



RELANCER L'ÉCONOMIE DU VIEUX CONTINENT

Faut-il pratiquer le «quantitative easing» en Europe ?

ERIC DE KEULENEER

Professeur à la Solvay Brussels School of Economics (ULB)

Ce que l'on appelle pudiquement le *quantitative easing* était, à ses débuts en 2010, la monétisation d'une partie de la dette publique américaine. Au cours des dernières années, une grande partie de la dette supplémentaire créée par le déficit budgétaire américain a été financée par de la création monétaire, la banque centrale américaine (Fed) fournissant directement au Trésor américain du cash en échange d'une reconnaissance de dette probablement assez théorique. Cette création monétaire a-t-elle été utile pour l'économie ? C'est très douteux. Aux Etats-Unis, elle a surtout facilité le financement d'un déficit très élevé (de 5 à 7% du PNB certaines années) et elle a permis des baisses de taux qui ont entraîné une hausse de l'immobilier et des Bourses, et des profits considérables pour le secteur bancaire.

Il est fort probable que la croissance — faible mais réelle — de ces dernières années aux Etats-Unis ne soit pas tant due à la politique monétaire qu'aux caractéristiques propres d'innovation et d'investissement de l'économie américaine et à la flexibilité de son secteur financier — réformé en profondeur, qui finance une grande part de l'économie à long terme en dehors du secteur bancaire.

Dupliquer le modèle américain

Un tel mécanisme de création monétaire est-il utile pour la croissance en Europe ? On peut en douter. Les déficits et la dette publique sont déjà fort élevés et comme les ménages européens sont dans de nombreux pays des épargnants nets, la baisse des taux provoquée par la politique monétaire de la BCE a probablement plutôt réduit le pouvoir d'achat des citoyens qu'elle ne l'a augmenté. Cette baisse des taux a aussi augmenté les bénéfices des banques, tant ponctuellement sur leurs portefeuilles d'obligations que structurellement sur leurs marges, car les taux de crédit ont moins baissé que la rémunération des dépôts. Les problèmes sont ailleurs : contrairement aux Etats-Unis, le système financier européen n'a pas été réformé en profondeur. Le

rôle excessif qu'y jouaient les banques a plutôt été renforcé par les mesures de la BCE et de nombreux secteurs économiques dans plusieurs pays sont asphyxiés par le manque de financement et, plus discrètement, par les conditions très dures qu'imposent les banques à leurs offres de crédit. Les rémunérations exorbitantes et les politiques de risque périlleuses qu'elles entraînent demeurent aussi.

Un remède inefficace, voire contre-productif ?

La BCE a annoncé vouloir accroître son aide au secteur bancaire par des financements et achats d'actifs, voire peut-être plus tard par la monétisation de dettes publiques également. Mais il est à craindre que ces mesures ne seront pas plus utiles que dans le passé pour relancer l'économie européenne. Elles réduisent (ou retardent...) les accidents bancaires, mais consolident un secteur égocentrique et dysfonctionnel, qui devrait être réformé drastiquement dans l'intérêt de l'économie. La BCE plaide pour que les Etats agissent enfin, «par des politiques budgétaires et des réformes structurelles». Plutôt que d'encourager de «bêtes déficits», les Etats devraient envisager des mesures sur deux grands axes :

1. Une réforme en profondeur du secteur bancaire visant à accroître le rôle des marchés de capitaux dans le financement à long terme de l'économie. Une dynamisation des marchés de capitaux devrait inclure une dynamisation des marchés de titrisation qui, bien encadrés, peuvent être très utiles — surtout si l'on tire les leçons des excès des années 2002 à 2008, ce qui est déjà fait aux Etats-Unis.

2. Un choc fiscal et budgétaire qui comprendrait une réduction de la part issue des charges sur le travail dans le financement de la sécurité sociale et une augmentation des financements pour la recherche et les infrastructures, entre autres en matière énergétique et de sécurité électronique. La somme de ces dépenses et réductions de recettes devrait représenter des montants importants (jusqu'à 10 à 15% du PIB) et pourrait être financée par un ensemble de mesures fiscales et budgétaires. Parmi elles, une meilleure perception de l'impôt des sociétés payé par les grandes entreprises ; une taxation plus importante des produits énergétiques fossiles ; une réduction ou une suppression des subsides directs et fiscaux qui sont souvent des cadeaux inutiles et un accroissement temporaire des déficits budgétaires, le temps que ces mesures produisent leurs effets.

Mais il est à craindre que les rustines de la BCE vont entretenir encore quelque temps l'illusion politique qu'on peut se passer de vraies réformes. ©

*** Il est à craindre que les rustines de la BCE vont entretenir encore quelque temps l'illusion politique qu'on peut se passer de vraies réformes.**