

Analyse



La Banque centrale européenne peut-elle relever l'économie de la zone euro ?

Réseau

Financité

Ensemble, changeons la finance



FÉDÉRATION
WALLONIE-BRUXELLES

Depuis 2015, on entend souvent parler de « quantitative easing » (« assouplissement quantitatif »). Face à ce nouveau concept, beaucoup d'entre nous ont du mal à suivre qui fait quoi et surtout pourquoi ? Comment distinguer les nombreuses politiques budgétaires et monétaires que mettent en place nos pouvoirs nationaux, d'une part, et l'Union européenne, d'autre part ? Nous essayerons, par cette analyse, de donner quelques clés pour comprendre ces notions.

En quelques mots :

- Explication des politiques monétaires et budgétaires au sein de l'Union européenne
- Explication de ce qu'est le *quantitative easing*
- bQuels sont les résultats espérés et en pratique ?

Mots clés liés à cette analyse : politique monétaire, *quantitative easing*, Banque centrale européenne, croissance, inflation

1 Introduction

Exergue

Le *quantitative easing* est l'un des mécanismes de politique monétaire mis en place par la Banque centrale européenne (BCE). Pour bien comprendre, il est primordial de clarifier en quoi consiste une politique monétaire et une politique budgétaire et quels sont leurs niveaux d'action. Une fois posés les impacts économiques qui sont escomptés de ces dernières, il sera plus facile d'aborder la manière dont cela se passe au sein de la zone euro. Nous espérons ainsi rendre plus aisée la compréhension du programme de *quantitative easing* que la BCE a mis en place depuis février 2015.

2 Quelle différence entre les politiques monétaires et budgétaires ?

2.1 La politique budgétaire

Les politiques budgétaires sont du ressort de l'État. Chaque année, le budget à allouer aux diverses activités est voté. La plus grande partie des charges publiques étant constantes, le pourcentage du budget qui peut changer d'une année à l'autre n'est que de l'ordre de 10 % environ. Les décisions sur les recettes et les dépenses publiques sont soumises à un débat et à un vote parlementaires. Le gouvernement peut opter pour une politique budgétaire expansionniste ou de rigueur. En jouant sur

les dépenses d'investissement public ou sur les impôts, par exemple, l'État peut influencer la consommation à la hausse ou à la baisse¹.

À l'échelon européen, la politique budgétaire est, du moins en théorie, une prérogative des États membres. L'Union européenne a pourtant un poids considérable sur celle-ci depuis le Traité de Maastricht. Plusieurs critères à respecter ont été instaurés, dont deux principaux au niveau budgétaire : le déficit budgétaire doit être inférieur à 3 % du PIB et le niveau de la dette publique doit rester inférieur à 60 % du PIB². Cependant, ces critères sont difficiles à tenir, particulièrement en temps de récession. L'Union européenne est donc en permanence obligée d'accorder des dérogations aux États. Le respect de ces critères implique que les États ne peuvent avoir recours à l'endettement que dans une certaine mesure. Et l'histoire nous a montré que, pour réduire le déficit budgétaire et rester dans les 3 % du PIB, les États optaient souvent pour des coupes dans les dépenses de la santé, de l'éducation, de la culture...

2.2 La politique monétaire

Les politiques monétaires doivent être comprises comme la marge de manœuvre dont dispose la banque nationale d'un pays pour, soit dynamiser, soit refréner l'économie. Son principal instrument est de jouer sur les taux directeurs. Ces taux correspondent aux taux d'intérêt auxquels les autres banques peuvent emprunter ou déposer de l'argent à la banque nationale³.

1 GÉNÉREUX J., *Introduction à la politique économique*, 3^e éd. Paris : Éditions du Seuil, 1999, p. 209.

2 DEMIER F., « Traité de Maastricht », *Encyclopædia Universalis*, disponible sur <http://www.universalis.fr/encyclopedie/traite-de-maastricht> (consulté le 13/07/2016).

3 Pour aller plus loin, voir EDELSZTEIN J., « Taux d'intérêt négatifs ou l'inefficace politique monétaire de la BCE », *Financité*, disponible sur <https://www.financite.be/fr/reference/taux-dinterets-negatifs-linefficace-politique-monetaire-de-la-banque-centrale-europeenne> (consulté le 13/07/2016).

Politique monétaire : l'influence des taux directeurs *Exergue*

Comment les taux directeurs permettent-ils d'assurer une certaine stabilité des prix ?

Lorsqu'il y a trop de liquidités sur le marché (en raison d'une croissance trop rapide) et qu'il existe donc un risque de forte inflation, la banque nationale augmente ses taux directeurs (taux auxquels les banques lui empruntent des liquidités), ce qui implique – par ricochet – que les banques commerciales augmentent également les taux d'intérêt des prêts qu'elles octroient. Lorsque les taux augmentent, il est plus avantageux d'épargner (puisque c'est mieux rémunéré), tandis que le crédit devient plus cher. Il y a dès lors un ralentissement de la croissance et donc de l'inflation : la banque nationale a atteint son objectif.

De la même façon, on comprend intuitivement que, lorsqu'il y a une baisse de liquidités sur les marchés et que la banque nationale veut soutenir la demande, elle baisse ses taux directeurs. Ainsi, le crédit devient plus accessible, l'épargne moins intéressante et la croissance reprend.

Bien sûr, nous exposons ici la théorie, qui peut être largement remise en question : est-il vrai que nous ajustons notre épargne et nos emprunts à chaque fois que les taux changent ? L'homme peut-il se réduire à un *Homo œconomicus* ? Nous nous permettons d'en douter fortement et de penser que beaucoup d'autres facteurs rentrent en ligne compte dans les décisions économiques. Mais restons-en à la théorie pour le moment, pour nous questionner ensuite sur son bon sens.

Au sein de la zone euro, les banques nationales des États membres ont perdu leur instrument de politique monétaire. En effet, en entrant dans la monnaie commune, les États ont renoncé à leur droit à décider des taux directeurs pour influencer l'économie de leur pays. C'est aujourd'hui à la BCE que revient ce rôle. Son principal objectif est la stabilité des prix, autrement dit une inflation stable, restant en dessous, mais proche de 2 %.

Pourquoi cet objectif d'une inflation à 2 % ?

Dans notre économie basée sur la croissance, les prix doivent augmenter doucement, mais constamment. Sinon l'activité économique stagnerait. Une inflation à 0 % pourrait trop rapidement devenir négative, ce qui nous ferait entrer en récession. À l'inverse, un haut taux d'inflation ferait monter les prix trop rapidement. La BCE vise donc une inflation stable, restant en dessous, mais proche des 2 %. La stabilité est très importante pour que l'on ait confiance dans le système : il est difficile de conclure des contrats à long terme, par exemple, lorsque les prix fluctuent en permanence.

Nous sommes aujourd'hui, au sein de la zone euro et de l'Union européenne en général, dans une situation où l'inflation avoisine les 0 %, avec un risque de déflation – soit une baisse générale des prix. La déflation est une position dangereuse pour notre système économique actuel : les prix baissant avec le temps, les gens reportent leurs achats, ce qui baisse encore la demande et, par conséquent, la production. La récession s'aggrave. Mais... un instant. Au-delà de ce que la théorie affirme, posons-nous la question : si les prix baissent, attendrons-nous qu'ils baissent encore plus, alors que nous savons que la BCE fait tout pour qu'ils remontent, ou profiterons-nous de l'occasion pour acheter ce dont nous avons besoin ? Si nous trouvons la maison de nos rêves, reporterons-nous notre achat parce que les prix *pourraient* continuer à baisser ? Arrêterons-nous de manger ? À méditer...

On a vu plus haut qu'une solution pour faire face à une inflation très basse est de baisser les taux directeurs. La BCE les a continuellement baissés, jusqu'à atteindre même des taux négatifs, sans que cela fasse repartir la croissance. Aujourd'hui, si les banques veulent déposer leur surplus de liquidités, une « épargne » à la BCE, elles récupéreront un montant inférieur à celui qu'elles y auront déposé initialement. La BCE essaie par ce moyen de décourager à tout prix l'épargne pour que les banques commerciales accordent davantage de crédits.

Seulement, pour que les banques prêtent, il faut une volonté de la part des ménages, des entreprises et/ou des États d'emprunter en vue de réaliser des dépenses ou des investissements. Or, les États se sont déjà fortement endettés pour sauver les banques et le taux d'endettement des ménages est également très élevé – il est passé de 40 % du PIB en 2003 à 56,5 % en 2014 en Belgique⁴. Au regard de la situation économique morose dans laquelle l'Europe se trouve depuis la crise, ni les ménages ni les entreprises n'ont confiance en l'avenir et ne sont prêts à investir. Actuellement, on préfère, si on le peut, se constituer un matelas de sécurité plutôt que dépenser.

4 DU CAJU P., ROELANDT T., VAN NIEUWENHUYZE C., ZACHARY M-D., « L'endettement des ménages : évolution et répartition », *BNB Revue économique*, disponible sur https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2013/revecoii2013_h3.pdf (consulté le 12/07/2016).

Politique monétaire et budgétaire : des objectifs opposés

Arrêtons-nous un moment. Il y a ici un solide paradoxe entre la politique budgétaire d'austérité où l'on nous a répété que l'on avait « trop dépensé », qu'il fallait maintenant se « serrer la ceinture », et cette politique monétaire où l'on veut que l'on demande du crédit, que l'on consomme et que l'on fasse repartir la machine. À force de coupes dans le budget public et de licenciements, il semble assez normal que les gens n'aient plus confiance dans le futur.

3 Le quantitative easing (QE)

Ne réussissant pas à atteindre son objectif d'inflation à 2 %, la BCE a décidé de recourir à une solution dite « non conventionnelle », appelée le « *quantitative easing* » (QE), « l'assouplissement quantitatif ». Celui-ci consiste à injecter des liquidités dans l'économie, et cela par le biais des marchés financiers. La BCE achète ainsi chaque mois, pour un montant de **60 milliards d'euros**, des actifs financiers du secteur public et privé. La répartition est d'environ 88 % d'obligations d'État et d'institutions européennes et 12 % du secteur privé (banques ou entreprises)⁵. Si la BCE avait déjà des programmes d'achat d'actifs du secteur privé auparavant, le QE se différencie de ces programmes par l'achat d'obligations d'États.

Si c'est la BCE qui a lancé le QE, elle n'achète que 20 % des titres chaque mois, soit pour un équivalent de 12 milliards d'euros. Les 80 % restants sont achetés par les banques nationales des pays de la zone euro. Puisqu'un produit financier représente toujours un risque, même s'il peut être minime, les 20 % de titres que détient la BCE sont à risque partagé entre tous les pays⁶. Le reste est à la charge de l'État qui les achète.

- **Théoriquement, quels devraient être les résultats ?**

L'objectif principal est de relancer l'inflation et, donc, la croissance. La BCE pense que le *quantitative easing* devrait donner divers résultats qui influenceraient tous positivement l'inflation.

Premièrement, le QE devrait faire baisser la rentabilité des obligations et donc pousser les gens soit à acheter des titres plus risqués (tels que ceux d'entreprises), soit à dépenser leur argent directement dans l'économie. Comment ? En achetant des obligations, la BCE augmente la demande pour ces titres, ce qui a un double effet :

5 European Central Bank, « Asset purchase programmes », disponible sur <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.en.html> (consulté le 12/07/2016).

6 BLOT F., CREEL J., HUBERT P., LABONDANCE F., « Que peut-on attendre de l'assouplissement quantitatif de la BCE ? », *Revue de l'OFCE*, 2015, n° 138, p. 11, disponible sur <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf-articles/actu/es1-160415.pdf> (consulté le 07/07/2016).

- **la valeur des obligations monte**

Une obligation est composée d'une valeur faciale fixe, le montant que l'on récupère à l'échéance, et de coupons, c'est-à-dire un pourcentage de cette valeur faciale que le détenteur de l'obligation reçoit de façon périodique (cela peut être chaque année, chaque 6 mois, 3 mois ou moins). Le prix de l'obligation, par contre, varie sur le marché en fonction de l'offre et de la demande. Imaginons un État qui émet des obligations d'une valeur nominale de 1000 euros sur le marché primaire. Quelqu'un en achète une et la revend à la BCE sur le marché secondaire. La BCE détient alors une promesse de remboursement de la valeur faciale de l'obligation, c'est-à-dire 1000 euros. Par ailleurs, elle reçoit un coupon annuel de 5 % : elle recevra donc chaque année, jusqu'à l'échéance, 50 euros. S'il y a une forte demande pour les obligations de cet État sur le marché secondaire, le prix augmentera, suivant la loi de l'offre et de la demande. Si la demande est faible, le prix sera bas pour attirer les investisseurs, qui pourront acheter à un prix inférieur une obligation qui leur rapportera à échéance un montant supérieur.

- **le rendement des titres baisse**

Si la BCE achète en bourse, à 1050 euros, une obligation de valeur faciale de 1000 euros et de coupon annuel de 5 %, elle recevra toujours 50 euros par an (et non 5 % de 1050 euros), et donc son rendement ne sera pas de 5 %, mais de 4,76 %. Si le prix en bourse était plus faible et que l'obligation coûtait 950 euros, le détenteur de l'obligation recevrait toujours 50 euros et son rendement (50 euros/950 euros) serait de 5,26 %.⁷

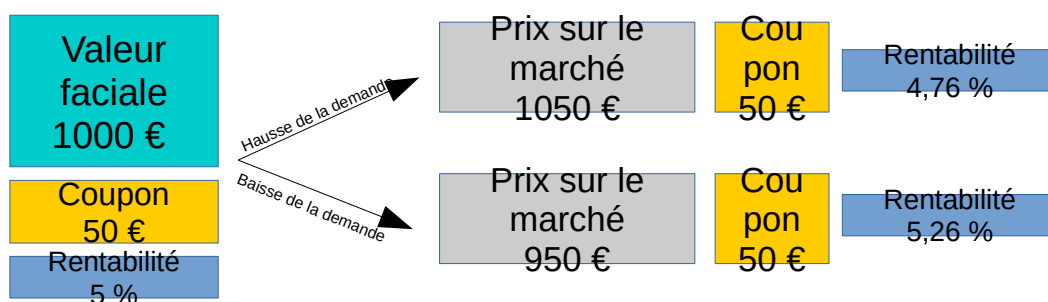
Comment se fait-il que la BCE puisse financer les États alors qu'il est explicitement indiqué que c'est interdit par ses statuts ? La BCE n'a pas le droit de financer directement les États en leur achetant des obligations sur le marché primaire, mais il est parfaitement légal d'en acheter sur le marché secondaire.

Marché primaire : le marché primaire est le lieu de rencontre entre les émetteurs de produits financiers (ex. : une entreprise ou un État qui émet des obligations pour se financer) et les investisseurs qui les achètent.

Marché secondaire : Le marché secondaire est le lieu de rencontre entre les investisseurs désireux d'acheter ou vendre des titres qui ont préalablement été achetés sur le marché primaire. On appelle ce marché *la bourse*.

⁷ Goldwasser Exchange, « Le rendement de l'obligation », disponible sur <http://www.oblis.be/fr/school/le-rendement-de-l%E2%80%99obligation-523487> (consulté le 13/07/2016).

Si la valeur d'un titre augmente, cela enrichit le détenteur du titre. Si j'ai acheté une obligation à 950 euros, et que sa valeur augmente à 1050, cela veut dire que je peux revendre mon obligation et gagner ainsi 100 euros. Je pourrai utiliser ce bénéfice soit pour le dépenser dans l'économie réelle, soit pour me tourner vers des titres plus risqués, mais plus lucratifs, tels que ceux d'entreprises qui, en étant financées, pourraient produire plus.



Un deuxième résultat attendu par le QE est d'assurer que les taux d'intérêt resteront bas au moins jusqu'à la fin du programme. Des taux d'intérêt faibles permettent aux PME et aux ménages d'accéder facilement à des crédits. Comme on l'a vu plus haut, augmenter les taux directeurs a pour effet de réduire la croissance. Or, la *quantitative easing* vise à la relancer. Nous savons donc que la BCE ne rehaussera pas ses taux directeurs pendant au moins toute la durée du QE, les deux politiques ayant des effets contraires.

Troisièmement, le QE permettrait de faire baisser la valeur de l'euro face au dollar. De cette façon, les exportations de la zone euro deviendraient plus compétitives, offrant des produits à un prix plus bas que d'habitude. Les produits importés deviennent, quant à eux, plus chers, ce qui amène donc de l'inflation, dite « inflation importée ».

- **Pratiquement, quels sont les résultats ?**

Après avoir vu ce qu'est le *quantitative easing* et quels sont ses objectifs théoriques, voyons ses résultats effectifs. Si l'objectif principal du QE est de rehausser le taux d'inflation, il semble assez évident que cela n'a pas fonctionné. Effectivement, nous avons déjà eu trois fois des taux d'inflation négatifs depuis le début de l'année 2016 (-0,2 % en février et avril 2016 et -0,1 % en mai 2016)⁸.

Le premier résultat attendu n'a pas été atteint : en achetant des obligations d'État et en baissant donc leur rendement, la BCE ne pousse pas les gens à se tourner vers des

⁸ Eurostat, « Le taux d'inflation annuel de la zone euro en hausse à 0,1 % », 30/06/2016, disponible sur <http://ec.europa.eu/eurostat/> (consulté le 13/07/2016).

titres plus risqués, mais à acheter des obligations d'État hors zone euro ! La dette américaine est la grande gagnante de ce retournement de situation. Le rendement d'un titre de dette allemande est, par exemple, passé à -0,17 % (il faut donc payer pour l'avoir) tandis que la dette américaine rémunère ses titres à 1,37 %. Rien d'étonnant à ce que l'on soit face à une fuite des capitaux⁹ !

En inondant les marchés financiers de liquidités, la BCE remplit principalement les poches des plus hautes sphères de la société. Contrairement à ce qu'on observe aux États-Unis, il n'est pas si répandu dans la population européenne d'avoir un portefeuille d'actifs proéminent et très rentable¹⁰. En Belgique, la part des ménages possédant des actifs financiers cotés en bourse est inférieure à 15 %¹¹. Par le biais du QE, la BCE enrichit les détenteurs de titres. Mais ceux qui peuvent se permettre d'acheter des produits financiers sont-ils ceux qui ont le plus besoin d'être enrichis ? Une analyse montre qu'environ 55 % des actifs financiers sont détenus par les 5 % les plus riches. Cela implique donc que chacun de ces riches ménages augmenterait sa richesse d'au moins 95 000 euros après 15 mois de QE¹². Le programme de la BCE repose sur l'idée que l'argent injecté dans les marchés financiers « ruissellerait » dans l'économie réelle. Or, on voit actuellement que les riches ne dépensent pas plus d'argent qu'auparavant.

Le deuxième résultat attendu est atteint : les taux d'intérêt bancaires sont toujours très bas. Mais, comme nous l'avons mentionné plus haut, pour que les banques octroient du crédit, il faut qu'il y ait de la demande. Or, les perspectives d'avenir et les souvenirs de la crise nous rendent plutôt frileux à l'idée de nous endetter encore. Le deuxième résultat n'a donc pas influencé positivement l'inflation.

Enfin, l'objectif de la baisse de l'euro face au dollar est lui aussi atteint : alors que l'on tournait autour de 1,25 EUR/USD fin 2014, nous sommes, depuis 2015 (et le début du QE), à un taux de change d'environ 1,10 EUR/USD¹³. Néanmoins, si cela rend bien les pays de la zone euro plus compétitifs, l'inflation importée par les

9 *Les Échos* (05/07/2016), « Dette : comment la BCE et la BoJ font fuir les investisseurs domestiques », disponible sur [http://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/0211100250502-dette-comment-la-bce-et-la-boj-font-fuir-les-investisseurs-domestiques-2012362.php#xtor=EPR-13-\[finances_marches\]-20160706-\[Prov\]-2036056%402](http://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/0211100250502-dette-comment-la-bce-et-la-boj-font-fuir-les-investisseurs-domestiques-2012362.php#xtor=EPR-13-[finances_marches]-20160706-[Prov]-2036056%402) (consulté le 06/07/2016).

10 *Les Échos*, « Le QE à l'européenne, une expérience incertaine », disponible sur http://www.lesechos.fr/22/01/2015/LesEchos/21861-052-ECH_le-qe-a-l-europeenne--une-experience-incertaine.htm (consulté le 06/07/2016).

11 DU CAJU P., « Structure et répartition du patrimoine des ménages : une analyse menée sur la base de la HFCS », *BNB revue économique*, disponible sur https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2014/revecoii2014_h4.pdf (consulté le 14/07/2016).

12 VAN LERVEN F., « Recovery in the Eurozone. Using Money creation to stimulate the real economy », *Positive Money*, disponible sur <https://positivemoney.org/wp-content/uploads/2015/12/Recovery-in-the-Eurozone-FINAL-WEB-READY-2015-12-11.pdf> (consulté le 26/07/2016).

13 Convertisseur Devise, disponible sur <https://convertisseur-devise.com/?gclid=CPfn3Pz64M0CFW8o0wodtl4PfA> (consulté le 14/07/2016).

produits étrangers peut être vue comme une inflation « faussée » ; en effet, elle n'implique en rien la reprise de la demande intérieure¹⁴.

Par ailleurs, deux autres éléments sont à prendre en considération :

En faisant augmenter la valeur des actifs de façon artificielle à coup d'achats massifs (les 60 milliards d'euros dépensés chaque mois), ceux-ci se détachent de leur valeur réelle, ce qui crée un risque de bulle financière. Les précédentes crises nous ont enseigné qu'il ne peut y avoir une montée infinie des prix, et que, lorsque les marchés financiers dégringolent, nous sommes les premiers à en payer le prix.

De plus, si le QE est censé permettre aux entreprises de trouver du financement, il n'aide pas toutes les entreprises de la même façon ; en poussant les gens à se tourner vers des titres d'entreprises, la BCE pousse à se tourner vers les plus grosses entreprises, celles qui sont cotées en bourse. Les PME, par exemple, ne se financent généralement pas sur le marché financier et ne profitent dès lors pas de l'action de la BCE.¹⁵

4 Conclusion

Face à une économie morose, la Banque centrale européenne a d'abord essayé de baisser ses taux directeurs à des niveaux historiquement bas : sans succès. Elle a alors entrepris ce grand programme de *quantitative easing* : sans succès notable jusqu'à présent. En décembre 2015, elle a donc décidé de le prolonger jusqu'en mars 2017¹⁶. Si cela ne fonctionne toujours pas, qu'inventera-t-elle ensuite ?

Et si nous l'aidions à inventer, en suggérant des alternatives diverses comme l'hélicoptère monétaire (*helicopter money*), qui propose de distribuer ces 60 milliards d'euros par mois aux citoyens européens, de manière à irriguer directement l'économie réelle ? Ou bien l'allocation universelle, qui imagine une rémunération inconditionnelle des citoyens ? Mais peut-être aussi devrions-nous voir cela comme le signe que ce système économique n'est pas approprié et que, plutôt que de chercher des solutions pour le résoudre, nous devrions le dissoudre ? Nous amènerons des pistes de solutions au cours d'une analyse à suivre (très) prochainement...

Joëlle Saey-Volckrick

Relecture scientifique : Arnaud Marchand

Août 2016

14 Article les Échos, « Le QE à l'europeenne, une expérience incertaine », loc. cit.

15 Article les Échos, « Le QE à l'europeenne, une expérience incertaine », loc. cit.

16 Article Le Monde (03/12/2015), « La BCE déploie de nouvelles armes pour relancer la croissance européenne », disponible sur http://www.lemonde.fr/economie/article/2015/12/03/la-bce-deploie-de-nouvelles-armes-pour-relancer-la-croissance-europeenne_4823515_3234.html (consulté le 06/07/2016)

Si vous le souhaitez, vous pouvez nous contacter pour organiser avec votre groupe ou organisation une animation autour d'une ou plusieurs de ces analyses.

Cette analyse s'intègre dans une des 3 thématiques traitées par le Réseau Financité, à savoir :

Finance et société :

Cette thématique s'intéresse à la finance comme moyen pour atteindre des objectifs d'intérêt général plutôt que la satisfaction d'intérêts particuliers et notamment rencontrer ainsi les défis sociaux et environnementaux de l'heure.

Finance et individu :

Cette thématique analyse la manière dont la finance peut atteindre l'objectif d'assurer à chacun, par l'intermédiaire de prestataires « classiques », l'accès et l'utilisation de services et produits financiers adaptés à ses besoins pour mener une vie sociale normale dans la société à laquelle il appartient.

Finance et proximité :

Cette thématique se penche sur la finance comme moyen de favoriser la création de réseaux d'échanges locaux, de resserrer les liens entre producteurs et consommateurs et de soutenir financièrement les initiatives au niveau local.

Depuis 1987, des associations, des citoyens et des acteurs sociaux se rassemblent au sein du Réseau Financité pour développer et promouvoir la finance responsable et solidaire.

Le Réseau Financité est reconnu par la Communauté française pour son travail d'éducation permanente.