

## **Politiques monétaires d'assouplissement quantitatif au sein de la zone euro. Vers le grand fiasco ?**

Xavier Dupret

Août 2016

14.500 signes

*Un article de la presse économique donnait, il y a peu, la parole au président de la banque HSBC. Ce dernier n'y allait pas par quatre chemins pour évoquer le futur à (très) court terme de l'économie mondiale.*

Attachez vos ceintures. "Nous entrons dans une période d'incertitudes renforcées où les risques économiques seront éclipsés par les événements politiques et géopolitiques".<sup>1</sup>  
Qu'ont fait les responsables de la zone euro pour nous préparer à ce type d'évolutions ?

### *Désastre social*

On doit à Cioran la citation suivante : "Certains ont des malheurs, d'autres des obsessions. Lesquels sont les plus à plaindre? ". Le cas de la BCE illustre à merveille cet aphorisme plein de sagesse pessimiste. A force de s'être pendant trop longtemps focalisée de façon absolument monomaniaque sur la lutte contre l'inflation (soit un mal bien imaginaire par les temps qui courent), la BCE a jeté les bases d'un malheur, bien réel celui-là. En l'occurrence, il s'agit de la morosité économique permanente dont souffre aujourd'hui la zone euro. Il faut étudier de près les causes de cet état de choses, qui n'a rien d'inévitable, pour pouvoir rompre avec ce scénario de dégradation programmée des conditions de vie des populations européennes.

Aux dernières nouvelles, on enregistre " un nombre record depuis dix ans d'Italiens en situation de pauvreté absolue, [c'est-à-dire] dans l'impossibilité de se procurer des biens de première nécessité et de se loger décentement. En 2015, plus de 4,5 millions de personnes et 1,5 million de familles (7,6 % de la population) étaient concernées, mais pas toutes de la même manière. Le seuil de pauvreté absolue est ainsi fixé à 552 euros par mois pour un célibataire vivant dans une zone rurale du Mezzogiorno, tandis qu'il est de 1.910 euros pour une famille de 4 personnes résidant dans le centre-ville de Milan ". En outre, la pauvreté relative concerne 13,7 % de la population de la péninsule<sup>2</sup>. Au total, plus de 20% de la population italienne est pauvre aujourd'hui. Ailleurs, c'est la pauvreté infantile qui fait un grand retour en force. On constate un saut de plus de 17 points de pourcentage de la pauvreté infantile en Grèce qui, entre 2008 et 2015, est passée de 23% à 40,5%<sup>3</sup>. A ceci, on ajoutera que le taux de chômage des moins de 25 ans est, depuis l'entrée en crise des économies occidentales, passé de 21,9 à 48,9% en République hellénique. En Espagne, ce taux était de 45,3% en février 2016. De manière plus globale, le chômage dans la zone euro se situait, au début de l'année 2016, à des niveaux historiquement élevés. A l'automne 2008, alors que les bilans des banques commençaient à prendre l'eau de partout, le taux de chômage dans la zone euro avoisinait les 7%. Dans ces conditions, les chants de victoire des autorités européennes

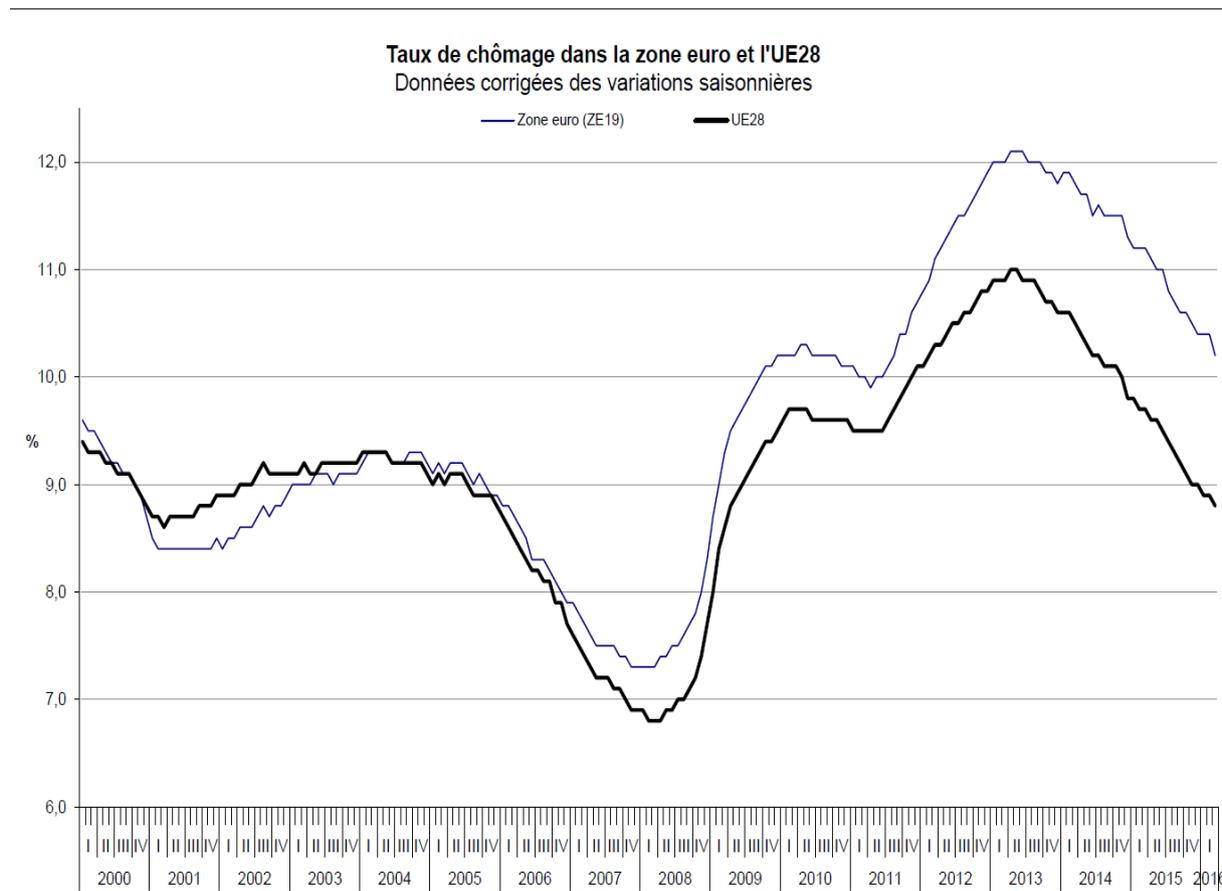
---

<sup>1</sup> La Tribune, 3 août 2016.

<sup>2</sup> Les Echos, 29 juillet 2016.

<sup>3</sup> UNICEF Office of Research – Innocenti, Children of the Recession. The impact of the economic crisis on child well-being in rich countries, Florence, 2013, p.8.

qui annonçaient une baisse du chômage à 10,2% dans la zone euro depuis le pic de 11,5% de novembre 2014 sonnent dramatiquement faux.<sup>4</sup>



Source: Eurostat, avril 2016

### *Quantitative easing...*

L'Union européenne pratique une chasse impitoyable aux déficits publics des Etats membres. Le message qui est passé dans l'opinion publique est le suivant. Il faut limiter les déficits à l'instar d'un ménage qui ne peut pas dépenser plus que ce qu'il ne gagne. Cette analogie est, comme nous allons le voir, tout-à-fait trompeuse. L'Etat peut modifier, directement et de par sa seule initiative, une grande partie des paramètres qui conditionnent l'activité économique et partant, le niveau de ses revenus. Ce qu'un ménage ne peut absolument pas réaliser. L'Etat peut influencer directement sur son environnement économique puisqu'il émet la monnaie de façon à pouvoir stimuler l'activité productive au sein de la société. L'Etat peut, par exemple, décider de créer de la monnaie en s'achetant à lui-même de la dette via sa banque centrale de façon à s'émanciper de la tutelle des marchés. C'est ce type de démarche qu'a adopté la Fed (la banque centrale des Etats-Unis) qui n'a pas hésité à financer son gouvernement alors que celui-ci était aux prises avec les affres de la crise financière. La Fed a financé les déficits du gouvernement fédéral à partir de 2010 au point de devenir, plus ou moins à la même époque, le premier détenteur de dette US détrônant ainsi la Chine et le Japon. Grâce à cette action, la

<sup>4</sup> Eurostat, avril 2016.

dette US est largement internalisée. Sur les 19.000 milliards de dollars de dette US, seuls 4037 milliards étaient, à l'été 2016, la propriété d'investisseurs étrangers (soit 21,24%)<sup>5</sup>.

On ne soulignera jamais assez le caractère tardif de la politique monétaire volontariste de la BCE. Il a fallu attendre 2015 pour que la BCE lance son plan de *quantitative easing*. Pour rappel, le *quantitative easing* désigne les politiques monétaires, dites non conventionnelles, censées lutter contre la déflation. Sous la direction de Mario Draghi, la BCE s'est engagée à racheter pour 60 milliards d'euros par mois de dette publique et privée dès mars 2015 et jusqu'en septembre 2016. Le total des opérations portera sur 1140 milliards d'euros en 19 mois. Le but de l'opération est de ramener de la liquidité dans les rouages de l'économie européenne. Le raisonnement est le suivant. Si la masse monétaire en circulation augmente, le niveau des prêts va s'élever. Ce mouvement est censé permettre de réamorcer la croissance dans la zone euro. Ces politiques sont clairement non conventionnelles puisqu'elles supposent une intervention des banques centrales sur le marché secondaire (celui sur lequel les titres de dettes s'échangent).

L'idée est que l'augmentation de la masse monétaire en circulation qui résultera de cette politique va permettre de faire repartir les prix à la hausse. Derrière ce postulat de politique économique, on retrouve le point de vue de la théorie quantitative de la monnaie. Selon ce courant, le niveau de l'inflation est directement lié au niveau de la masse monétaire en circulation. Par contraste, la théorie keynésienne estime que la monnaie exerce un rôle actif dans l'économie. La monnaie modifie l'état global de l'économie. On ne peut donc assimiler la monnaie à un pur voile qui ne ferait que déformer le niveau général des prix (un des postulats de base de la théorie quantitative). En effet, on observe pour les décennies antérieures une surabondance "de liquidités dans le système financier international. [...]" Malgré tout, la hausse des prix à la consommation est demeurée globalement maîtrisée et les anticipations d'inflation ancrées à un faible niveau. Seuls les prix des actifs immobiliers et financiers ont augmenté rapidement. Y-a-t-il un lien de cause à effet avec l'expansion de la liquidité ? On ne dispose pas à ce stade d'un cadre complet d'analyse théorique. Néanmoins, de nombreux indicateurs permettent de le penser".<sup>6</sup>

Cette observation n'a rien d'anodin. Elle prouve, en effet, que l'augmentation des liquidités en circulation n'a pas d'effet inflationniste direct. La captation de la monnaie créée par les banques privées finit donc par alimenter la spéculation financière. Comme nous l'avons vu, les politiques de *quantitative easing* (ou, pour éviter l'usage d'anglicismes, *d'assouplissement monétaire*) ont été conçues pour éviter les affres de la déflation. En réalité, il conviendrait de préciser qu'il s'agit d'une politique visant à éviter l'apparition d'une déflation par la dette.

Expliquons le concept. Chez l'économiste Irving Fischer, la dépression des années 30 est analysée comme un mécanisme subséquent à l'augmentation des dettes du secteur privé (et principalement du secteur financier).

Les enchaînements qui caractérisent, d'après Fischer, une évolution économique dépressive suite à un excès d'endettement se présentent comme suit. L'état de surendettement qui prévaut à un moment donné peut provoquer chez les créanciers un état d'effolement et, par conséquent, les conduire à s'engager dans une politique de liquidation des actifs. Il en résulte des ventes en catastrophe d'actifs. Le niveau des prix chute drastiquement. Les faillites se multiplient et le chômage explose. Cette tendance nourrit alors une spirale déflationniste de baisse permanente du niveau des prix à mettre directement en relation avec une baisse de la

---

<sup>5</sup> Department of the Treasury/Federal Reserve Board, 15 août 2016.

<sup>6</sup> Bulletin de la Banque de France, éditorial, n° 158, février 2007.

demande. Le niveau des prêts s'en ressent et dès lors, l'activité économique dans son ensemble pâtit d'un manque de liquidités disponibles pour financer l'initiative créatrice de richesse. Un tel climat économique déprimé conduit à une perte de confiance chez les agents économiques. Ces derniers préfèrent éviter de prendre des risques. Ce qui les conduit à adopter des stratégies de thésaurisation. Au total, les taux d'intérêt nominaux baissent puisqu'en réalité, il n'y a plus de demande pour de l'argent frais sur les marchés. Le taux d'intérêt, envisagé, dans l'optique de Fischer, comme prix du prêt (le fameux « loyer de l'argent ») a donc tendance à baisser<sup>7</sup>.

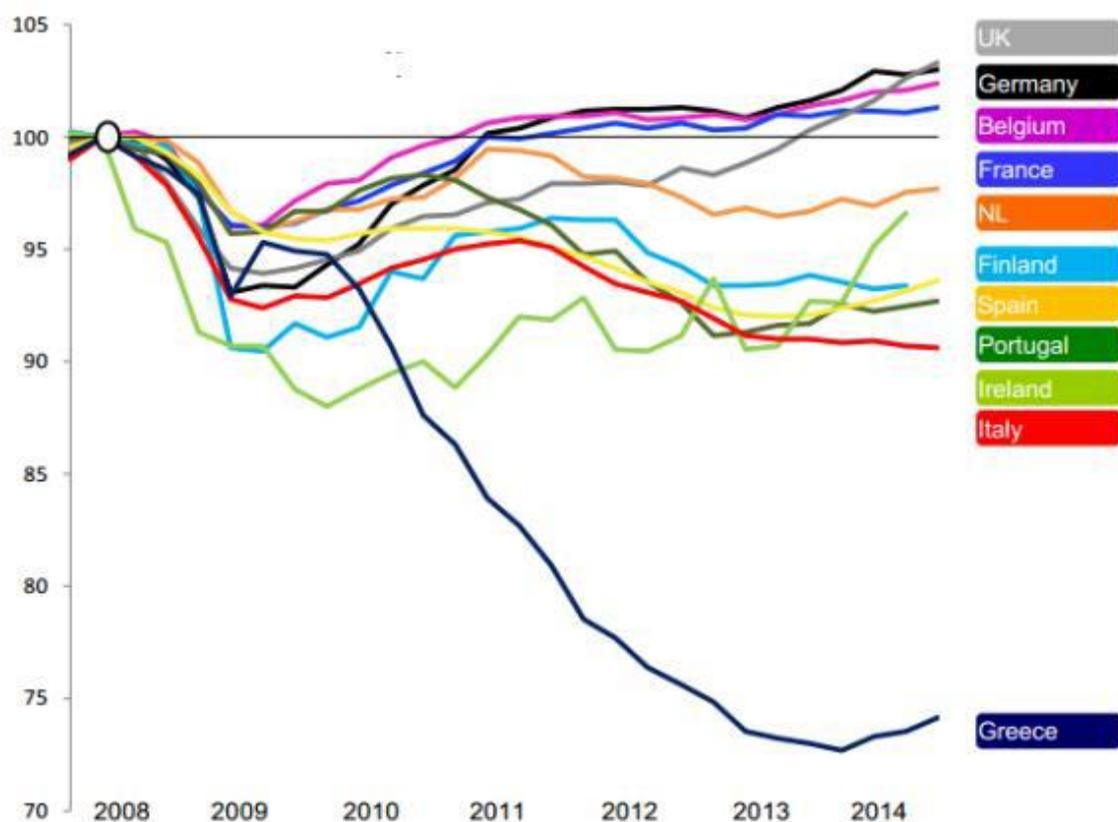
Sans politique de réactivation de la demande via les dépenses publiques, une situation de ce type a forcément tendance à s'ancrer dans le temps puisque les acteurs privés manifestent un évident désir de thésaurisation. Et donc c'est l'Etat qui doit redonner initialement un coup de fouet à la demande. En outre, le fait d'agir du côté de l'offre en redonnant des liquidités au monde bancaire n'est pas forcément de nature à doper l'économie réelle puisque rien ne garantit que les banques transféreront ces liquidités aux ménages et aux entreprises. Au contraire, on peut même tenir pour acquis qu'elles s'en serviront, comme nous l'avons vu, pour financer la spéculation. Dans ces conditions, l'Etat doit agir directement sur la demande via les dépenses gouvernementales.

#### *L'austérité en Europe : un facteur dépressif*

Il va de soi que la continuation de politiques d'austérité sur le Vieux Continent handicape profondément le potentiel de croissance de l'économie européenne. Le graphique, qui suit est de ce point de vue, particulièrement éclairant.

---

<sup>7</sup> La description des effets d'enchaînement propres à une crise structurelle de type déflationniste est directement empruntée à l'article qu'Irving Fischer a rédigé à ce sujet. Nous en avons repris la traduction française dans la Revue française d'économie (Fischer Irving. La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation (1933) in Revue française d'économie, volume 3, n°3, 1988. pp. 166-169).



Source : Coppola Comment (blog de Frances Coppola, journaliste pour Forbes et le Financial Times), *Greece's Great Depression*, 12 mars 2014. Url : <http://coppolacomment.blogspot.be/>

La réponse de l'Europe à la crise des dettes publiques passe par une sévère cure d'austérité imposée aux Etats membres. Les résultats désastreux de cette politique sont bien connus. Et les chiffres donnent le tournis. Le graphique qui précède permet de pointer l'échec des politiques d'austérité au sein de la zone euro puisque seules la Belgique, la France et l'Allemagne ont, en 2014, dépassé leur niveau de richesse de 2008. La situation la plus dramatique est, bien entendu, celle de la Grèce. On ne manquera cependant pas de pointer le cas de l'Italie qui semble placée sur une courbe descendante depuis 2011 après avoir connu initialement une remontée de 4 points à partir de 2009. Et malgré un retour de la croissance, les économies espagnole et portugaise n'ont toujours pas retrouvé leurs niveaux de 2008. Faute de réactivation de la demande, l'économie européenne stagne.

### *De l'utilité des déficits publics*

Les partisans de l'austérité font valoir que la Grande-Bretagne de David Cameron a réussi à retrouver la croissance alors que le pays a décidé d'appliquer des politiques économiques particulièrement agressives. Certes, le gouvernement Cameron a licencié près de 400.000 fonctionnaires et a réduit les allocations sociales. Cependant, le déficit budgétaire britannique est sensiblement plus élevé que dans le reste de l'Union européenne. La maîtrise des finances publiques britanniques constitue, d'ailleurs, une pierre d'achoppement dans les relations, depuis toujours compliquées, entre Londres et Bruxelles. La forte croissance de l'économie britannique (2,8% en 2014) n'a pas empêché le déficit public d'atteindre 5,2% sur l'exercice 2014-2015. De même, un déficit, excessif d'après la Commission, avait été constaté dès 2008 pour le Royaume-Uni qui devait, dès lors, changer la donne au cours de l'exercice budgétaire

2009-2010. Mais le déficit public britannique avait atteint un pic à 10,9% à cette époque. C'est donc un déficit public particulièrement important qui a permis à l'économie britannique de redécoller après la grande catastrophe de 2008.

On relèvera également que l'économie américaine a été portée à bout de bras par les déficits publics depuis la crise de 2008. Après l'éclatement de la bulle immobilière, les Etats-Unis n'ont pas hésité à pratiquer le déficit le plus important depuis 1945. Le déficit budgétaire américain pour l'exercice 2009 marquait un record à 11,8% du PIB. Le poste des dépenses augmentait de 18 points de pourcentage<sup>8</sup>. En 2010, le déficit public des Etats-Unis passait à 10,1% du PIB. En 2011, le déficit était de 9% du PIB. Le retour de la croissance a progressivement permis la réduction des déficits (les recettes fiscales ayant augmenté plus vite que les dépenses<sup>9</sup>) mais ces derniers sont restés importants. C'est ainsi que l'année 2012 a vu les Etats-Unis présenter un déficit de 7,39% du PIB. L'année 2013 voit une inflexion budgétaire importante avec un déficit de seulement 4,19% du PIB en 2013. Mais ce dernier repassait à 5,37% du PIB en 2014<sup>10</sup>. Jamais les Etats-Unis ne seraient passés sous les fourches caudines du Pacte de stabilité et de croissance en Europe. Aujourd'hui, les Etats-Unis disposent d'un marché de l'emploi jugé robuste par les spécialistes avec un taux de chômage de 4,9%<sup>11</sup>. Si la croissance américaine devait s'essouffler dans les mois à venir (ce qui est vraisemblable), nul doute que les déficits seront réactivés si la demande des ménages ralentit<sup>12</sup>.

On peut donc gager qu'à l'avenir, les politiques monétaires d'assouplissement quantitatif de la BCE manqueront superbement leur cible. Et la faute en incombera à l'austérité. On ne peut, en effet, raisonnablement prôner une politique visant à un gonflement du bilan des banques centrales et reprendre d'une main ce qu'on a donné de l'autre en corsetant les finances publiques de tout un continent. Au final, l'impact de la politique d'assouplissement quantitatif sur la croissance de la zone euro sera des plus limités.

---

<sup>8</sup> L'Usine Nouvelle, article mis en ligne le 8 septembre 2009.

<sup>9</sup> Les Echos, édition mise en ligne du 15 octobre 2015.

<sup>10</sup> Banque Mondiale, août 2016.

<sup>11</sup> Wall Street Journal, 8 août 2016.

<sup>12</sup> Le Monde, 29 avril 2016.