



“Quantitative easing” (QE) vs “Helicopter money”: éléments de réflexion économique et philosophique

Des débats apparaissent actuellement sur le sujet du QE, la pertinence de ses effets et les différences avec « l’Helicopter Money ».

L’objectif de cet article est de vérifier les différences entre ces deux stratégies de politique monétaire et profiter de cette occasion pour rappeler la mécanique et les conséquences théoriques et réelles du QE sur l’économie réelle.

Sous format « questions / commentaires », cet article permettra de vous forger un avis sinon une conviction !

➤ **Rappelons tout d’abord rapidement les missions des Banques Centrales !**

La première mission des principales banques centrales est d’éviter que l’inflation devienne un facteur déstabilisant pour l’économie réelle et de maintenir un objectif de taux d’inflation à 2 %. La concernant, la FED a une seconde mission qui est de maintenir un taux de chômage le plus bas possible.

➤ **Quels sont les outils utilisés par les banques centrales pour mener leur mission dans le cadre d’une politique monétaire conventionnelle ?**

Les banques centrales utilisent les taux directeurs qui sont fixés à un pays ou à un groupe de pays comme la BCE pour l’Europe. Ces taux directeurs permettent de piloter la vie économique et d’influencer directement la masse monétaire, le prix du crédit et de l’épargne octroyés par les banques privées.

Il existe 3 taux directeurs :

- le « **taux de refinancement** », instrument principal de politique monétaire qui est le taux d’intérêt des liquidités empruntées par les banques commerciales à destination des agents économiques que sont les ménages et les entreprises. Lors de la mise en place des prêts aux ménages et aux entreprises, les banques commerciales prélèvent une marge d’intérêt pour se couvrir du risque de crédit et faire un profit.

En conséquence, ce taux de refinancement permet d'influencer la distribution de de la liquidité : si le taux de refinancement baisse, la demande de crédit augmente et en cas de hausse, la demande de crédit diminue.

- **Le taux de rémunération des dépôts** qui correspond au taux de rémunération des « réserves obligatoires » des banques auprès des banques centrales. Chaque banque ou établissement de crédit a l'obligation de laisser une partie de sa trésorerie soit " les réserves obligatoires " sur un compte de la banque centrale qui, en contrepartie de blocage des liquidités, rémunère ce dépôt obligatoire.
- **Le taux du prêt marginal** (pour la BCE en Europe) ou taux d'escompte ou discount rate (pour la FED aux Etats-Unis) est le taux au jour le jour auquel la Banque centrale prête des liquidités aux banques contre des garanties telles que des créances (Commercial papers, New Cps etc.) qu'elles détiennent sur leur bilan. A l'instar du taux de refinancement, une banque centrale pourra influencer la demande de crédit des clients des banques commerciales en modifiant sa politique de taux d'escompte. Le taux d'escompte permet de contrôler le montant de la masse monétaire en circulation.

Les banques centrales utilisent également l'outil qu'est le « **Forward guidance** » qui correspond aux discours des Présidents de banques centrales sur leur politique monétaire : par le forward guidance, les banques centrales ont la capacité d'influencer les niveaux futurs des taux d'intérêt qui influencera l'orientation de leurs dépenses et investissements » des agents économiques.

➤ **En quoi consiste théoriquement le QE ?**

Le QE permet d'apporter de la liquidité au marché en achetant des titres lorsque les politiques conventionnelles ont perdu leur efficacité et réactiver l'inflation vers sa cible pour éviter la déflation (eg. le scénario japonais). Ces mesures « non conventionnelles » comprennent également une politique de taux négatifs, un accès assoupli aux liquidités pour les banques commerciales avec notamment la mise en place d'opérations ciblées de refinancement de long terme (TLTRO).

➤ **Quelle est la mécanique du QE?**

La Banque Centrale achète des actifs financiers sur le marché : obligations d'Etats et d'entreprises à moyen et long terme, ABS, MBS, ETF etc. pour apporter de la liquidité au marché.

➤ **Quelles sont les conséquences théoriques du QE?**

Le QE permet tout d'abord d'alimenter le circuit de financement de l'économie. Les achats d'obligations entraînent la baisse des rendements des obligations sur les maturités supérieures à un an et encouragent l'endettement des agents économiques.

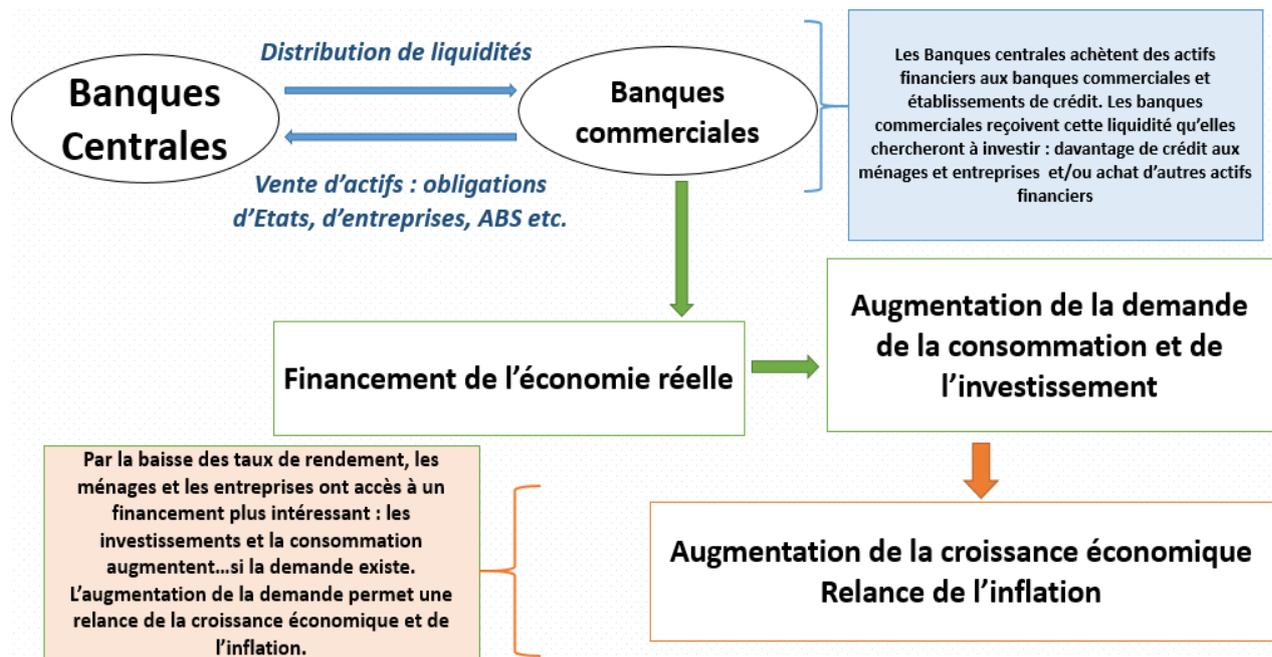
Plutôt que d'acheter des obligations d'Etat, les banques commerciales vont prêter à des entreprises ou à des particuliers. Dans ce sens, la banque centrale pousse les investisseurs obligataires à financer des projets de l'économie réelle!

➤ **Quel impact sur le bilan de la BC ?**

Le QE entraîne un gonflement du bilan de la Banque Centrale :

- son actif augmente avec les titres achetés
- le passif augmente en utilisant la monnaie créée *ex nihilo*.

➤ Schématiquement,



➤ Quels sont les impacts du QE? Listons les principaux,

- Le QE entraîne une augmentation du crédit bancaire...si les banques ont une structure bilancielle robuste.
- Une réallocation des politiques d'investissement : les gestionnaires vont préférer vendre des actifs de faible rendement au profit d'actifs plus rentables.
- Taux de change : la baisse des taux de rendement va entraîner une dépréciation de la devise qui va entraîner elle-même une augmentation des exportations.
- « Forward Guidance » : actuellement, le discours de la BCE présente des taux directeurs qui resteront bas sur une longue période.
- Augmentation rapide de la liquidité et de la masse monétaire
- Augmentation des ressources fiscales en cas de reprise de l'activité
- Baisse du taux de défaut des entreprises et des Etats en faisant baisser la charge des intérêts et regain de confiance.

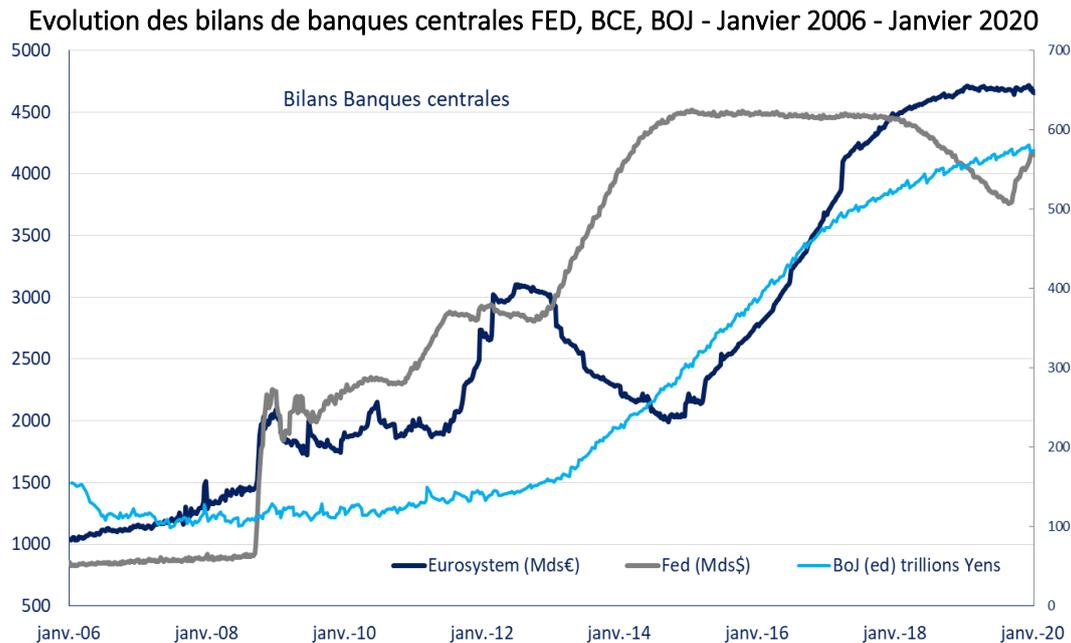
➤ Quels sont les risques du QE? De nouveau, listons les principaux risques !

- Hausse de l'inflation : l'augmentation de la masse monétaire devrait entraîner une hausse de l'inflation
- Hausse du prix des actifs (actions, obligations, immobiliers etc.) et mauvaise affectation des ressources lors des réallocations d'actifs.
- Augmentation des inégalités : suivant l'adage « on ne prête qu'aux riches! », les établissements de crédit pourront prêter qu'aux seuls agents économiques qui seront en capacité de rembourser une dette empruntée.
- Risque d'augmentation de l'épargne : dans ce cadre, la liquidité n'est pas réinjectée dans l'économie réelle.
- Augmentation des agents économiques

➤ Quelles sont les limites du QE?

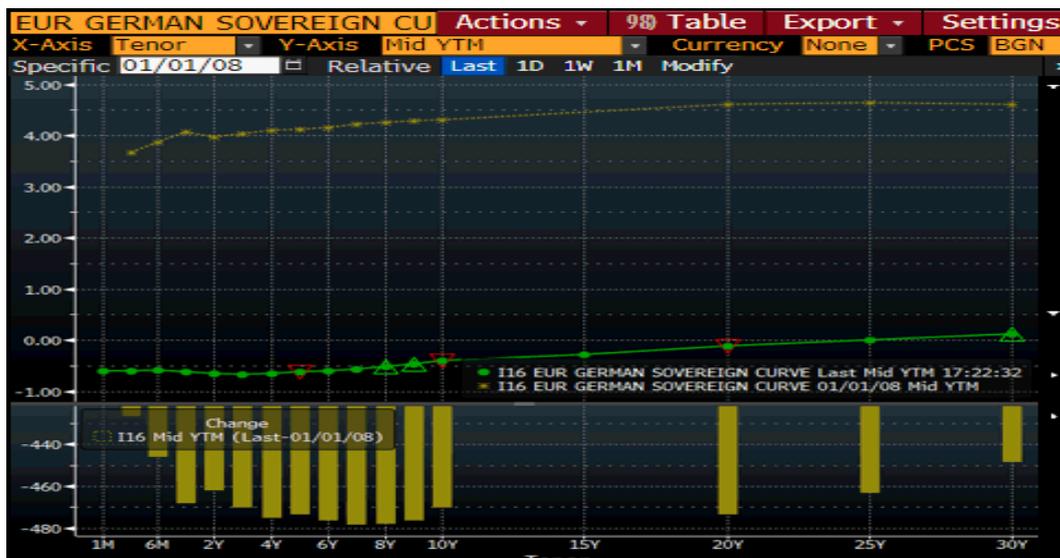
- Le montant stock d'actifs financiers disponibles : par exemple, la BCE détient environ 30% des emprunts d'Etat allemands !

- Effet relatif sur l'économie réelle dans la mesure où les banques ne prêtent pas automatiquement davantage selon les pays.
 - Enfin, les banques centrales ne peuvent stimuler, seules, l'économie si le niveau de la demande reste faible. Il est souhaitable que les Etats adaptent leur politique budgétaire en conséquence.
- A présent, vérifions par exemple, l'évolution de l'impact des QE opérée par la BCE (matérialisé ci-dessous par la courbe bleue marine montrant l'évolution de son bilan, échelle de gauche en Mds d'Euros) sur les taux et les encours de Crédit en Eurozone.



Nous constatons factuellement un bilan de la BCE qui a été multiplié par plus de 4,5 depuis Janvier 2006. (Pour mémoire, échelles de gauche en Mds d'Euros et de USD et de droite, en Trillions de Yen.)

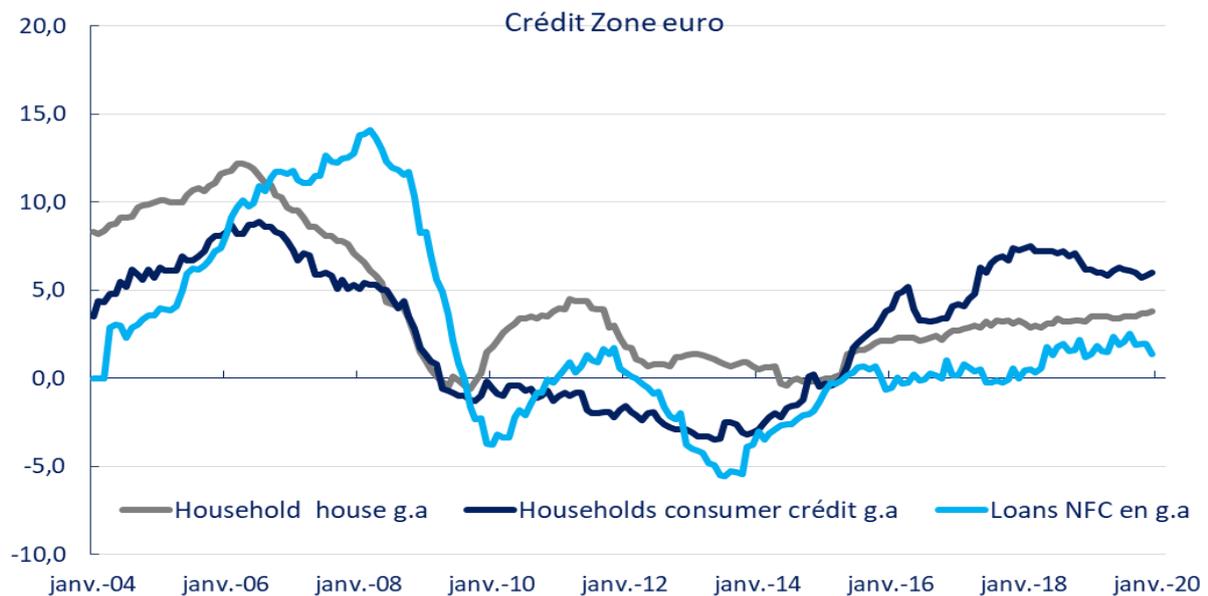
- Evolution de la courbe de taux Bunds suite au QE



Nous constatons que les QE ont entraîné une baisse importante des taux de rendement des emprunts d'Etats allemands (courbe des taux de rendement des Bunds de couleur jaune au 1^{er} Janvier 2008 et en vert, récemment), baisse des taux qui ont eu un effet très relatif sur l'économie réelle de la zone Euro au regard de l'évolution de l'octroi des crédits (Cf. graphique ci-dessous).

En effet, nous constatons une augmentation seulement d'un peu plus de + 5% des crédits à la consommation (courbe de couleur bleu marine), autour de + 4% pour les crédits liés à l'habitat (courbe de couleur grise) et autour de +2% concernant les crédits aux entreprises (courbe de couleur bleu clair).

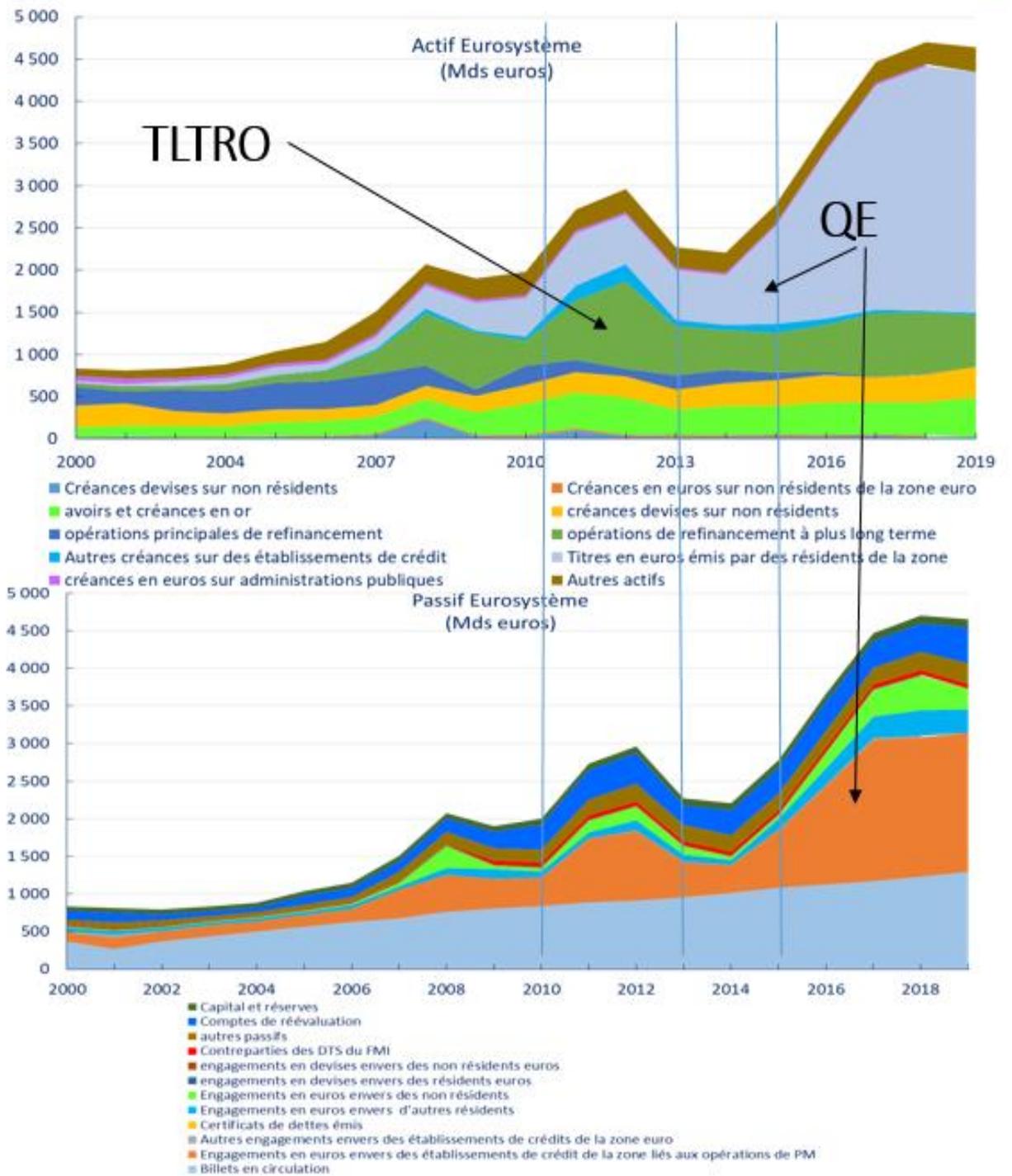
➤ Evolution des encours de crédit dans la zone Euro



En synthèse, les effets du QE et de la « distribution » de liquidité n'ont qu'un impact très relatif sur l'évolution des crédits octroyés dans l'économie réelle et sur la relance de la croissance.

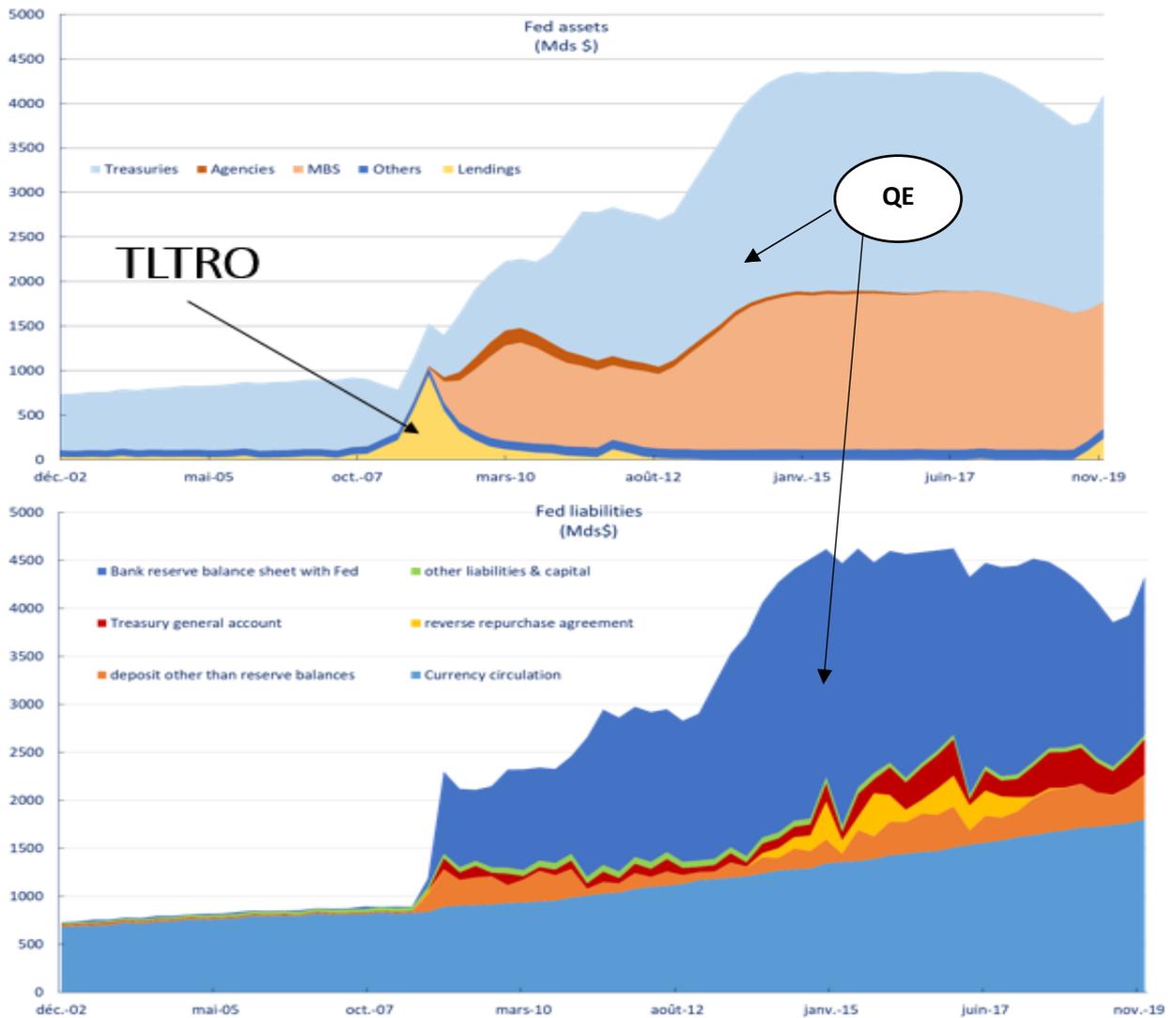
➤ Regardons à présent de façon plus précise l'évolution des bilans de la BCE...

Le deuxième graphique ci-dessous présente l'évolution du passif de la BCE et les impacts du QE de couleur orange qui ont eu comme effet d'acheter des actifs (de couleur bleue au niveau du premier graphique) et cela, plus particulièrement, à partir de 2015.

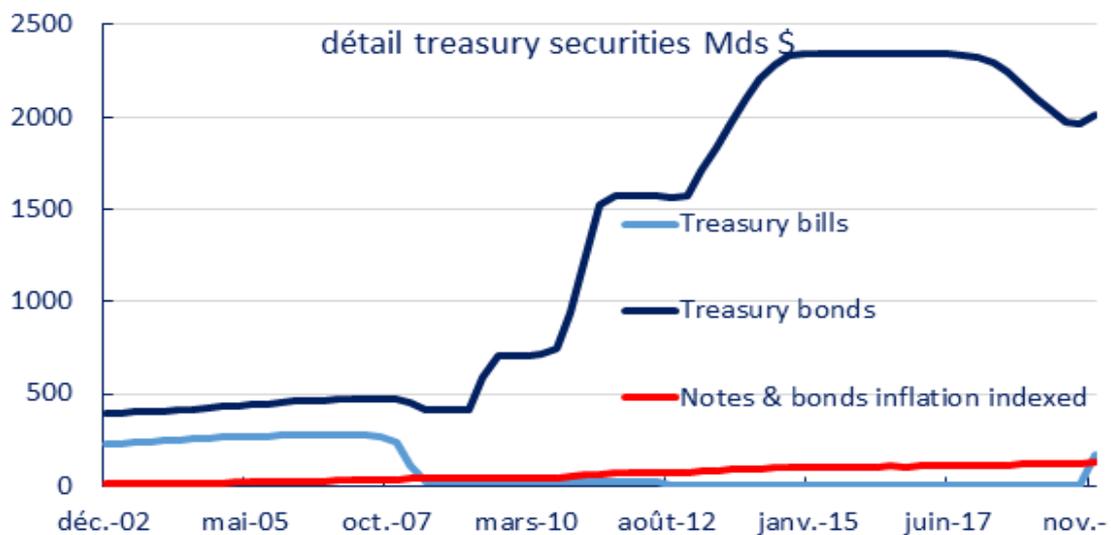


➤ ...et de la FED

Avec, au niveau du deuxième tableau ci-dessous, les effets du QE sur le passif et du premier tableau, en contrepartie, les achats de US Treasuries.

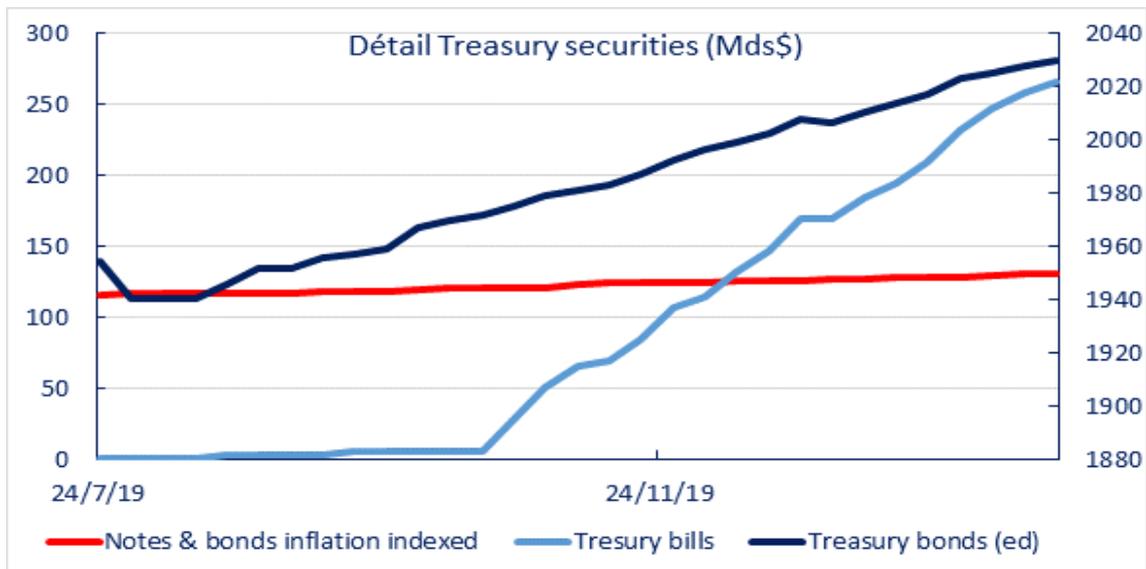


➤ A présent, faisons un zoom sur l'actif et de l'évolution des US Treasuries



Nous constatons une forte proportion des achats d'emprunts d'Etats (US Treasuries) de maturités supérieures à un an (de couleur bleu marine) pendant la période de décembre 2002 à décembre

2019...et depuis fin novembre dernier, nous constatons que la FED achète plus particulièrement des TBills (maturités inférieures à un an) pour des tailles conséquentes i.e. environ \$280 Mds.



24 July 2019 – 16 Feb 20

La FED déclarait ne pas faire du QE puisque cette politique monétaire couvre des titres de maturités supérieures à un an...elle préfère acheter des titres de maturités plus courtes et reproduire cette opération régulièrement et plus souvent à chaque échéance de ces titres de maturités inférieures que sont les TBills.

Comparons à présent le « Quantitative Easing » et « Helicopter Money » !

➤ **Helicopter Money : d'où vient la métaphore de l'hélicoptère ?**

Cette métaphore provient de Milton Friedman, économiste, Prix Nobel, dans son livre « The optimum quantity of money » chapitre 1, 1969 qui décrit l'image d'un hélicoptère qui passerait au-dessus d'un pays pour distribuer de la monnaie nouvellement créée, aux agents économiques sans aucune modification d'autres variables.

Selon Patrick Artus au sein d'un article publié en 2012, l'« Helicopter money » est « *une création de monnaie sans achats d'actifs en contrepartie* »

Il s'agit d'une création de monnaie « pour elle-même » où la banque centrale se fixe un objectif d'augmentation de la base monétaire sans contrepartie : chaque agent économique d'un Etat recevrait des billets de la banque centrale sans ne rien devoir en retour. Autrement dit, l'Helicopter Money est semblable à une monétisation de la dette par la banque centrale.

➤ **Comment « l'Helicopter Money » peut-il être mis en place ?**

- **Par une pure opération de création monétaire sans contrepartie**

Dans ce cas, une banque centrale, seule, distribue de l'argent « gratuitement » aux citoyens d'un Etat dans le but de relancer la demande.

- **Par une coordination entre une politique budgétaire et monétaire**

- Le gouvernement émet des emprunts d'Etat pour financer une relance budgétaire

- La banque centrale les rachète et les « annule » en partie ou en totalité.

➤ **Quelles conséquences?**

Le passif de la banque centrale augmente sans augmentation conséquente de son actif ce qui entraîne une baisse de son capital et à terme, des capitaux négatifs.

Cette approche pose question sur l'indépendance des banques centrales vis-à-vis des gouvernements

➤ **Pour résumer !**

Quantitative Easing consiste en une « distribution » de monnaie avec achat d'actif en contrepartie

L'Helicopter money consiste en une « injection » de monnaie sans achat d'actif en contrepartie

➤ **L' Helicopter Money comme alternative aux limites du QE ? Eléments de réflexion !**

- Les graphiques ci-dessus montrent les limites de l'efficacité des résultats des QE entreprises par la BCE, la Banque du Japon et la FED pour relancer l'économie et créer de l'inflation.
- Nous constatons que le crédit bancaire dans l'économie réelle a des difficultés de réalisation.
- Sans confiance des agents économiques déjà endettés entraînant une faiblesse de la demande, les effets du QE sont limités pour le crédit bancaire.
- Certains avancent l'idée que le QE accroît les inégalités
- De nouveaux concepts de « *QE for People* » tourné vers la protection sociale ou « *Green QE* » tourné vers des intérêts gouvernementaux, voient le jour tout comme le versement d'un revenu de base « social sans contreparties ou conditions » qui correspond à réaliser de l'Helicopter Money !

➤ **Questions ouvertes sur l'Helicopter Money! A vos marques, prêt ?**

- une banque centrale peut-elle créer de la monnaie sans achats d'actifs en contrepartie ?
- Une banque centrale peut-elle avoir des capitaux négatifs ? Comment traiter l'actif dans la mesure où le Trésor Public ne redistribue pas ses profits annuels pour reconstituer le capital !
- Le Gouvernement devrait-il emprunter davantage pour rembourser la banque centrale ?
- La monétisation partielle de la dette existante dans le cadre d'une politique de coopération entre une banque centrale et son Etat peut-elle s'avérer problématique ?

Bonne réflexion !

Philippe-Nicolas Marcaillou a occupé différentes positions de management dans les secteurs de l'investissement, des marchés de capitaux et des Fonds de Pension, en France, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis : entre-autres, en tant qu'expert en solutions de structuration de dettes, il fut responsable du financement Groupe et Filiales du Groupe Lafarge. Il créa et géra un département de structuration de dettes pour le Groupe CM-CIC. Auparavant, Philippe-N. fut gérant de portefeuilles d'investissement sur cash, obligations, taux d'intérêts et produits dérivés.

Philippe-N. occupa le rôle de Chief Investment Officer au sein du Groupe Veolia au Royaume-Uni où il supervisa la complète restructuration de l'Actif / Passif de ses Fonds de Pension.

Philippe-N. est actuellement Managing Director au sein du département des Marchés de Capitaux d'un important groupe bancaire en France.

Philippe-N. a rédigé une thèse de doctorat en finance au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM), est INSEAD Alumnus et diplômé d'un Masters Degree en Corporate Finance (CNAM) et d'un Masters Degree sur les marchés de capitaux de l'E.S.L.S.C.A. Business School.

Philippe-N. est également auteur de livres en finance et d'articles économiques et financiers ; il a, entre-autres, publié : "Defined Benefit Pension Schemes in the UK - Asset & Liability Management" Oxford University Press - Avril 2016.