

# QUID DE L'APRÈS QE

par Alberto Botta

© shutterstock



| Le nouveau siège de la Banque centrale européenne à Francfort en Allemagne — la BCE est la banque centrale de la zone euro.

La Banque centrale européenne (BCE) a été critiquée à juste titre par plusieurs économistes pour sa réaction tardive au choc financier mondial de 2007-2008 et à la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Malgré tout, il est indéniable que la formule « Whatever it takes » (« quoi qu'il en coûte ») de Mario Draghi, les rachats (hypothétiques) d'obligations d'État par la BCE dans le cadre de son programme d'opération monétaire sur titres (OMT) depuis septembre 2012, et le lancement par la BCE de l'assouplissement quantitatif (QE) en mars 2015 sont parvenus à calmer les marchés financiers. Ils ont aussi évité que cette crise financière potentiellement destructrice ne se perpétue.

La politique monétaire non conventionnelle de la BCE a été un remède extrêmement efficace pour traiter les symptômes de la maladie dont souffre la zone euro. Le dosage de ce traitement monétaire sera toutefois bientôt revu à la baisse. Plus important encore, il se pourrait que le QE de la BCE, au lieu d'éradiquer les véritables causes du problème, les ait en réalité exacerbées. Selon des données récentes, les liquidités injectées en masse par l'Eurosystème dans les économies périphériques ont fini par

Depuis 2015, la macroéconomie de la zone euro a été influencée par l'assouplissement quantitatif (QE) mis en œuvre par la Banque centrale européenne (BCE). En décembre 2018, le QE de la BCE touchera à sa fin, mais l'inquiétude demeure quant à la capacité de la zone euro à se relever de la crise et aux divergences croissantes entre les pays qui en font partie. Qui remplacera la BCE et se chargera d'assurer une relance durable de l'économie et le plein emploi dans la zone euro ?

rejoindre le cœur du système, ce qui, au lieu d'aplanir l'écart entre les économies du centre et celles de la périphérie, n'a peut-être fait que le creuser.

La zone euro est affectée par les problèmes inhérents à tous les processus d'intégration économique et financière de pays présentant des niveaux différents de développement. En temps normal, un flux important de capitaux depuis le centre du système (l'Allemagne et la France, par exemple) vers la périphérie (la Grèce, le Portugal, l'Irlande, l'Espagne et, dans une moindre mesure, l'Italie) donne lieu à une croissance vertigineuse et à une convergence entre le centre et la périphérie. Toutefois ce processus s'accompagne

également d'un renforcement des déséquilibres. Les pays de la périphérie accroissent généralement leur endettement envers les économies du centre. Ce système fonctionne bien tant qu'aucun choc de grande ampleur ne survient, comme la crise financière de 2007-2008. Lors d'une telle crise, les capitaux changent brusquement de direction et cherchent à rentrer au bercail. Les ennuis commencent en raison de la crainte d'un effondrement du secteur financier, puis de l'économie dans son ensemble.

Ces problèmes ne se sont pas manifestés de façon aussi violente dans les pays dotés d'une véritable autorité centrale, tels que les États-Unis, le Royaume-Uni ou le Canada.

## ASSOULPISSEMENT QUANTITATIF OU QE

La Banque centrale européenne (BCE) a commencé à acheter des actifs aux banques commerciales en mars 2015, afin de stimuler la croissance économique dans la zone euro et de tenter de ramener le taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de, 2 %.

Comment est-ce que cela fonctionne ? La Banque centrale européenne achète des obligations auprès des banques. Le prix de ces obligations augmente, et de la monnaie est créée dans le système bancaire. Par conséquent, un large éventail de taux d'intérêt baisse et le coût des emprunts diminue. Les entreprises et les particuliers peuvent emprunter davantage et le remboursement de leurs dettes est allégé. La consommation et les investissements sont de ce fait stimulés.

En juin 2018, au vu de perspectives économiques légèrement plus favorables dans la zone euro, la BCE a annoncé qu'elle mettrait un terme à son programme de QE d'ici la fin de l'année. Cette annonce a été confirmée en octobre, malgré un nouveau ralentissement de la croissance.

Toutefois, selon les études menées par le FEPS et le Greenwich Political Economy Research Centre, la majeure partie de ces liquidités n'a pas atteint l'économie réelle, mais a terminé dans les réserves des institutions bancaires et financières. Cette analyse montre que le QE et la croissance monétaire ont partiellement servi l'économie des pays du centre de la zone euro, mais qu'ils ne sont pas parvenus à soutenir la relance dans les économies de la périphérie.

Dans ces pays, l'autorité centrale (avec le soutien de la banque centrale nationale) a adopté des programmes de relance budgétaire expansionnistes sur de plus longues périodes que dans les pays de la zone euro, en plus de plans de sauvetage considérables pour soutenir le système financier. Dans le même temps, les obligations d'État sont devenues les actifs sûrs par excellence, recherchés par des opérateurs financiers devenus frileux. Ce faisant, les gouvernements centraux ont implicitement pris le parti de la redistribution entre les différentes régions, affectées différemment par la même crise. L'Union monétaire européenne, incomplète sur le plan politique, s'est, quant à elle, révélée extrêmement fragile. La zone euro ne dispose toujours pas d'une autorité budgétaire « fédérale » en mesure d'appliquer de manière centralisée une politique budgétaire expansionniste en cas de récession à l'échelle du système. Il n'existe pas non plus d'union bancaire européenne. Les systèmes financiers de la zone euro restent en effet largement fragmentés en cas de crise financière, car ils ne suivent pas les mêmes règles en matière de régulation et ils

ne disposent pas d'un organe de supervision commun, ou même d'une assurance commune en cas de retraits massifs des dépôts bancaires.

Les décideurs européens doivent à présent prendre leurs responsabilités. Premièrement, l'adoption d'une politique monétaire commune ne constitue pas la meilleure option pour réduire les écarts qui se creusent entre les différentes régions. La politique monétaire de la BCE n'est même pas censée réduire ces écarts. Deuxièmement, la zone euro ne pourra continuer à fonctionner que si ces écarts sont réduits de manière significative. Cet objectif ne pourra être atteint qu'au travers de politiques structurelles axées sur le développement productif des économies périphériques de la zone euro. Pour ce faire, la politique industrielle de l'UE ne devrait

*Qu'advient-il de la #ZoneEuro après le #QE de la BCE ? Alberto Botta @UniofGreenwich*



plus systématiquement mettre l'accent sur la concurrence. Elle devrait plutôt se concentrer sur le financement d'investissements encourageant l'innovation pour les processus de production dans les économies de la périphérie, ce qui permettrait de développer un réseau de production à l'échelle de l'Europe. Au vu des limites actuellement imposées pour les budgets nationaux, les politiques industrielles de l'UE prévues pour soutenir les investissements productifs dans la périphérie doivent être financées par des ressources collectées au centre du système. Il faut dès lors absolument mettre en place une autorité budgétaire européenne disposant de fonds propres, éventuellement financée au moyen d'un impôt européen sur les sociétés. Il est évident que toutes ces actions supposent une redistribution des ressources depuis les régions les plus développées vers les régions moins développées. Mais il s'agit précisément du rôle de toute entité politique (durable). C'est ce à quoi l'UE devrait aspirer, si elle ambitionne de devenir un jour une véritable union politique.



### > AUTEUR

**Alberto Botta** est chargé de cours d'économie à l'Université de Greenwich. Il est membre du Greenwich Political Economy Research Centre et membre du comité scientifique du master en coopération et développement de l'Université de Pavie en Italie. Ses recherches portent principalement sur les dynamiques macroéconomiques dans la zone euro, ainsi que sur la stabilité financière et le développement économique des pays en développement.