

Pourquoi la zone euro doit rapidement se fixer un objectif élevé de croissance nominale



MIKAEL PETITJEAN

Professeur (Ieseg et Louvain school of management) et chief economist (Waterloo Asset Management)

La BCE devrait oser prendre un autre outil en main, en fixant un objectif élevé de croissance du PIB nominal, car le choc que les économies européennes traversent aujourd'hui est unique: il affecte à la fois l'offre et la demande de manière simultanée et massive.

Les économistes sont de médiocres prévisionnistes, mais ils sont parfois d'excellents plombiers. Leur boîte à outils fait actuellement beaucoup de bruit et, même s'ils ne parviennent pas à se mettre d'accord sur l'efficacité relative des outils dont ils se servent, ils reconnaissent tous que la vitesse de réaction des banques centrales a été adéquate.

Le chemin parcouru est remarquable. Les mesures d'assouplissement quantitatif que la BCE a prises depuis presque 10 ans ont soutenu à la fois les États et les banques. En jouant le rôle d'acheteur en dernier ressort pour les titres de dette que les banques détenaient, la BCE a permis de juguler une crise de liquidité qui aurait pu se traduire en une crise de solvabilité et mettre en péril la stabilité de la zone euro.

Cette politique a néanmoins conduit à un gonflement inédit des réserves bancaires dans le bilan de la BCE. Ce gonflement a permis de neutraliser l'impact sur l'inflation que cette politique de rachat aurait pu avoir si la BCE avait dû monétiser ses réserves en augmentant la quantité de monnaie directement en circulation.

Cette «neutralisation» lui a permis de ne pas dévier de son objectif principal de stabilité des prix par la fixation de son taux d'intérêt directeur. C'est également la raison pour laquelle il n'y a pas eu de véritable monétisation des dettes au sens strict du terme jusqu'ici: la base monétaire (M0, dans le jargon) a certes augmenté,

mais sa composante liée à la monnaie injectée directement dans le circuit économique, sous la forme de billets et pièces de monnaie en circulation, n'a pas particulièrement augmenté; ce sont les réserves bancaires qui ont explosé.

Double choc négatif

La BCE devrait oser prendre un autre outil en main, en fixant un objectif élevé de croissance du PIB nominal, car le choc que les économies européennes traversent aujourd'hui est unique: il affecte à la fois l'offre et la demande de manière simultanée et massive. Nos économies traversent un double choc négatif: d'une part, une chute de leur PIB réel, en raison d'un choc d'offre massif, lié à une chute de productivité et aux restructurations inévitables et pertes d'emploi qui suivront; et d'autre part, un choc de demande qui peut se traduire par une baisse durable de l'inflation, domestique et importée. Viser un taux d'inflation de 2% ou 3% dans ces circonstances revient à accepter une chute drastique du PIB nominal puisque la croissance du PIB nominal dépend de celle du PIB réel et de l'inflation.

Lorsqu'intervient un choc négatif aussi brutal et simultané, viser à un objectif élevé de croissance du PIB nominal conduit à une politique monétaire plus expansionniste qu'elle le serait si le seul taux d'inflation est pris en considération. Le risque est de relancer l'inflation sans pouvoir la maintenir sous contrôle, mais il est bien plus faible que le risque qui conduirait à la chute structurelle de nos capacités productives.

Les indicateurs d'activité économique sont également disponibles à une fréquence beaucoup plus élevée que précédemment, ce qui rend les prévisions du PIB à très court-terme plus précises et diminue le risque de sous-estimer le rythme de croissance du PIB nominal s'il devait s'emballer. Enfin, l'inflation est trop faible depuis trop longtemps. Ce n'est pas une situation désirable. Malgré toutes les tentatives désespérées du Japon et de l'Europe, les objectifs d'inflation n'ont jamais été réellement atteints.

Aujourd'hui, la base monétaire au sens large (M3, dans le jargon), qui exclut les réserves bancaires auprès de la BCE, n'augmente pas suffisamment. Ce serait un erreur de balayer d'un revers de la main une augmentation directe de la quantité de billets et de monnaie, en conditionnant par exemple le rachat des titres de la dette à une augmentation de l'offre de crédit par les banques privées, en particulier à destination des petites et moyennes entreprises. C'est avant tout la «création de crédit» par les banques privées

Le choc que les économies européennes traversent aujourd'hui est unique: il affecte à la fois l'offre et la demande de manière simultanée et massive.

qui peut conduire à une augmentation du PIB nominal.

Gonflement des réserves bancaires

Ce n'est pas tant le coût de financement de dettes qui importe actuellement. Le poids des dettes devrait rester gérable actuellement car les taux d'intérêt réels sont négatifs ou inférieurs à la croissance potentielle des économies de la zone euro. Mais si le statu quo persiste, l'objectif de stabilité des prix ne sera pas atteint car l'inflation restera probablement plus proche de 0% que de 3%. Avec ou sans mutualisation des taux ou des dettes en Europe, l'assouplissement monétaire se traduira à nouveau par un gonflement des réserves bancaires, qui a surtout servi à anesthésier les effets de la crise financière et de la crise de la zone euro sur le bilan des banques.

Même en faisant fi de ce contexte propice, se fixer un objectif de croissance nominale forte, c'est adopter une règle

transparente qui tient beaucoup mieux compte des chocs sur l'offre. Nous avons aujourd'hui à la fois des chocs d'offre et de demande, à l'échelle de la planète. L'ancien président de la Fed, Paul Volcker, avait cette règle en tête lorsqu'il a réussi avec brio à maîtriser l'inflation au début des années 1980 aux États-Unis. Il s'agit aujourd'hui d'utiliser la même règle avec l'objectif non pas de tenir compte d'une croissance du PIB réel solide et d'une inflation galopante, comme ce fut le cas à la fin des années 70 aux États-Unis, mais d'une décroissance forte du PIB en terme réel en zone euro, accompagnée d'une inflation très faible.

La politique monétaire ne peut pas tout, mais, sans le retour rapide d'une croissance nominale forte à court terme, le progrès technique au sens large, porteur de croissance à long terme, risque d'être considérablement ralenti. L'économie, l'humain et l'environnement en sortiront tous grands perdants. En «terra incognita», nous le sommes depuis plus de 10 ans et nous devons y rester.



Les mesures d'assouplissement quantitatif que la BCE a prises depuis presque 10 ans ont soutenu à la fois les États et les banques. © BELGA

Report des crédits bancaires et des mesures d'exécution: le coronavirus ne peut servir de prétexte



GILLES LAGUESSE

Avocat - Bazacle & Solon

Pour certaines entreprises, ce mois de juin 2020 n'est que le début de la crise... Fragilisée par deux mois de confinement, la réserve de trésorerie a été mise à mal.

On connaît les mesures que l'État a prises pour tenter d'atténuer ces difficultés: report de certaines dettes fiscales et sociales, recours au chômage économique, bénéfice du droit passerelle, report des mensualités sur les prêts et crédits bancaires, possibilité de se voir octroyer un crédit bénéficiant d'une garantie de l'État.

Hormis pour la garantie sur les crédits, ces mesures ne s'appliquent qu'aux entreprises qui n'étaient pas considérées comme déjà «en difficulté» au début des mesures «Covid» en mars dernier. Que penser de la situation des entreprises qui étaient déjà dans une situation difficile avant l'éclatement de la crise?

Cessez-le-feu

L'arrêté royal du 24 avril dernier accorde aux entreprises un sursis temporaire à l'égard, notamment, des mesures d'exécution que leurs créanciers entendent prendre en cas de non-paiement. Concrètement, jusqu'au 17 juin prochain, aucune entreprise ne peut être déclarée en faillite sur demande d'un créancier, aucune saisie ne peut être pratiquée, et les banques se voient interdites de dénoncer unilatéralement les crédits consentis.

Certaines entreprises ont vu dans cette mesure de «cessez-le-feu» une bouffée d'oxygène, et c'est heureux.

D'autres entreprises, à l'instar de

certaines personnes physiques qui disposent également d'un moratoire de plusieurs mois pour rembourser leur prêt hypothécaire, ont plutôt vu dans cette réglementation une aubaine, et un alibi pour «oublier» d'exécuter leurs obligations à l'égard de leurs créanciers.

Généralement, ces entreprises étaient déjà en difficulté avant la crise sanitaire et les mesures prises par le gouvernement dès le 18 mars dernier: elles présentaient des retards de paiement à l'égard du fisc, de l'ONSS, mais également à l'égard de leurs banques. Devant le juge des saisies, l'attitude est parfois la même et la mauvaise foi de certains débiteurs est parfois déroutante: ne plus payer son prêt hypothécaire depuis 15 mois n'est évidemment pas «imputable au coronavirus»...

L'effort du secteur bancaire...

Le report des échéances dues sur les crédits, qui peut être octroyé à certaines conditions, a un impact considérable sur les établissements de crédit. Le 30 mai, Febelfin annonçait dénombrer respectivement 118.030 et 130.316 reports d'échéances sur des crédits hypothécaires et professionnels, pour 33,3 milliards d'EUR. Signe que l'effort du secteur bancaire est considérable.

Ajouter à ces reports l'impossibilité pour les banques de recouvrer leurs créances auprès d'entreprises qui étaient déjà en défaut de paiement avant la crise aurait été un tribut trop lourd à payer.

Telle est la raison pour laquelle le gouvernement a prévu la possibilité de «sortir» du régime de protection les entreprises déjà en difficulté avant la crise, et que les banques puissent poursuivre le recouvrement de leurs créances.

Si, dans des temps ordinaires, la banque est généralement libre de dénoncer ou d'octroyer un crédit, durant la période actuelle, cette fois, elle ne peut décider discrétionnairement que son débiteur bénéficie ou non du sursis actuel. La banque doit en effet s'adresser préalablement au Président du tribunal de l'entreprise, selon les formes du référé. Il est demandé au Président du tribunal de tenir compte de tous les intérêts en cause, en ce compris ceux du créancier.

La Justice est souvent critiquée pour sa lenteur. Nous avons toutefois pu constater qu'en cette matière, à Bruxelles, le Tribunal de l'entreprise fait preuve d'efficacité: il faut compter environ 7 jours calendrier à dater de la citation, pour obtenir une décision excluant une entreprise du moratoire, permettant ainsi à la banque de mettre un terme anticipé aux contrats de crédit non-remboursés.

En cette matière, la rapidité d'action est un critère essentiel. L'État l'a compris, le tribunal aussi.

Utiliser le coronavirus comme prétexte, c'est mettre injustement ses créanciers en difficulté.

Ces créanciers sans lesquels, bien souvent, une entreprise n'aurait jamais pu se développer ou se maintenir.

La mauvaise foi de certains débiteurs est parfois déroutante: ne plus payer son prêt hypothécaire depuis 15 mois n'est évidemment pas imputable au coronavirus...