hyperinflation. Mario Draghi a déjà beaucoup fait reculer les Allemands. Sa critique outre-Rhin est féroce et, déjà, le Handelsblatt du 11 mars l'a figuré brûlant un billet de banque. Mais cette patience (au sens étymologique de ce qui fait souffrir) germanique est-elle bornée ? Et la monnaie hélicoptère sera-t-elle sa limite ? C'est désormais à cette question que l'Italien de la BCE doit répondre.

A VOIR SUR LE WEB

L'actualité économique en vidéo : Eurozone : l'inflation reste faible

