

Helicopter Money : Et si la Banque Centrale Européenne distribuait directement de l'argent aux ménages ?

Depuis maintenant plusieurs années, la Banque Centrale Européenne tente par tous les moyens de relancer l'inflation... mais c'est un peu la grande galère ! Malgré (entre autres) un taux directeur nul, un taux d'intérêt sur les dépôts négatif, les (T)LTRO (prêts aux banques à long-terme à taux faible) et la mise en place du Quantitative Easing en mars 2015 avec l'injection de 60 milliards de liquidité par mois via le rachat d'obligations souveraines sur le marché secondaire (et même 80 milliards par mois désormais, avec l'extension du rachat aux obligations d'entreprises), l'inflation reste nulle ! Pourquoi ? Et bien pour faire très simple, car l'activité réelle ne repart pas réellement : la masse monétaire est quasiment stable (malgré la forte hausse de la base monétaire / monnaie banque centrale) et cet excès de liquidité se trouve actuellement principalement sur les marchés financiers (risque de bulles) ou bien dans les réserves des banques. En passant par le système financier, la politique monétaire de la BCE ne semble donc pas actuellement réussir à irriguer l'économie pour favoriser l'investissement puis la consommation. Mais alors, pourquoi la BCE n'investirait pas directement dans l'économie, ou bien pourquoi elle ne distribuerait pas directement de l'argent aux ménages pour qu'ils puissent consommer plus afin de relancer la croissance puis l'inflation ?

Cette proposition correspond à une implémentation du concept "d'helicopter money" discuté par le Prix Nobel Milton Friedman dans son ouvrage "The Optimum Quantity of Money" en 1970. "L'inflation étant toujours et partout un phénomène monétaire", il est assez facile de créer de l'inflation en distribuant à la foule des billets de banques nouvellement imprimés depuis un hélicoptère. Et depuis que Mario Draghi a utilisé les termes "very interesting concept" après une question concernant "l'helicopter money" (source : "Introductory statement to the press conference (with Q&A)"), c'est un peu "l'enflammade générale" sur ce sujet. Bon, Super Mario a aussi dit que la BCE n'y avait pas réellement réfléchi, que c'était clairement complexe (légalement et comptablement) à mettre à place et que tout dépendait de quel type "d'helicopter money" l'on parlait (distribution directe aux ménages, monétisation de la dette...), mais passons...

En zone euro, le projet est porté (entre autres) par le "QE4People" et ses 65 économistes signataires (source : "65 Economists call for QE for people in the Eurozone") ! Les trois schémas suivants, extraits justement du site <http://www.qe4people.eu/> montrent (1) la situation théorique dans laquelle un Quantitative Easing (injection de liquidité en échange d'actifs financiers) permet de faire baisser les taux et de stimuler l'économie, et dans laquelle la hausse du prix des actifs financiers se répercute ensuite sur l'économie réelle, (2) la situation "réelle" (selon QE4People) dans laquelle le Quantitative Easing ne fait que créer des bulles et enrichir les plus riches (sans déversement) et (3) la solution apportée par QE4People, à savoir le financement d'investissements publics directement par la Banque Centrale, voire même la distribution pure et dure, sans contrepartie, d'un dividende de 175 euros par mois à l'ensemble des habitants de la zone euro (le Captain' suppose que ce chiffre de 175 euros correspond simplement aux 60 milliards mensuel du Quantitative Easing actuel, divisé par la population de la zone euro... et le compte est à peu près bon).

Mais alors, est-il préférable d'injecter des liquidités via un rachat d'actifs (Quantitative Easing actuel), en réalisant directement des investissements publics ou bien en distribuant directement de l'argent aux ménages ? Et bien en fait, il est important de comprendre qu'ici on essaye de comparer des pommes, des poires et des oranges !

D'un côté, dans le cas Quantitative Easing actuel, la BCE "imprime de la monnaie" pour acquérir des actifs financiers qui existaient déjà sur le marché (rachat sur le marché secondaire). Ces actifs rentrent alors dans le bilan de la Banque Centrale (au lieu d'être à l'actif des agents du secteur financier) et rapportent des intérêts, permettant au passage à la Banque Centrale de réaliser des profits (1 milliard d'euros de profit en 2015 - source "Financial statements of the ECB for 2015"). Il n'y a donc pas d'émission de dettes nouvelles et la Banque Centrale a toujours la possibilité, dans le futur, de revendre ces actifs pour réabsorber de la liquidité (pour plus de détails, voir : "Le Quantitative Easing (QE), c'est quoi?").

Dans le cas d'investissements publics "quasi-direct" par la Banque Centrale, il faudrait à priori tout de même passer par une institution (type "Banque Européenne d'Investissement) qui émettrait des obligations pour se financer afin de prêter ensuite à divers projets de l'économie réelle. Dans ce cas, les obligations seraient achetées sur le marché par la BCE, avec donc une hausse de la taille de son bilan et une hausse de l'endettement total. Si les prêts réalisés par la Banque Européenne d'Investissement (BEI) sont remboursés par la suite, alors elle pourra elle même rembourser la BCE (réabsorption de liquidité et diminution du bilan). L'objectif est alors ici de court-circuiter les banques privées en passant donc par une banque publique pour faciliter le financement de projets. Cela implique cependant qu'il y ait en face une réelle "demande" de crédit et un nombre suffisant de projets viables répondant aux critères de la BEI.

Enfin, dans le cas d'une distribution directe aux ménages, cela devrait impliquer une vraie "monétisation de la dette" (lire à ce sujet : "Attention à bien comprendre ce qu'est vraiment la monétisation" - CIB Natixis, 2012). En effet, contrairement aux deux cas précédents, si une Banque Centrale versait (par l'intermédiaire de l'Etat à priori) de l'argent directement aux ménages, non pas en prêt mais sous la forme de don (ou bien sous la forme d'une réduction fiscale équivalente), l'injection de liquidité serait permanente. Dans ce cas, et en considérant un bilan consolidé "Etat + Banque Centrale", la dette publique serait alors transformée en monnaie (voir : "La monétisation de la dette de nos jours: pourquoi ce concept doit être interprété différemment"). Alors, oui, en poussant le bouchon un peu loin, on peut toujours dire "oui mais cette injection ensuite augmentera les recettes de l'Etat car tout ira mieux, et donc entraînera des flux entrants dans un bilan consolidé Etat+Banque Centrale pour permettre ensuite de réabsorber l'excès de liquidité et calmer les risques inflationnistes". Oui d'accord, mais il faut arrêter la drogue aussi ... Une distribution directe aux ménages serait donc inflationniste avec un impact sur l'économie réelle à peu près nul à long-terme, si l'on reprend la fameuse théorie quantitative de la monnaie (ou le concept de "neutralité de la monnaie" ou de "dichotomie entre la sphère réelle et monétaire"). Sur le court-terme, c'est par contre plus discutable ; cette stratégie est très risquée (perte de crédibilité de la Banque Centrale, risque de perte de contrôle de l'inflation...) mais il n'est pas aberrant d'envisager un ajustement imparfait des prix ou des salaires pouvant entraîner un boost de production et un effet positif à court-terme.

"Et toi Captain', tu en penses quoi de tout ça ?". Oulah, question piège ! Globalement, le constat fait par le QE4People est plutôt pas mal ; il est vrai que les différentes politiques monétaires, conventionnelles puis non-conventionnelles, n'ont pour le moment pas permis à la zone euro de sortir réellement de la déflation, ni de clairement relancer l'investissement productif et la croissance (sans oublier que le seul et unique objectif de la BCE est l'inflation, contrairement à la FED qui a aussi un objectif d'emploi et de taux d'intérêt... mais bref, la conclusion est que la BCE n'atteint pas son objectif depuis quelques années). Cet excès de liquidité crée de plus une distorsion du prix des actifs, et donc une potentielle

instabilité sur les marchés financiers.

Le problème principale est que l'on attend que la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne sauve la zone euro et génère de la croissance à elle seule, alors que (1) ce n'est pas vraiment son rôle et (2) on ne lui en donne pas vraiment les moyens ! Concernant le second point, la BCE a en effet beaucoup moins de marge de manoeuvre que la FED, qui, pour faire simple, peut racheter un peu tout et n'importe quoi et gérer la taille de son bilan et le niveau de risque un peu comme elle le souhaite. Par exemple, en 2008, la FED a racheté pour 500 milliards de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS - Mortgage-Backed Securities) pour enrayer la crise du crédit et de l'immobilier, chose que la BCE n'aurait pas pu faire de par ses statuts. A l'inverse, la BCE a eu pas mal de difficultés à mettre en place, malgré l'urgence, le Securities Market Programme (SMP) en 2010, en devant "stériliser" l'opération (alors qu'au Royaume-Uni, au Japon et aux U.S.A, le rachat de dette sur le marché secondaire se fait simplement) et chaque décision est fortement contestée (avec même des recours devant le tribunal constitutionnel pour contester la légalité des programmes de la BCE). Sur ce point, il serait donc important de laisser plus de flexibilité à la BCE (au moins autant de flexibilité que les autres grandes Banques Centrales), afin qu'elle puisse intervenir, si besoin, dans les meilleurs délais, tout en évitant qu'une panique se propage simplement car légalement il existe des incertitudes sur la capacité de la BCE à réaliser telle ou telle action.

Mais attention : cela ne veut absolument pas dire que la BCE se doit de racheter à tout va de la dette sur le marché primaire ou de monétiser directement les dettes publiques. L'injection permanente de liquidité dans le système entraîne à long-terme de l'inflation. La croissance ne vient pas de l'évolution de la masse monétaire, mais de l'évolution des facteurs de production (capital humain, capital physique, terre...) / de l'évolution de la productivité, de la population active et du nombre d'heures travaillées. Bref, tout cela pour dire que le 'Captain', tout en étant totalement d'accord avec le côté "la situation actuelle est tout de même pas optimale", est très sceptique sur la solution "helicopter money" et distribution directe aux ménages. Concernant la proposition d'un financement de l'économie indirect en passant par la Banque Européenne d'Investissement plutôt que par le système financier classique, cela a en effet une bonne tête sur le papier, mais est tout de même loin d'être simple à mettre en place. Cela exige de plus qu'une banque publique soit capable de mieux faire son boulot (octroi de crédit) qu'une banque privée, ce qui est une hypothèse qui n'est pas non plus anodine.

Conclusion : Il est important d'arrêter d'attendre des miracles de la politique monétaire. "Relancer la croissance, créer de l'emploi, éviter les bulles, assurer la stabilité des prix, maintenir la stabilité du système financier"... Cela fait tout de même pas mal de choses pour un seul homme ! Sans accord politique / budgétaire / réglementaire et sans cohérence économique, le pauvre Mario Draghi ne va pas réussir à maintenir le bateau à flot tout seul. De plus, en facilitant (indirectement) le financement des Etats et en baissant fortement les taux d'intérêt souverains (négatifs dans de nombreux pays de la zone, même sur le moyen terme), la politique monétaire actuelle tend à diminuer les incitations aux réformes structurelles dans les pays de la zone, et donc à simplement "repousser le problème". Bref, les gouvernements européens doivent eux aussi prendre leurs responsabilités !