

## La politique d'assouplissement quantitatif : limites et alternative

Gilbert Koenig\*

**La politique d'assouplissement quantitatif mise en place par la BCE en 2015 consiste à alimenter en liquidités essentiellement le secteur financier en espérant que ces injections se transmettront au secteur privé par les canaux du crédit et des marchés financiers. Mais du fait de la faible efficacité de ces canaux, l'essentiel de ces liquidités reste dans les circuits financiers. Il paraît donc nécessaire d'envisager une politique alternative consistant à faire bénéficier directement le secteur non financier privé et/ou public des liquidités fournies par une nouvelle politique d'assouplissement quantitatif dont les caractéristiques doivent être spécifiées et dont l'efficacité doit être évaluée.**

En mars 2015, la BCE a décidé, dans le cadre de sa politique monétaire non conventionnelle, de prendre des mesures d'assouplissement quantitatif analogues à celles mises en œuvre aux Etats Unis, en Grande-Bretagne et au Japon. Cette politique dont les mesures ont été amplifiées en mars 2016 consiste à injecter dans les circuits financiers un volume de liquidités de 1680 milliards d'euros de mars 2015 à mars 2017. On espère que les effets de cette expansion monétaire dans le secteur financier se transmettront au secteur non financier et que de ce fait la déflation qui menace la Zone Euro pourra être évitée. La faible efficacité de cette injection massive de liquidités constatée jusqu'ici a suscité des réflexions sur une alternative à la politique actuelle consistant à substituer à l'injection de liquidités au bénéfice du secteur financier, une alimentation monétaire directe du secteur non financier (entreprises, ménages, secteur public). Cette idée est soutenue depuis 2015 par différents mouvements, comme le *think tank* britannique *Positive Money*. Elle a également suscité l'adhésion de certains économistes, comme J. Muellbauer, et certains responsables politiques, comme J. Corbyn, chef du parti travailliste anglais, et elle a fait l'objet d'une campagne européenne à laquelle participent plusieurs mouvements soutenant des propositions différentes. En février 2016, elle a constitué le thème d'une conférence au Parlement européen et en mars 2016, le président de la BCE n'a pas semblé l'exclure a

priori de ses réflexions sur l'évolution de la politique monétaire<sup>1</sup>.

L'analyse des mécanismes de transmission de la politique actuelle d'assouplissement quantitatif ciblé sur le secteur financier permet de comprendre la faible efficacité de cette action monétaire constatée jusqu'ici et la faible probabilité que peut avoir son prolongement pour atteindre ses objectifs. Il semble donc nécessaire d'envisager des politiques alternatives, comme celle préconisant une création monétaire alimentant directement les encaisses des agents du secteur non financier.

### 1. La nature et les limites des canaux de transmission de la politique actuelle d'assouplissement quantitatif

Le taux d'inflation de la zone euro mesuré par l'évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé s'est éloigné sensiblement du niveau de l'objectif fixé par la BCE (moins de 2 %, mais proche de ce taux). En effet, il est passé de 1,4 % en 2013 à 0,4 % en 2014 pour devenir nul en 2015. En 2016, il est passé de 0,3 % en janvier à -0,2 % en février pour redevenir nul en mars. Pour éviter la déflation qui a déjà frappé plusieurs pays

<sup>1</sup> Le Président de la BCE n'a pas rejeté cette idée. En effet, à une demande sur l'opportunité de mettre en place un assouplissement quantitatif pour le secteur non financier, il a répondu, au cours de son intervention du 10 mars 2016 : « c'est une idée intéressante...mais nous ne l'avons pas encore réellement examinée ».

\* BETA, Université de Strasbourg

---

européens, la BCE a lancé en 2015 un programme d'assouplissement quantitatif (QE : *Quantitative Easing*) dont le volume a été amplifié en mars 2016. Ce programme consiste pour le Système Européen des Banques Centrales (SEBC) à créer de la monnaie pour financer des achats de titres sur le marché financier secondaire à raison de 60 milliards d'euros par mois de mars 2015 à mars 2016, puis de 80 milliards par mois jusqu'en mars 2017, cette durée pouvant être prolongée si nécessaire. Les achats portent essentiellement sur des titres publics, mais il est prévu d'augmenter la part des achats de titres privés à partir de mars 2016.

La BCE compte sur différents canaux de transmission de sa politique pour lutter contre le risque de déflation qui menace l'ensemble de la Zone Euro. Ces canaux passent par les crédits bancaires et par les marchés financiers

### ***Le canal du crédit bancaire***

En achetant des titres détenus par les banques, la BCE injecte des liquidités qui devraient inciter ces institutions à distribuer plus de crédits au secteur non financier et ainsi à créer de la monnaie au bénéfice de ce secteur. Il devrait en résulter une hausse de l'activité économique et des prix.

Cet effet attendu repose sur la théorie du multiplicateur de crédit selon laquelle une hausse du volume de la monnaie banque centrale<sup>2</sup> détermine une augmentation d'un montant plus élevé des crédits au secteur non financier. Mais, pour que ce mécanisme fonctionne, il faut que les banques soient disposées à accorder des crédits et qu'il existe une demande pour ces crédits. Or, en période de récession ou de faible conjoncture, les banques sont généralement peu généreuses, même si elles détiennent des réserves suffisantes, notamment parce que les risques de non-remboursement augmentent<sup>3</sup>. De plus dans une telle période, la demande de crédit est souvent insuffisante, car les ménages hésitent à

s'endetter pour les achats de biens durables et pour les acquisitions immobilières. Quant aux investisseurs, ils sont moins contraints par les besoins de liquidités que par les perspectives de débouchés. Cela est confirmé par une enquête qui a été menée par la BCE auprès de grandes entreprises du secteur industriel, de la construction et des services et qui montre que la baisse de l'investissement en 2015 par rapport à son niveau atteint avant la crise n'est pas due à l'accès au crédit mais essentiellement à la faiblesse de la demande et aux faibles perspectives de débouchés<sup>4</sup>.

Selon la BCE, les crédits au secteur privé continue à progresser assez faiblement surtout ceux accordés aux entreprises non financières dont le volume en février 2016 reste légèrement inférieur à celui de 2013<sup>5</sup>.

Du fait de la faible expansion de leurs activités de crédit, les banques sont amenées à chercher des placements alternatifs pour les liquidités qui leur sont proposées généreusement par le SEBC. Certaines ont décidé d'accroître leurs réserves excédentaires auprès du SEBC avec des liquidités obtenues à des intérêts inférieurs à ceux rémunérant leurs dépôts. Cette solution est devenue moins avantageuse depuis la décision de soumettre ces dépôts à des taux négatifs.

Les banques peuvent également utiliser leurs liquidités pour renforcer leurs capitaux propres afin de mieux garantir leurs prêts, conformément aux mesures de régulation du Comité de Bâle, et pour faire face au risque de non-remboursement des titres toxiques encore présents dans leurs bilans. Selon la BCE, l'assainissement des bilans bancaires et l'existence d'importantes créances douteuses constituent encore, en mars 2016, des freins à l'expansion des crédits bancaires.

Enfin, les banques, comme d'autres institutions bénéficiaires de la politique d'assouplissement quantitatif peuvent être incitées à placer les importantes liquidités fournies par le SEBC sur les marchés financiers en privilégiant les achats de titres privés dont les rendements sont plus

---

<sup>2</sup> La monnaie banque centrale constitue la base monétaire. Elle est créée par la banque centrale en contrepartie des créances sur l'extérieur et sur le Trésor et des concours aux établissements de crédit. Elle se distingue de la masse monétaire, c'est-à-dire de la monnaie créée par les institutions monétaires en faveur du secteur non financier à l'occasion d'opérations de crédits.

<sup>3</sup> On peut noter que la crise des *subprimes* s'est développée aux États-Unis grâce à une « générosité » excessive des banques pour la distribution de crédits immobiliers.

---

<sup>4</sup> BCE, « Quels sont les facteurs à l'origine du faible niveau d'investissement dans la zone euro ? Les réponses tirées d'une enquête auprès des grandes entreprises de la zone euro », *Bulletin Économique*, n°8 / 2015 – Encadré 2, p.39-42. Selon cette enquête, la faiblesse de la demande, les perspectives médiocres et les surcapacités constituent les trois premières contraintes pesant sur l'investissement, alors que les besoins de trésorerie, le coût et l'accès au financement se placent au 13<sup>e</sup> et au 14<sup>e</sup> rang.

<sup>5</sup> Bulletin de la BCE, n°3, mars 2016, pp. 17 et 21.

importants que ceux des titres publics. L'importance de ces achats peut déterminer une forte hausse du prix des actifs sans relation avec les perspectives de croissance qui pourrait résulter de l'activité de leurs émetteurs. Une telle évolution risque d'entraîner une bulle financière dont l'éclatement peut engendrer une nouvelle crise financière<sup>6</sup>.

### **Le canal des marchés financiers**

En achetant des titres sur les marchés financiers, les autorités monétaires européennes espèrent influencer le secteur non financier à travers des restructurations de portefeuilles, des effets de richesse et des variations du taux de change.

#### *Les effets sur la structure des portefeuilles*

Les achats d'obligations publiques par le SEBC déterminent une hausse du prix de ces actifs et une baisse de leurs rendements. Cette baisse peut inciter des opérateurs financiers à se reporter sur des actifs plus rentables, mais plus risqués, comme les actions et les obligations d'entreprises privées. De ce fait, les investisseurs peuvent être incités à accroître leurs ressources financières en émettant des actions et/ou à réduire leur coût de financement en émettant des obligations.

Mais, ce mécanisme se révèle peu efficace dans la zone euro. En effet, il ne peut déterminer qu'une faible restructuration des portefeuilles, car, au moment de l'instauration de l'assouplissement monétaire en Europe, les rendements des obligations publiques des pays autres que ceux en grande difficulté étaient déjà très bas ainsi que les taux d'intérêt des titres privés. De plus, il semble peu probable que de nombreux opérateurs décident de se reporter sur des placements risqués en période de faible conjoncture ou de récession. Enfin, même si ce report se réalisait, il ne générerait pas des investissements importants, car comme le montre l'enquête de la BCE citée ci-dessus les investisseurs ne semblent pas ressentir prioritairement des contraintes de financement.

#### *Les effets de richesse*

---

<sup>6</sup> Pour le lien entre le QE et les bulles financières, voir C. Blot, P. Hubert, F. Labondance, Les programmes de QE créent-ils des bulles?, *Le Blog de l'OFCE*, 26 février 2016.

En déterminant une hausse des prix des actifs financiers les achats de titres par le SEBC augmentent la richesse des détenteurs d'actifs. Cet accroissement devrait inciter les investisseurs et les consommateurs à augmenter leurs dépenses, ce qui stimulerait la croissance et les prix.

Ce mécanisme a une efficacité limitée. En effet, comme l'a montré l'enquête de la BCE citée ci-dessus, le financement est loin de constituer la contrainte essentielle qui pèse sur l'investissement pour beaucoup d'entreprises. Quant aux ménages européens, notamment ceux ayant des revenus bas et moyens, ils détiennent relativement peu de titres. Quant à ceux qui disposent de hauts revenus et qui détiennent plus de titres, leur propension à consommer est généralement faible. D'ailleurs la hausse de la valeur des titres déjà survenue avant l'instauration de cette politique n'a pas suscité une augmentation importante de la consommation.

Ce mécanisme peut aussi avoir des effets non désirables. En effet, il est source d'une plus grande inégalité en générant une accumulation croissante de richesses aux mains des plus riches. Il est vrai que pour certains responsables politiques, une partie des bénéfices de cette politique en termes de croissance espérée pourrait « ruisseler » des plus riches aux plus pauvres. Mais, même si cet effet de ruissellement était important, il ne pourrait qu'atténuer la hausse de l'inégalité.

#### *Le canal du taux de change*

En réduisant le taux de rendement des titres libellés en euros, la politique d'assouplissement monétaire devrait inciter les opérateurs financiers à se tourner vers des titres étrangers générant des rendements supérieurs. Ces opérations nécessitent l'acquisition de monnaies étrangères contre des euros, ce qui entraîne une dépréciation de la monnaie européenne. Il en résulte une amélioration de la compétitivité de la zone euro favorable aux exportations et une hausse des prix des biens importés entraînant une hausse des prix européens.

Le succès de ce mécanisme est mis en cause par le fait que beaucoup d'autres pays réduisent leurs taux d'intérêt en pratiquant, comme les États-Unis, des politiques analogues à celle de l'Europe. De ce fait, la dépréciation de l'euro risque d'être fortement atténuée. Mais même si cette dépréciation était conséquente, elle n'entraînerait pas nécessairement une hausse

---

importante des exportations. En effet, l'essentiel des échanges des membres de la Zone Euro se font à l'intérieur de cet espace et les besoins en biens importés de beaucoup de pays non-européens clients de l'Europe sont réduits du fait d'une faible croissance.

Il est probable que, malgré les insuffisances de ses canaux de transmission, la politique d'assouplissement quantitatif a permis d'éviter une phase déflationniste. Elle est cependant loin d'avoir atteint son objectif d'inflation dans la mesure où la variation de l'indice des prix de la zone euro reste proche de zéro, sans perspective d'évoluer d'une façon importante dans un proche avenir. En effet, ses incidences sur le niveau d'activité sont assez modestes. La légère reprise économique de la zone euro qui est réalisée en 2015 et qui semble se stabiliser en 2016 autour d'un taux de croissance de 1,6 % est due en grande partie à des causes exogènes, comme la baisse des prix du pétrole et des matières premières et la dépréciation de l'euro<sup>7</sup>. Parmi les causes domestiques, la faible reprise de l'investissement privé et de la consommation de biens durables peut être attribuée aux anticipations sur la baisse du taux d'intérêt de long terme résultant de la politique monétaire généreuse de la BCE.

Du fait de la faible efficacité des mécanismes de transmission de cette politique vers le secteur non financier, l'essentiel des liquidités qu'elle crée reste dans le secteur financier. Il y a donc peu de choses à attendre d'une intensification de cette politique, comme celle décidée en mars 2016. Il convient plutôt d'envisager une alternative qui permettrait au secteur non financier de bénéficier directement de l'assouplissement quantitatif.

## **2. Un assouplissement quantitatif bénéficiant directement au secteur non financier**

En préconisant un accroissement direct de la masse monétaire, c'est-à-dire de la monnaie détenue par le secteur non financier, on espère ramener plus sûrement l'inflation au niveau désiré que la politique de QE actuelle dont l'influence ne s'exerce directement que sur la base monétaire. Les propositions portant sur cette nouvelle politique se définissent autour de principes communs, mais les modalités de sa

---

<sup>7</sup> Selon P. Artus, 56 % de la croissance en 2015 est due à des causes exogènes, Flash Economie, Natixis, n°844, 30-10-2015.

mise en œuvre diffèrent notamment selon la nature des bénéficiaires de la création monétaire.

### **Les principes de la politique**

L'assouplissement quantitatif en faveur du secteur non financier, comme celui du programme de QE actuel, entraîne une hausse de la base monétaire qui n'est pas stérilisée<sup>8</sup>.

La BCE pourrait fournir directement des liquidités au secteur non financier ou elle pourrait alimenter les réserves des Banques centrales nationales auprès d'elle au prorata de leurs participations au capital de la BCE. Ces dernières seraient alors chargées de fournir les liquidités au secteur non financier de leurs pays respectifs. Cette hausse de liquidités aurait comme contrepartie, dans les bilans bancaires, des obligations perpétuelles à coupon zéro émis par les bénéficiaires de cet apport. Sur le plan comptable, cette écriture permet de respecter l'obligation du SEBC de ne fournir des liquidités qu'en contrepartie de titres. Sur le plan économique, une politique d'assouplissement quantitatif en faveur du secteur privé exerce nécessairement un effet positif sur la demande en alimentant les encaisses privées par de la monnaie dont le coût de production est nul et qui ne comporte pas d'endettement supplémentaire pour leurs bénéficiaires.<sup>9</sup>

Pour la BCE dont l'objectif essentiel est la stabilité des prix, la hausse de la masse monétaire doit permettre d'éviter la déflation et de ramener le taux d'inflation près de 2 %. Pour fixer l'importance de la création monétaire susceptible de réaliser cet objectif, la BCE doit évaluer la variation éventuelle de la vitesse de circulation de la monnaie et l'impact de sa politique sur le niveau d'activité économique<sup>10</sup>. Le volume des liquidités à

---

<sup>8</sup> A la différence des achats de titres effectués par la BCE dans le cadre de sa politique de QE de 2015, ceux réalisés avant 2015 dans le cadre de son programme SMP (Security Market Program) entraînaient une hausse de la base monétaire qui était stérilisée, c'est-à-dire compensée par une baisse de même importance de cette grandeur sous la forme d'une reprise de liquidité (facilité de dépôts rémunérés accordées aux banques par la BCE).

<sup>9</sup> Ce résultat est démontré par W.H. Buiter (2014), The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works – Always, *Economics*, Vol. 8, p.2014-2028.

<sup>10</sup> Le raisonnement se fonde sur une version dynamique de l'équation quantitative. Selon sa formulation statique, le produit de la masse monétaire  $M$  par la vitesse de circulation de la monnaie  $V$  égale le produit du niveau des prix  $P$  par la valeur du produit

fournir au secteur privé fait l'objet de propositions très diverses. Il est susceptible d'alimenter directement les encaisses des citoyens européens, celles du secteur public ou celles des deux catégories de bénéficiaires.

### L'assouplissement quantitatif pour la population

L'assouplissement quantitatif pour la population (*QEP* : *Quantitative Easing for People*) comporte des caractéristiques analogues à celles de la proposition plus ancienne d'un revenu universel de base inconditionnel. En effet, dans les deux cas, il s'agit de verser directement un revenu aux citoyens d'un pays sans contrepartie. Mais, alors que le revenu universel constitue une mesure de réforme structurelle<sup>11</sup>, le QEP est une mesure transitoire de politique monétaire. Cette disposition n'est pas incompatible avec les traités européens qui ne comportent aucune clause l'interdisant.

Les différentes propositions sur les modes d'alimentation des encaisses sous la forme de « dividende-citoyen » consistent à concrétiser la parabole du largage de monnaie par hélicoptère (*helicopter drop*) formulée par M. Friedman en 1969<sup>12</sup>. La BCE peut par exemple fournir les liquidités sous la forme de chèques ou d'alimentation de comptes bancaires des citoyens dont les noms sont fournis par les listes électorales des pays de la zone euro. Ce transfert peut s'effectuer directement ou par l'intermédiaire du Trésor de chaque pays qui perçoit ces liquidités en contrepartie d'une émission d'obligation perpétuelles sans intérêt et qui les versent sur les comptes des citoyens.

Comme les liquidités n'ont pas un endettement comme contrepartie, les bénéficiaires peuvent envisager d'augmenter leur consommation dans l'immédiat sans avoir à anticiper la nécessité de réduire leurs dépenses plus tard pour faire face

national Y :  $MV=PY$ .

<sup>11</sup> Le revenu universel est fondé sur le principe 'à chacun selon ses besoins'. Il n'est pas nécessairement financé par création monétaire. J. Meade, prix Nobel d'économie (1977), proposait, par exemple, de le financer par les recettes tirées de l'activité productive des entreprises publiques. Dans une conception très libérale, le revenu universel aurait vocation à se substituer à toutes les prestations sociales (allocation chômage, aide au logement, pensions de retraite, etc), ce qui dégagerait des ressources pour financer ce revenu.

<sup>12</sup> Friedman, M. (1969). The Optimum Quantity of Money, in M. Friedman, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chapter 1. Adline Publishing Company, Chicago.

au remboursement de leurs dettes. Mais, toutes ces liquidités ne seront pas utilisées pour accroître la consommation macroéconomique. En effet, certains bénéficiaires peuvent décider d'en profiter pour se désendetter ou pour épargner. Mais ce désendettement s'effectue sans effet sur la consommation immédiate et la réduction des charges d'intérêts qui en résulte permet de dégager un revenu alimentant une consommation future. Le désendettement des uns combiné à une hausse du PIB issue de celle de la consommation des autres permet d'améliorer le rapport entre l'endettement privé et le PIB.

Quant à la fuite hors du circuit de la consommation due à l'épargne, elle peut être réduite en répartissant le même volume de liquidité entre les citoyens ayant les propensions à consommer les plus élevées. C'est ainsi que des propositions sont faites pour limiter le QEP aux salariés et aux retraités dont les noms peuvent être fournis par la Sécurité Sociale ou aux citoyens ayant les revenus les plus bas<sup>13</sup>. On peut également prévoir une distribution de monnaie différente selon les situations économiques et sociales des pays. C'est ainsi que l'on peut espérer une hausse de la consommation plus importante en favorisant plus les citoyens grecs que les Allemands.

Enfin, une partie de la hausse de la consommation privée résultant de celle des liquidités se portera sur les biens importés dont les prix augmenteront, ce qui se traduira par une hausse de l'inflation européenne.

Des études sur les incidences de remboursements d'impôts décidés aux États-Unis et en Australie peuvent donner une idée de l'importance des effets d'une hausse des liquidités sur la consommation<sup>14</sup>. Elles révèlent qu'entre 20 % et 40 % des liquidités issues de tels remboursements décidés en 2001 aux États-Unis ont été dépensées en achats de biens non durables dès le premier trimestre et un tiers au second trimestre. Ces dépenses sont nettement plus importantes si on y inclut les achats de biens durables, comme le fait l'étude portant sur les effets du remboursement fiscal décidé en 2008. Dans l'étude sur les effets d'une opération analogue décidée en 2009 en Australie, 40 % des liquidités supplémentaires

<sup>13</sup> On estime qu'environ 15 % à 20 % des ménages de la plupart des pays développés n'ont pas les moyens d'épargner, de sorte que toute augmentation de revenu sera consommée.

<sup>14</sup> J. Muellbauer fournit les références de ces différentes études dans : *Combating Eurozone deflation : QE for the people*, Vox CEPR's Policy Portal, 23-12-2014.

---

sont dépensés dès le premier trimestre de leur versement.

Pour les opposants à cette réforme, l'assouplissement quantitatif pour le peuple risque d'avoir des effets pervers. Il peut notamment inciter les citoyens à renoncer au travail. Mais les sommes allouées par ce système ne sont versées que pour une période transitoire et sont relativement faibles<sup>15</sup> par rapport aux revenus salariaux de sorte que ceux qui ont un travail ne risquent pas de le quitter. Par contre, elles pourraient favoriser un prolongement de la durée de recherche de travail par les chômeurs. Mais, la croyance à la généralisation d'un tel effet traduit l'idée que le chômage de masse actuel pourrait être résorbé par une simple réduction des aides aux chômeurs, ce qui va à l'encontre des résultats des travaux empiriques sur les causes de ce chômage.

### **L'assouplissement quantitatif en faveur du secteur public**

On constate que l'obstacle le plus important à la croissance est le manque d'investissement privé qui stagne malgré la faiblesse des taux d'intérêt. Pourtant, il existe des secteurs, comme ceux de la transition énergétique et des innovations écologiques qui pourraient attirer des investissements. Mais l'incertitude sur le rendement des investissements dans ces secteurs est trop importante pour que le secteur privé s'y implique. Du fait de l'importance de tels investissements pour la croissance, il paraît nécessaire que le secteur public prenne le relais du secteur privé. Mais son action est limitée par les contraintes du Pacte de Stabilité et de Croissance qui ont été renforcées au cours de ces dernières années. De ce fait, de tels investissements ne peuvent être financés que par création monétaire, ce qui permet de ne pas accroître l'endettement public. Le déficit public qui en résulte dans l'immédiat peut être résorbé par la hausse des recettes fiscales provenant de la hausse des revenus générés par l'effet multiplicateur de l'investissement et par la croissance induite par la formation du capital physique.

---

<sup>15</sup> Le montant du dividende citoyen devrait être, par exemple, de 175 euros par mois et par bénéficiaire pour le think tank *Positive Money* et de 500 euros par an pour J. Muelbauer. Il est nettement plus bas que le revenu universel individuel mensuel qui doit couvrir les besoins de base et qui a été évalué par exemple à l'équivalent de 2250 euros dans le projet suisse soumis à la votation du 6 juin 2016.

Pour réaliser les objectifs de la politique, les liquidités doivent entrer rapidement dans l'économie. En effet, si elles doivent financer des programmes dont la réalisation est étendue sur plusieurs années, elles risquent après un certain temps de ne plus être justifiées si les conditions initiales se sont modifiées

L'assouplissement quantitatif en faveur du secteur public semble a priori incompatible avec l'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne (TFUE) qui interdit le financement monétaire direct des dépenses publiques.

Cette interdiction se justifie essentiellement par la crainte du laxisme des gouvernements nationaux dont les décisions pourraient induire des cycles politico-économiques caractérisés par des hausses de dépenses publiques dans des périodes pré-électorales suivies par des baisses après les élections. Une telle interdiction ne se justifie pas dans une période de faible croissance caractérisée par une insuffisance d'investissement. On pourrait donc envisager un assouplissement de l'article 123 du TFUE, analogue aux différentes modifications des traités qui ont été opérés depuis le début de la crise. On pourrait ainsi autoriser un financement monétaire des dépenses d'investissement effectuées par des institutions publiques spécialisées dans cette activité, comme la Banque Européenne d'Investissement (BEI). La perspective d'un tel financement pourrait rendre la BEI plus audacieuse, car elle n'aurait plus la crainte qu'elle semble avoir actuellement, de perdre le triple A accordé par les agences de notation en faisant trop appel aux marchés financiers.

Pour la BCE, l'interdiction du financement monétaire consiste à garantir l'objectif principal de stabilité des prix, l'indépendance des banques centrales et la discipline budgétaire<sup>16</sup>. Or, ces trois objectifs risquent d'être mis en cause par la politique d'assouplissement quantitatif en faveur du secteur public à moins de prévoir des modalités opérationnelles spécifiques visant à réduire ou à éliminer ces risques<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> BCE, Conformité des opérations monétaires sur titres avec l'interdiction du financement monétaire, Bulletin mensuel de la BCE, n°10, octobre 2012, encadré 1, p.7-9.

<sup>17</sup> La BCE a été également obligée de mettre en place des modalités spécifiques pour rendre compatible sa politique d'achats de titres publics émis par les pays de la Zone Euro à partir de 2012 (*Outright monetary transactions : OMT*) avec les dispositions de l'article 123 du TFUE.

La politique d'assouplissement quantitatif pour le secteur public peut respecter l'indépendance de la BCE et la séparation entre les décisions monétaires et budgétaires en laissant à la banque centrale le soin de fixer le montant de la création monétaire en fonction du niveau désiré de l'inflation, ce qui garantit son indépendance et son souci de contrôler l'inflation. Quant aux institutions publiques nationales, elles pourraient établir leurs programmes d'investissement en fonction de leurs objectifs de croissance et décideraient de leur mise en œuvre selon le montant des liquidités que la BCE aurait décidé de créer. Dans cette perspective, les investissements publics sont soumis à une contrainte de liquidité imposée par la BCE plutôt qu'à une contrainte imposée par les marchés financiers.

### Conclusion

L'assouplissement quantitatif qui bénéficie directement au secteur non financier permettrait d'obtenir plus sûrement les résultats désirés en matière d'inflation et de croissance que la politique appliquée à l'heure actuelle tout en évitant certains dangers de cette dernière comme l'instabilité financière et l'émergence de bulles financières. De plus, sa mise en œuvre ne semble pas mettre en cause les principes européens essentiels.

Si le principe d'un assouplissement quantitatif pour le secteur non financier était acquis, il faudrait en choisir la forme (QE pour le secteur non financier privé ou public, ou une combinaison des deux) et en spécifier les modalités de mise en œuvre qui font l'objet de propositions parfois assez différentes.

L'analyse de cette politique ne semble pas à priori devoir être exclue des réflexions des membres de la BCE, comme semble le suggérer leur président. Il en est de même pour son adoption dans la mesure où M. Draghi considère dans une intervention en décembre 2015 que « dans le cadre de notre mandat, il n'existe pas de restrictions quant au choix des instruments que nous utiliserons et à la manière dont nous les utiliserons ». Une telle innovation risque cependant de se heurter à une opposition qui craint qu'une telle politique soit susceptible de porter atteinte à la confiance dans l'euro et dans sa gestion et de conduire à terme à une situation de forte inflation, voire d'hyperinflation. L'expression d'une telle crainte semble curieuse dans une période caractérisée par une tendance déflationniste. De plus, elle est peu justifiée dans la mesure où l'alimentation en liquidité peut être arrêtée à tout moment par la BCE. Cet argument est pourtant soutenu par des responsables monétaires allemands qui se montrent d'ailleurs assez défavorable même à la politique de QE actuelle. Il est donc assez probable qu'avant même de pouvoir étudier la faisabilité de cette alternative sur le plan économique, la BCE soit amenée à renoncer à cette nouvelle politique. On risque alors de devoir en rester aux méthodes qui ne fonctionnent pas, comme le note R. Godin.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> R. Godin, Zone euro : la BCE osera-t-elle monter dans l'hélicoptère ?, *La Tribune*, 16-12-2015.