

BCE : Christine Lagarde veut (re)trouver un consensus monétaire européen. Mais à quel prix pour la croissance ?



Christine Lagarde a symboliquement pris son poste de directrice de la BCE hier. Elle prend la tête de l'institution alors que la croissance européenne est faible et qu'un scénario de récession semble envisageable.

Avec François-Xavier
Oliveau

Atlantico.fr : Lors de son audition devant le Parlement européen, Christine Lagarde a rappelé l'exigence de consensus en termes politique pour que la politique monétaire soit efficace. Aujourd'hui, le consensus est-il fait autour des politiques économiques et budgétaires dans l'Union ?

François-Xavier Oliveau : Non, et loin s'en faut. Pour la première fois, des voix se sont élevées au sein même du conseil des gouverneurs pour dénoncer la nouvelle vague de mesures annoncée par Mario Draghi le 12 septembre. Ces tensions traduisent en réalité le manque d'attractivité de chacun des termes de l'alternative en matière de politique monétaire : d'un côté, la poursuite d'une politique accommodante honnie par les pays orthodoxes d'Europe du Nord, qui produit des effets négatifs considérables : bulles d'actifs, fragilisation du système bancaire, surendettement, spoliation des épargnants, notamment les classes moyennes peu ou pas endettées, donc des personnes modestes et des retraités qui ont payé leur emprunt immobilier. De l'autre, un resserrement de la politique monétaire qui serait de façon évidente déflationniste et à contre-cycle, avec des risques majeurs de dépression. Dans l'état actuel des outils de la BCE, aucune de ces options n'est attirante.

Les politiques monétaires ne sont efficaces que si elles s'accompagnent d'anticipations de relance économique. Le contexte permet-il d'espérer une telle relance ?

A l'évidence, non. Le contexte global macroéconomique est clairement celui d'un ralentissement, confirmé par les récentes prévisions du FMI. Mario Draghi avait mis en œuvre une politique exceptionnellement expansionniste dans un cadre de croissance mondiale assez soutenue. A l'inverse, Christine Lagarde entre dans une zone de turbulences inédite depuis une dizaine d'années. Et elle aborde ce contexte difficile en n'ayant pratiquement plus de munitions : les taux sont nuls voire négatifs, l'assouplissement quantitatif a absorbé une grande quantité des dettes publiques, la nouvelle itération de prêts à long terme (TLTRO) semble peu efficace. Les instruments monétaires, qu'ils soient classiques ou hétérodoxes, sont en bout de course. Au moins, la situation est claire : il va falloir innover.

Qu'est-ce qui pourrait, dans les prochains mois, conduire à l'existence d'un consensus autour de la question monétaire en UE ?

Sur le plan politique, la position de Christine Lagarde pourrait paradoxalement être facilitée par l'évolution de la conjoncture. Si, comme on peut s'y attendre, la croissance allemande est négative au troisième trimestre, l'Allemagne entrera officiellement en récession. En ajoutant la perspective d'un Brexit avant la fin janvier et un ralentissement global partiellement lié aux tensions commerciales mondiales, les « faucons » risquent d'avoir des difficultés à défendre une politique monétaire restrictive. Tenir un discours de rigueur tant sur le plan monétaire que sur le plan budgétaire risque d'être extrêmement difficile, notamment de la part de la Bundesbank. L'urgence et la gravité de la situation devraient donc permettre à Christine Lagarde de trouver un consensus politique pour maintenir une politique monétaire expansionniste, d'autant que ses qualités de diplomate ne sont plus à démontrer.

Un des principaux reproches qui ont été formulés à la politique de Mario Draghi, c'est l'absence d'efficacité au regard des niveaux d'inflation en zone euro depuis 2011. Quels outils pourraient mettre en place Christine Lagarde pour arriver à de meilleurs résultats ?

C'est la grande question, et elle devrait être est autrement plus difficile à régler que celle du consensus politique : quels outils mobiliser pour continuer à alimenter la production monétaire ? Avec probablement près de 700 milliards d'euros qui seront créés en 2019 (M3), nous devrions vivre une année record, au-dessus même des fastes millésimes de l'assouplissement quantitatif. Pourtant, malgré cette création monétaire massive, le taux d'inflation sera largement en-deçà des attentes. Le niveau des taux très bas empêche de facto tout mouvement d'ampleur - la dernière baisse n'était que de 0,1% sur le taux de dépôt. Et l'assouplissement quantitatif a des effets lents et peu convaincants sur le niveau des prix. L'impasse monétaire est évidente.

Christine Lagarde a justement appelé à l'assouplissement des politiques budgétaires, mais il faut rester réaliste : les excédents budgétaires cumulés de l'Allemagne et des Pays-Bas, les deux bons élèves de la zone euro, s'élèvent à peine à 70 milliards d'euros. C'est bien insuffisant pour soutenir la demande dans une période de récession, sans même envisager l'hypothèse d'une dépression entraînée par le Brexit, la politique commerciale américaine ou la fragilisation des banques et d'entreprises surendettées.

La vraie question pour Christine Lagarde est donc moins politique que technique. De toute évidence, la création monétaire par la dette atteint ses limites. Il faut désormais inventer de nouveaux outils monétaires, en comprenant mieux les sources de l'inflation basse et notamment le lien très fort entre technologie et prix. Christine Lagarde sera vraisemblablement la première présidente de la BCE à séparer la création de monnaie de la création de dette, et à mettre en place un système d'injection directe sans contrepartie, comme par exemple celui [préconisé par](#) Stanley Fischer, l'ancien mentor de Mario Draghi, et Philipp Hildebrand, président de la banque nationale de Suisse, ou bien mon schéma de [dividende monétaire](#).