

de Jean-Pierre Petit

Il faut assouplir encore la politique monétaire de la zone euro

Le concept d'« helicopter money », dont M. Friedman fût à l'origine en 1969, doit son renouveau à Ben Bernanke (ancien président de la Réserve fédérale) dans un article célèbre de 2002. Un concept que Mario Draghi avait jugé intéressant en 2016.

L'helicopter money consiste en une augmentation permanente de la base monétaire (et donc de la taille du bilan de la banque centrale). Cette permanence la différencie des politiques d'assouplissement quantitatif (quantitative easing) mises en œuvre depuis dix ans par les grandes banques centrales.

Quelles sont alors les formes de l'helicopter money ? Premièrement, l'annulation de dette souveraine détenue par la banque centrale (rappelons que la BCE détient 26 % de la dette publique européenne). Deuxièmement, le financement direct de dépenses publiques par la banque centrale. Troisièmement, un transfert direct de monnaie de la banque centrale aux ménages et aux entreprises.

Si tous ces moyens sont équivalents sur le plan théorique, il nous semble que la relance budgétaire financée par monétisation est la plus appropriée. L'avantage principal est qu'après une telle relance les ménages et les entreprises n'anticipent pas d'accroissement futur des taxes (théorie de l'« équivalence ricardienne »). En d'autres termes, cette équivalence ne s'applique pas et la hausse de la monnaie détenue correspond à de la richesse nette définitive. Richesse supplémentaire qui serait donc utilisée pour consommer.

L'helicopter money est d'autant plus crédible si elle s'accompagne d'une

« forward guidance » claire et d'un changement de cible par la banque centrale : ciblage du niveau des prix (« price-level targeting ») ou du PIB nominal.

Pourquoi faudrait-il relâcher la politique monétaire en zone euro ? D'abord parce que les pressions déflationnistes sont encore présentes. Dix ans après Lehman Brother's, l'inflation sous-jacente européenne se situe à peine à 1 % en glissement. Si l'on prend comme point de départ l'été, le niveau des prix est actuellement près de 8 points sous le niveau qui aurait dû être le sien si la

Aujourd'hui, l'Europe n'offre aux pays en difficulté qu'un choix déflationniste.

Cette approche punitive et comptable ne peut que renforcer les sentiments antieuropéens.

cible d'inflation avait été atteinte. Si la BCE ciblait le niveau des prix plutôt que le niveau de l'inflation, il faudrait des années d'inflation au-dessus de 2 % pour que cet écart soit comblé.

Ensuite, pour des raisons de croissance et de soutenabilité. Pour nous, il ne s'agit pas uniquement d'assurer la soutenabilité financière de la dette au sens strict des États. Il s'agit aussi de soutenabilité politique et sociale. En France et en Europe du Sud, il nous semble illusoire de penser que le creusement des inégalités régionales, la

désindustrialisation, le niveau élevé du chômage structurel, en particulier chez les jeunes, les défaillances du système éducatif ne pourront se résoudre uniquement par les réformes structurelles.

Il n'y aura pas de solution par le haut (réformes structurelles profondes et ambitieuses en France et en Italie) sans un soutien massif de la politique monétaire, budgétaire et fiscale pour lisser les ajustements d'une façon soutenable d'un point de vue économique, social et politique.

Contrairement à ce qui est souvent dit, la zone euro dispose au niveau agrégé de marges de manœuvre macro-financières. Un excédent courant croissant, de plus de 3 % du PIB, qui reflète un excès d'épargne. L'accumulation d'un tel excédent extérieur n'a aucun sens alors que l'Europe subit un déficit d'investissement public (dépenses d'éducation, dépenses publiques de recherche et développement,...) et un retard dans la modernisation de son appareil productif. Cette question concerne aussi l'Allemagne, qui est très en retard dans la transition énergétique et numérique.

Aujourd'hui, l'Europe n'offre qu'un choix déflationniste aux pays en difficulté : baisse des déficits publics et/ou baisse des salaires pour retrouver de la compétitivité. C'est une approche punitive et comptable qui ne peut à terme que renforcer les sentiments anti-européens. Du point de vue économique et politique, c'est suicidaire. Ce n'est pas la dette en soi qui est le vrai danger de l'Europe, mais la déflation.

Jean-Pierre Petit est président de Socofi.

